



FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

# LA CRISIS EN EUROPA: ¿UN PROBLEMA DE DEUDA SOBERANA O UNA CRISIS DEL EURO?

*Director*

**Fernando Fernández Méndez de Andés**

**PAPELES DE LA FUNDACIÓN**

**N.º 44**

ISBN: 978-84-615-5812-4  
Depósito Legal: M. 3752 - 2012  
Edita: Fundación de Estudios Financieros  
Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



## ÍNDICE

<b>EQUIPO DE TRABAJO</b>	<b>5</b>
<b>PRESENTACIÓN</b>	<b>7</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES</b>	
<i>Fernando Fernández Méndez de Andés, IE Business School</i>	<b>9</b>
<b>PARTE I. PROBLEMAS CONCEPTUALES</b>	
<b>1. El contagio económico y financiero: Conceptos básicos.</b> <i>Juan José Toribio, IESE, FEF</i>	<b>29</b>
<b>2. Riesgo soberano y estabilidad financiera.</b> <i>José María Roldán, Banco de España</i>	<b>39</b>
<b>3. El riesgo soberano y la nueva regulación financiera.</b> <i>Antonio Carrascosa, PWC y actualmente DGPE</i>	<b>49</b>
<b>4. El riesgo soberano en la Zona Euro: Una problemática particular.</b> <i>Santiago Fernández de Lis y Miguel Jiménez González-Anleo, BBVA</i>	<b>65</b>
<b>PARTE II. LA CRISIS EUROPEA EN PERSPECTIVA</b>	
<b>5. La arquitectura financiera europea: del Tratado de Maastricht a la realidad actual.</b> <i>Román Escolano</i>	<b>83</b>
<b>6. La crisis de la deuda soberana europea: Una visión general.</b> <i>David Martín Heredero y Antonio Cortina García, Grupo Santander</i>	<b>95</b>
<b>7. La crisis griega: un problema fiscal.</b> <i>Antonio García Pascual y Piero Ghezzi, Barclays Capital</i>	<b>107</b>
<b>8. La crisis bancaria irlandesa.</b> <i>Ignacio de la Torre, Arcano Grupo Financiero</i>	<b>119</b>
<b>9. La crisis de Portugal.</b> <i>José Luis Martínez Campuzano, Citibank</i>	<b>131</b>
<b>10. La sostenibilidad de la deuda pública y privada española: una visión macroeconómica.</b> <i>José Luis Feito, IEE</i>	<b>143</b>
<b>11. Perspectivas de desapalancamiento en España.</b> <i>Jordi Gual, Oriol Aspachs-Bracons y Sandra Jòdar-Rodell, la Caixa</i>	<b>151</b>
<b>12. España, ¿diferente o problema?: La opinión del mercado.</b> <i>Jordi Molins i Coronado, Analista Financiero</i>	<b>165</b>
<b>PARTE III. CAMBIOS INSTITUCIONALES NECESARIOS EN LA GOBERNANZA EUROPEA: ¿DEL MECANISMO PERMANENTE DE ESTABILIDAD AL GOBIERNO EUROPEO?</b>	
<b>13. Cambios institucionales necesarios en el Área Euro.</b> <i>Guillermo de la Dehesa, CEPR</i>	<b>181</b>



- 14. El federalismo de la UE en crisis.**  
*Karel Lanoo, CEPS* \_\_\_\_\_ 201
- 15. La crisis de la Eurozona: El bucle diabólico entre sistema financiero y deuda soberana.**  
*Luis Garicano, LSE y Tano Santos, Columbia Business School.* \_\_\_\_\_ 213
- 16. El euro. Perspectivas de los mercados.**  
*Juan Carlos Ureta y Jesús Sánchez-Quñones, Renta 4* \_\_\_\_\_ 223

#### PARTE IV. LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA

- 17. Un poco de historia: El plan Brady y otros ejemplos.**  
*Luis M. Linde* \_\_\_\_\_ 243
- 18. La reestructuración de la deuda soberana. Aspectos jurídicos.**  
*Rosa Rodríguez, Baker & McKenzie* \_\_\_\_\_ 257
- 19. La reestructuración de la deuda europea, un trágico error. Soluciones alternativas.**  
*Ángel Ubide, Tudor Investment* \_\_\_\_\_ 267
- 20. El camino de la devaluación.**  
*Eduardo Levy Yeyati, Universidad Torcuato di Tella* \_\_\_\_\_ 279

**PAPELES DE LA FUNDACIÓN** \_\_\_\_\_ 289

**ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS** \_\_\_\_\_ 291



**EQUIPO DE TRABAJO**

***DIRECTOR***

**Fernando Fernández Méndez de Andés**

*Director de la Cátedra del Sistema Financiero Internacional  
IE Business School*

***COLABORADORES***

**Oriol Aspachs-Bracons**

*Director de Economía Europea. Área de Estudios y Análisis Económico, la Caixa*

**Antonio Carrascosa**

*Director Cumplimiento Regulatorio, PWC  
En la actualidad, Director General de Política Económica*

**Antonio Cortina García**

*Director Adjunto, Servicio de Estudios, Banco Santander*

**Guillermo de la Dehesa Romero**

*Presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR)*

**Ignacio de la Torre**

*Socio Arcano Grupo Financiero, Profesor de Finanzas del IE Business School*

**Román Escolano**

*Técnico Comercial y Economista del Estado*

**José Luis Feito Figueruela**

*Presidente del Instituto de Estudios Económicos*

**Santiago Fernández de Lis**

*Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación, BBVA Research*

**Antonio García Pascual**

*Economic Research, Barclays Capital*

**Luis Garicano**

*Chair of Economics and Strategy, London School of Economics (LSE)*

**Piero Ghezzi**

*Economic Research, Barclays Capital*

**Jordi Gual i Solé**

*Economista Jefe de la Caixa y Profesor de IESE*

**Miguel Jiménez González-Anleo**

*Economista Jefe para Europa, BBVA Research*

**Sandra Jòdar-Rodell**

*Economista. Área de Estudios y Análisis Económico, la Caixa*

**Karel Lanno**

*Director Ejecutivo, Centre for European Policy Studies (CEPS)*

**Eduardo Levy Yeyati**

*Universidad Torcuato di Tella*



**Luis M. Linde**

*Técnico Comercial y Economista del Estado*

**David Martín Heredero**

*Servicio de Estudios, Banco Santander*

**José Luis Martínez Campuzano**

*Estratega en España, CITI*

**Jordi Molins i Coronado**

*Analista Financiero*

**Rosa Rodríguez**

*Off-Counsel, Baker & Makenzie*

**José María Roldán Alegre**

*Director General de Regulación, Banco de España*

**Jesús Sánchez-Quiñones**

*Director General, Renta 4*

**Tano Santos**

*David and Elsie Dodd Professor of Finance and Economics, Columbia Business School*

**Juan José Toribio Dávila**

*Presidente Comisión Académica y Científica, FEF*

**Ángel Ubide**

*Tudor Investment y Peterson Institute for International Economics*

**Juan Carlos Ureta Domingo**

*Presidente FEF-IEAF*

#### **GRUPO DE CONSULTA**

**Enrique Carretero Gil de Biedma**

*Abogado, Baker & Mckenzie*

**Francisco Celma**

*Socio, Deloitte*

**Alfredo Jiménez Fernández**

*Director de Análisis y Estudios, FEF*

**Alejandra Kindelán Oteyza**

*Directora del Servicio de Estudios y Public Policy, Banco Santander*

**Javier Méndez Llera**

*Director General Adjunto, FEF y Secretario General Adjunto, IEAF*

**Rafael Sarandeses Astray-Caneda**

*Director General, FEF y Secretario General, IEAF*

**Juan Carlos Ureta Domingo**

*Presidente FEF-IEAF*



## PRESENTACIÓN

La crisis financiera iniciada en 2007 ha tenido, a partir de los años 2010 y 2011, una derivada particular en la zona euro, al aflorar el problema de la deuda soberana de algunos países, problema generado por las dudas de los inversores sobre el estado de sus finanzas públicas. Estas dudas han provocado, en los últimos años, diversos episodios de turbulencias, que han tenido consecuencias muy importantes en los países afectados y, en general, ha deteriorado la estabilidad financiera de la zona euro, especialmente en los mercados de deuda soberana, donde han aumentado las diferencias de tipos de interés entre los países de forma muy significativa.

La crisis de la deuda soberana también ha impactado en la solvencia del sector bancario europeo por su exposición a la deuda pública de los países más afectados y ha incidido negativamente en su financiación en los mercados mayoristas. Incluso se ha hablado del bucle perverso que supone un deterioro en los balances de los Bancos ocasionado por la crisis de la deuda pública que finalmente tienen que ser rescatados por los propios Estados emisores de la deuda que causó el problema. Los episodios de tensión han sido extremos y en algunos momentos, sobre todo a partir del verano de 2011, han llegado a suscitar la posibilidad de una potencial fragmentación de la Unión Monetaria, rompiéndose de esa forma el mercado único.

En este contexto de gran incertidumbre, la Fundación de Estudios Financieros decidió poner en marcha este estudio cuyo objetivo es ayudar a entender lo que está pasando y contribuir a dar luz sobre lo que se debería hacer, aportando

nuestras conclusiones y recomendaciones. Fruto de esta reflexión, el Patronato de la FEF acordó en diciembre del año 2010 incorporar al Plan de Actividades Fundacionales 2011 el informe que ahora presentamos.

Es evidente que este trabajo no pretende resolver todos los interrogantes económicos y financieros que plantea la crisis del euro y de la deuda soberana, ni tampoco aspira a enumerar y describir todas las medidas que serían necesarias para superar la situación actual. Nuestro objetivo es más sencillo, ayudar a entender lo que está pasando, eso sí, desde el convencimiento de que hay que preservar la Unión Monetaria. No cabe duda de que son varias las alternativas que tenemos, pero conviene comprender bien las consecuencias de cada una de ellas, incluso las más extremas, aunque solo sea para descartarlas. Solo entendiendo la naturaleza de la crisis del euro será posible formular políticas correctas, nacionales y europeas.

El libro se estructura en cuatro grandes apartados. El primero, conceptual, describe la crisis del euro; el segundo analiza la arquitectura institucional europea y su adaptación a las distintas crisis nacionales que se han ido produciendo; el tercer bloque analiza las medidas que se han planteando en diferentes ámbitos para resolver este problema, evitar que se repita y dotar de permanencia y estabilidad a la Unión Monetaria; y el cuarto capítulo que estudia específicamente las dos salidas extremas posibles: la reestructuración de la deuda o la devaluación.

El trabajo incluye un resumen ejecutivo que sistematiza las diferentes aportaciones realizadas



por los colaboradores que han participado en él y un decálogo de conclusiones que remarca las principales cuestiones que queremos transmitir.

Desde la Fundación queremos destacar las siguientes reflexiones en relación con el problema de la deuda soberana y del euro, fundamentalmente desde una perspectiva española:

La primera es que la pertenencia al euro es la mejor garantía de crecimiento y de creación de empleo para la economía española. Cualquier alternativa, como se refleja a lo largo del libro, es impensable y llevaría consigo un elevadísimo coste económico, político y social. Ahora bien, debemos ser plenamente conscientes de que esa pertenencia exige esfuerzos y sacrificios.

La segunda es que es preciso corregir cuanto antes los desajustes en los que nuestra economía está inmersa. La corrección de algunos desequilibrios financieros generados por la burbuja de crédito y de deuda exige sacrificios y ajustes en el corto plazo que garanticen y fortalezcan la posición de la economía española como una de las grandes economías de la zona euro. Algunos de esos sacrificios y ajustes pueden generar menor crecimiento de la actividad o del empleo en el corto plazo, pero su adopción, además de necesaria, será enormemente beneficiosa para el empleo y para la actividad una vez que se superen los efectos contractivos de corto plazo.

Es importante trasladar a la opinión pública los grandes beneficios que derivan de nuestra pertenencia al euro, ya que la comprensión de

estos beneficios es necesaria para asumir de forma conjunta los esfuerzos y ajustes que hoy en día nos impone nuestra pertenencia a la moneda común. A su vez, debe evitarse al máximo la tentación populista de culpar al euro de los problemas que hoy aquejan a la economía española y europea. Por el contrario, en el euro y en el cumplimiento de las reglas que exige el euro está la solución a esos problemas.

Por último, la sostenibilidad de la deuda europea requiere cuanto antes recuperar la senda del crecimiento y ello, sin dudas, precisa reformas profundas que favorezcan un aumento de la oferta potencial sin aumentar el gasto público.

El estudio se titula «*La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del euro?*» y ha sido dirigido por D. Fernando Fernández Méndez de Andés, Profesor del IE Business School y Director de la Cátedra del Sistema Financiero Internacional. A su vez ha contado con un equipo de competentes colaboradores vinculados al mundo académico, profesional y de la administración pública. A todos ellos quiero transmitirles mi agradecimiento y felicitación por el excelente trabajo realizado.

La Fundación de Estudios Financieros espera que esta iniciativa contribuya a aclarar y enriquecer el actual debate sobre el euro y sobre el papel que España debe seguir desempeñando en la Unión Europea.

Juan Carlos Ureta Domingo  
*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*





## RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES

Fernando Fernández, IE Business School

### INTRODUCCIÓN

Las crisis de deuda soberana, es decir los problemas de los gobiernos para hacer frente a los pagos de intereses o amortización del principal de sus obligaciones financieras, han sido muy frecuentes en la historia económica<sup>1</sup>. Casi todos los grandes imperios han sucumbido en medio de una gran crisis de endeudamiento, incapaces de hacer frente a los gastos derivados del mantenimiento de su hegemonía política. Los problemas financieros del Imperio español están bien documentados y su estudio estuvo en el origen del tratamiento científico del problema de la inflación<sup>2</sup>. En nuestros días, un grupo creciente de historiadores considera que el origen de los problemas geopolíticos de Estados Unidos está en su insuficiencia fiscal y en el déficit exterior que han conducido a una explosión incontrolable de su deuda pública<sup>3</sup>.

Pero en el siglo XX nos habíamos acostumbrado a que las crisis de deuda pública eran patrimonio exclusivo de los países en desarrollo, de las llamadas economías emergentes. Hasta tal punto, que se llegó a considerar casi necesaria una buena crisis en los países en transición eco-

nómica como paso previo a su «graduación» y su aceptación en el club de las economías de la OCDE<sup>4</sup>. Desde la perspectiva de los países ricos, esas cosas no pasaban, no se estudiaban en los libros de texto ni en los manuales de economía al uso, quizás, como queda dicho antes, en algunos de historia. Pero desde luego no entraban en la preocupación de los responsables de la política económica, ni de los analistas financieros, porque nadie discutía la capacidad ni la voluntad de los gobiernos de los países industrializados para cumplir sus compromisos financieros.

Acto de fe, juicio de valor o convicción empírica que no sufrió ninguna erosión con el rápido crecimiento del ratio deuda PIB después de los años sesenta. Más aún, la Unión Monetaria Europea supuso un proceso de elevación automática y progresiva de la calificación de los principales soberanos periféricos europeos con el argumento, absolutamente dominante hace unos años tanto entre inversores, agencias de calificación o economistas académicos europeos, de que sus mecanismos de disciplina interna, presión colectiva y trasferencias implícitas hacían imposible un problema de crédito. Como resultado las agencias de rating, algunas de las cuales habían expresado sus dudas iniciales precisamente porque el euro significaba la renuncia a la soberanía monetaria y por tanto a la posibilidad de licuar deuda con inflación de manera autónoma por cada país emisor, acabaron aceptando como un hecho cierto, incontrovertible e irreversible, lo

<sup>1</sup> Carmen Reinhart y Ken Rogoff ha documentado infinidad de ellas en su libro ya clásico, *This time is different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

<sup>2</sup> Véase Ramón Carande, *Carlos V y sus banqueros*, editorial Crítica, Valladolid, 1987, o Felipe Ruiz Martín, *Las finanzas de la Monarquía Hispánica en tiempos de Felipe IV, 1621-1665*, discurso de ingreso en la Real Academia de la Historia, Madrid, 1990.

<sup>3</sup> Quizás sea Niall Ferguson, el autor más célebre y su libro *Civilization, The West and the Rest*, Allen Lane, Londres 2011, el mejor y más conocido ejemplo de esta creciente bibliografía.

<sup>4</sup> Véase gran parte de la literatura económica relacionada con la crisis mexicana de los noventa y su entrada en la OCDE y mucho de lo que hoy se escribe sobre China.



que se venía diciendo desde el ámbito político, esto es, que los países europeos no podían quebrar. Hasta que llegó la crisis financiera.

Quedará para los anales de la historia por qué la Unión Europea decidió en Febrero del año 2010 convertir en problema europeo un evento de crédito puntual, concreto y menor –los problemas de pagos de Grecia- que podía haberse tratado con el procedimiento habitual de la intervención del Fondo Monetario Internacional como facilitador de un acuerdo entre acreedores y deudores a cambio de un programa de ajuste. Condicionalidad macroeconómica para asegurar el ajuste fiscal y externo a cambio de alivio de deuda ha sido siempre la receta tradicional en estos casos, una ecuación no sencilla y sujeta a múltiples decisiones discrecionales que requieren un alto grado de coordinación y en la que la participación del Banco Central Europeo como autoridad monetaria y prestamista de última instancia era necesaria, pero secundaria. Grecia no es ninguna excepción, no hay nada singular en ella excepto su pertenencia a la Unión Monetaria, pero tampoco es el primer país que no puede o no quiere devaluar en el marco de un programa de estabilización; recordemos los casos recientes de Hong Kong y Ecuador. El FMI es la institución multilateral especializada en este tipo de tareas, la única que tiene la experiencia y el conocimiento suficiente para ello. Una entidad en la que por cierto los europeos son la minoría mayoritaria, pero a la que por una mezcla de soberbia e imprevisión tardaron demasiado tiempo en acudir.

Los europeos quisimos resolverlo solos y sin poner dinero y, al hacerlo así, convertimos un problema de deuda soberana en la crisis del euro. Porque al tomar esa decisión, se pusieron en evidencia tanto los fallos en el diseño de la Unión Monetaria, las limitaciones del Tratado de Maastricht, como los fallos en la gobernanza europea, la incapacidad para la toma de decisiones y la ineficacia a la hora de aplicarlas consistentemente; problemas legales y políticos que afectan al propio Tratado de Lisboa e incluso para algunos autores a la propia concepción del Banco Central Europeo. Los fallos de diseño son hoy bien conocidos, aunque se minusvaloraron

sistemáticamente en el período de negociación y aprobación del Tratado, y se despreciaron todas las críticas que se hacían desde el mundo académico y financiero, repudiadas por anglosajonas y contrarias a los intereses europeos. Fallos que una vez manifestados con toda virulencia, la Unión Monetaria viene intentando resolver con más o menos éxito desde principios de 2010 y que se resumen en la ausencia de condiciones que permitan considerar a la UEM como un área monetaria óptima. Pero los fallos de aplicación no son menos relevantes. En cierta medida todo empezó cuando ante el incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) por Francia y Alemania se decidió reformarlo para aumentar la discrecionalidad política. Con la excusa de la necesidad de adecuar la regla fiscal europea al ciclo económico, ignorando los principios básicos de sencillez y automatismo –bien establecidos en la literatura económica desde mediados de los noventa gracias los trabajos pioneros de Alessina, Tabellini y Milesi-Ferretti<sup>5</sup>– se pusieron las bases para la negociación política y creatividad fiscal que tanto han mermado la credibilidad europea. Aparte de que se perdió toda autoridad moral para sancionar a ningún país, por pequeño que fuera. No es momento para buscar responsabilidades, pero alguna le cupo también al gobierno español de entonces que vio en la posibilidad de flexibilizar el PEC la manera de perpetuar su política de incremento de gasto público con la excusa –nada nueva por cierto y que está en el origen de casi todas las crisis soberanas– de que no era gasto sino inversión, social o económica que más da.

Lo cierto es que asustados por lo que se les venía encima, los líderes europeos quisieron, en la Cumbre de mayo de 2010, cambiar de facto la naturaleza de la Unión Monetaria para acercarla a los requisitos teóricos. Pero la concreción jurídica de esta migración a la racionalidad económica lleva mucho tiempo y exige mucho capital político porque se trata de cambiar la concepción

---

<sup>5</sup> Para un resumen documentado y concluyente de esta literatura, véase el documento *Fiscal Rules, Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances*, editado por el departa.



del Banco Central Europeo y de la regla fiscal básica que da soporte al euro, y de hacerlo manteniendo los equilibrios políticos existentes en Europa, equilibrios ideológicos y equilibrios nacionales. Y hacerlo involucrando democráticamente a una población que sufre de fatiga de ajuste, miedo a perder su posición en una economía globalizada y desapego europeo. Demasiado tiempo y demasiado capital para unos mercados y unos inversores que desde entonces no han visto más que indecisión, incapacidad para asumir compromisos concretos, racanería a la hora de inyectar dinero fresco y ausencia de liderazgo político.

A la fecha de escribir este sumario-introducción y cerrar la edición, principios de diciembre de 2011, la crisis europea está lejos de haberse resuelto y ha llegado a amenazar a los países más solventes, convirtiéndose en una auténtica crisis de confianza en el euro. Lo que empezó como un problema en las finanzas públicas griegas, se ha extendido a Irlanda primero, por un problema de quiebra bancaria generalizada, y luego a Portugal, esencialmente por su incapacidad crónica para crecer. Ambos países han tenido que ser rescatados, como se dice vulgarmente para referirse al hecho de que han recibido ayuda oficial –de la Comisión, la Unión y el FMI– para poder cumplir su calendario de pagos. Los mercados financieros no se han tranquilizado con ello y amenazan ahora a Italia y España –un poco menos a nuestro país porque el panorama político e institucional es sustancialmente diferente y ofrece menos incertidumbres–, a la vez que parecen querer abandonar todos los activos denominados en la divisa europea. La crisis se ha extendido también al sistema bancario europeo que se arriesga a entrar en un bucle melancólico de crisis soberana y crisis financiera que puede ser letal. El Banco Central Europeo se debate entre la expansión heterodoxa y la fidelidad a su rígido estatuto, lo que le hace imprevisible y errático, si bien, tras la Cumbre de diciembre y con un nuevo presidente, parece haber emprendido un cambio hacia la expansión monetaria, aunque sea de manera indirecta mediante la provisión ilimitada y a largo plazo, tres años, de liquidez a los

bancos comerciales para que éstos a su vez adquieran la deuda pública. La economía europea se ha estancado y puede caer en una nueva recesión, todos los indicadores macroeconómicos señalan un notable deterioro de la actividad y una profunda reversión de las expectativas. Y los políticos europeos siguen mirando más a su electorado nacional que a las necesidades de preservar la Unión Monetaria. Pero no es fácil culparles por ello; si se interpreta en sentido amplio el lema de la revolución democrática americana, no puede haber impuestos sin representación política.

Este libro no pretende resolver todos los interrogantes políticos y económicos que plantea la crisis del euro. Sería pretencioso por nuestra parte. Ni siquiera aspira a enumerar y describir las medidas que serían necesarias para superar la situación actual. Nos contentamos con un objetivo más humilde, ayudar a entender lo que está pasando. Lo hace desde el entendimiento y la convicción de que la Unión Monetaria Europea es un bien a preservar; de que por muchas y grandes que sean sus dificultades mayor sería el coste económico, político y social de su ruptura. Muchas son las estimaciones aparecidas últimamente de la caída de output que significaría el abandono del proyecto de moneda única. Todas muy elevadas. Pero con ser ese coste muy importante, sería la menor de nuestras preocupaciones como ciudadanos ante la magnitud de la convulsión social y política que conllevaría la ruptura del euro.

Un buen diagnóstico es parte principal y necesaria de cualquier tratamiento. Solo entendiendo la naturaleza de la crisis del euro será posible formular políticas correctas, nacionales y europeas. Siempre hay varias alternativas, el futuro no es nunca unívoco ni perfectamente previsible. Pero conviene comprender bien las consecuencias de cada una de ellas, incluso las que hoy parecen más descabelladas aunque solo sea para evitarlas. Para ello hemos dividido el libro en cuatro apartados, uno primero conceptual para precisar técnicamente de qué estamos hablando; uno segundo coyuntural que analiza la arquitectura institucional europea diseñada en Maastricht y su adaptación a las distintas crisis nacionales que se han ido produciendo estos años, a la vez que profundiza



en las características idiosincrática de cada una de ellas sin olvidarnos de España; un tercer bloque de futuro, que analiza las diferentes medidas que se han ido planteando en el ámbito académico, inversor y político para resolver este problema de deuda y, lo que es más importante, para evitar que se repita, para dotar de permanencia y estabilidad a la Unión Monetaria; y un cuarto capítulo que estudia específicamente las dos salidas extremas posibles: reestructuración involuntaria de la deuda o devaluación entendida como abandono del euro por uno o varios países.

## 1. EL MARCO CONCEPTUAL DE LA CRISIS DEL EURO

Muchos analistas han considerado la crisis del euro como un caso paradigmático de contagio. Por ello, **Juan José Toribio**, profesor del IESE y patrono de la Fundación de Estudios Financieros, abre la primera parte del libro precisando el sentido económico del término contagio y sugiriendo una definición operativa propuesta por el Banco Mundial, «cualquier transmisión de perturbaciones económicas de un país a otro más allá de las atribuibles a vínculos fundamentales (financieros, reales o políticos) entre ellos... Algo atípico que supera cuanto podía ser razonablemente esperado por los participantes en los mercados». En este sentido preciso, el contagio solo podría haber explicado la crisis del euro en la medida en que (i) ésta no viniera determinada por fundamentales económicos, por desequilibrios internos preexistentes y autogenerados en las economías afectadas y (ii) no fuese previsible. Se debería entonces a factores psicológicos que explican el comportamiento de los inversores, el llamado efecto rebaño en el que las asimetrías de información juegan un papel fundamental en estas reacciones gregarias. No nos parece que este efecto pueda explicar por sí solo lo que está sucediendo en Europa, aunque es cierto que la crisis financiera ha provocado una profunda desconfianza de los analistas en su propia capacidad para valorar adecuadamente los riesgos, y notablemente el riesgo de ruptura del euro. Desconfianza en su propia capacidad que ha podi-

do traducirse en una reconsideración excesivamente negativa de la viabilidad de la Euro Zona. Un dato a tener en cuenta porque la desconfianza no se desvanece rápidamente.

No hay nada nuevo en el hecho de que problemas extremos en el deudor soberano afecten de manera ineludible y severa al sistema financiero de cualquier país, como conocen bien todos los responsables bancarios –autoridades, reguladores o banqueros– de las economías emergentes. Pero la crisis europea actual parece aportar una novedosa «causalidad inversa», evidente en el caso de Islandia o Irlanda, por la que los problemas del sistema financiero acaban impactando negativamente en la sostenibilidad fiscal. A estudiar las condiciones en las que esa causalidad inversa es posible, partiendo de la conocida ecuación de sostenibilidad de la deuda, se dedica el artículo de **José María Roldán**, director general de regulación del Banco de España, que concluye afirmando que los rescates bancarios tienen en general un efecto simplemente puntual sobre la dinámica de la deuda pública. Conclusión general que él mismo matiza en determinadas circunstancias específicas y difícilmente repetibles: (i) que se trate de bancos internacionalmente muy activos cuya actividad doméstica tenga escasa importancia en su balance; (ii) que el sector bancario tenga un peso extraordinario en la actividad económica del país –por ejemplo en Islandia el balance del sistema bancario llegó a suponer el 1.200% del PIB, en Irlanda el 600% y en el Reino Unido el 500%, mientras que en España apenas llega al 350%-; (iii) que su actividad internacional se despliegue a través de sucursales lo que les permite obviar la supervisión local; o (iv) el intenso desarrollo de un sector financiero *offshore*. Solo cabe añadir que son circunstancias que no se dan en el caso de la banca española. Como tampoco se da otra causa determinante del bucle crisis financiera- crisis soberana en países como Bélgica o incluso Italia, su elevada exposición crediticia a la deuda soberana de países en crisis de balanza de pagos, salvo que consideremos así la cartera de deuda española, lo que es otro tema del que luego hablaremos.



En el capítulo siguiente **Antonio Carrascosa**, entonces director de cumplimiento regulatorio de PWC, analiza de manera exhaustiva cómo la nueva regulación financiera busca precisamente evitar el círculo vicioso que va desde una crisis financiera a otra soberana. Empieza recordando que el aumento del riesgo soberano: impacta sobre la financiación de las entidades bancarias en cantidad y en precio generando un riesgo de liquidez; influye sobre la cuantía y la volatilidad de los resultados de las entidades bancarias; y afecta a su nivel de patrimonio al exigir mayor consumo de recursos propios. Por todo ello, concluye «hay que limitar al máximo las alternativas al *mark-to-market* ya que la entidades pueden tener la tentación de no reconocer pérdidas reales y aplazar indefinidamente las medidas de saneamiento». Pareciera que las autoridades le han hecho caso en la polémica recapitalización forzosa de la banca europea decidida en la Cumbre de finales de octubre.

Al describir la nueva regulación financiera conocida como Basilea III se parte de un hecho objetivo: durante el período pre-crisis había aumentado mucho el recurso de la banca a la financiación mayorista en detrimento de los tradicionales depósitos; aumento que implica una vulnerabilidad que se intenta combatir con más capital, más liquidez y menos apalancamiento, buscando una banca más pequeña, solvente y líquida. Como consecuencia, es previsible que se reduzcan los márgenes bancarios y que las entidades respondan (i) aumentando el precio de sus servicios y productos, (ii) reduciendo las participaciones accionariales en otras entidades, la financiación interbancaria y el diseño y negociación de muchos derivados y (iii) tiendan sustituir el crédito bancario directo a empresas por emisiones de valores y papel comercial. Que todas estas transformaciones tengan como consecuencia un sistema financiero más rentable y menos propenso a las crisis está por demostrar, pero van a producir sin duda un vuelco significativo en la forma de hacer banca en el futuro inmediato. Y más pronto de lo previsto, porque los mercados están ya adelantando los nuevos requisitos. El capítulo repasa también de manera exhaustiva otros elementos del debate regulatorio actual

como el tamaño de las entidades, los planes de recuperación y liquidación de entidades, el capital contingente, el bail-in de las entidades, la exigencia de mercados organizados para la negociación de productos financieros y el complejo mundo de la retribución de los banqueros.

Para terminar este primer apartado conceptual, **Santiago Fernández de Lis y Miguel Jiménez** del servicio de estudios del BBVA se atreven a explicar qué hay de nuevo, de diferente, en una crisis soberana en un país de la Unión Monetaria Europea. Parten de una afirmación provocadora, el euro ha sido víctima de su propio éxito; un proyecto político que funcionó bien durante una década pero que adolecía de evidentes errores de diseño –hay una extraña unanimidad al respecto entre todos los colaboradores de este libro– y que fue también cercenado por el incumplimiento sistemático de las pocas políticas comunes existentes; las dirigidas a garantizar la disciplina fiscal y a aumentar la flexibilidad interna y la sincronización cíclica necesarias para que la Euro Zona se asemejara a un área monetaria óptima. Un error colectivo al que también ha contribuido la asimetría de la disciplina de mercado, que avaló y condonó todos los excesos en los países del euro hasta que a raíz del estallido de la crisis internacional y la explosión de la aversión al riesgo se renacionalizó el acceso a la liquidez en el mercado interbancario.

Las dificultades de financiación externa se tradujeron muy rápidamente en crisis soberanas en el área euro porque «en su seno los mercados solo contemplan dos eventos: pago o impago» mientras que en los países con moneda propia existe una tercera posibilidad la dilución mediante la inflación. Y ésta es la gran diferencia en el área euro, diferencia que convierte en destabilizador el debate sobre la quita más o menos voluntaria de la deuda, llamado eufemísticamente participación del sector privado en la resolución de la crisis. Porque a diferencia de los casos anteriores, notablemente el argentino, se trata de deuda emitida en jurisdicción propia (la Euro Zona), denominada en la propia moneda (el euro) aunque sin capacidad de emisión autónoma, y comprada por residentes (de la Unión Monetaria Europea no del país). La confusión



deliberada de los mensajes lanzados por la autoridad monetaria única, la cacofonía de las señales políticas con la flagrante ausencia de una autoridad única para la Euro Zona, la exasperante lentitud y la evidente incapacidad para adoptar y mantener posiciones comunes han conspirado para «crear una nueva clase de activos que no es ni deuda doméstica ni deuda externa con una base de inversores muy limitada». Una clase de activos con una vida muy efímera, nos atrevemos a añadir siguiendo el espíritu de los autores que concluyen apelando a avances en la unión política. Y una base inversora no solo pequeña sino en franca regresión. Confusión que se ha extendido a la naturaleza del riesgo soberano en la Euro Zona y que se ha traducido en una enorme volatilidad de precios.

## 2. LA ARQUITECTURA ACTUAL DEL EURO Y ANÁLISIS DE LAS DISTINTAS CRISIS NACIONALES

Comienza este apartado con un capítulo que busca en la historia de la construcción monetaria europea algunas de las claves de la crisis actual y de sus posibles soluciones. **Román Escolano**, Técnico Comercial del Estado, sitúa en el fracaso del Sistema Monetario Europeo el origen de la Unión Monetaria, pues demostró que la autonomía de acción en política económica era, ya entonces, en la práctica nula. «Una autoridad monetaria única e incluso una moneda común significarían políticamente recuperar soberanía», una frase que evidencia cuán lejos está hoy el debate político en Europa de los años felices del euro-optimismo. Nos recuerda también el plácet francés a la reunificación alemana a cambio del abandono del omnipotente marco. Un acuerdo, conviene tenerlo en cuenta, que Alemania solo aceptó con la garantía escrita de que los elementos definitivos de la arquitectura monetaria europea fueran de inspiración germánica, de que el BCE fueran una réplica del Bundesbank, de que su objetivo central y casi obsesivo fuera la inflación y de que una de las variables instrumentales centrales fuera el control del cre-

cimiento del crédito<sup>6</sup>. Una obsesión anti inflacionista que no era ajena a la época en la que se forja el Tratado de Maastricht, 1991, la era dorada de la teoría monetaria y los bancos centrales que parecían haber conseguido dominar definitivamente el ciclo económico; una época en la que hablar de estabilidad financiera, crisis sistémica o supervisión macro prudencial era una rareza. No es pues de extrañar que el Tratado fuera parco en cuestiones relativas a la supervisión, una labor considerada menor y sin riesgos. Pero no cabe olvidar que ya en 1988 el Informe Dèlors otorgaba un papel principal al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) en la supervisión bancaria en la Zona Euro. Concluye este capítulo de manera rotunda afirmando que con independencia de la explicación histórica de algunos fallos institucionales en el diseño del euro, la crisis de la deuda soberana europea indica que ha llegado la hora de la reforma de los Tratados.

El siguiente trabajo, de **David Martín Heredero** y **Antonio Cortina** del Servicio de Estudios del Banco Santander, completa el anterior, «el cuestionamiento de la solvencia de una parte de los Estados Miembros de la UEM exige para su resolución avanzar en el proyecto de integración en Europa con determinación». Comparte la visión de consenso de los errores de diseño, pero pone el énfasis en los errores de aplicación. Hasta 2010, es decir antes de que la crisis castigara con virulencia las cuentas públicas de todos los países europeos, se habían observado 97 casos (país año) de déficit público por encima del 3% y nunca se había impuesto una sanción. Tras repasar las distintas medidas adoptadas en la Unión, concluyen los autores que el activismo exhibido ha erosionado la base contractual de la UEM y su arquitectura institucional, sin haber conseguido afrontar con determinación los problemas ni restaurar la confianza de los mercados. Urgen cam-

<sup>6</sup> Idea que está en la base del segundo pilar de la política monetaria del BCE y que fue duramente criticada porque le alejaba en su concepción original de la moda de los objetivos puros de inflación al uso en los años noventa. Pero un instrumento que hoy, tras la burbuja financiera, se ha visto reivindicado y se ha vuelto a convertir en elemento central de la estrategia monetaria de todo Banco Central.



bios en el corto plazo, en concreto la participación voluntaria del sector privado en la reestructuración de Grecia y la ampliación definitiva de la Facultad Financiera de Estabilidad Financiera, conocida por sus siglas en inglés EFSE, aprobada en la Cumbre de julio de 2011. Y cambios en el medio plazo, un avance importante en el marco de la gobernanza europea para moverse decididamente hacia una «Unión de Transferencias con límites explícitos a la soberanía fiscal y la creación de un ministerio de Finanzas de la Unión». Surge así por primera vez en este libro el Ministro de Europa que se está convirtiendo rápidamente en un clásico de los economistas tras su lanzamiento original, no exento de polémica, por el entonces gobernador Trichet con motivo de su aceptación del Premio Carlomagno a la construcción europea en un discurso interpretado unánimemente como su testamento político.

Los siguientes seis capítulos están dedicados al análisis de los problemas específicos de los países de la Euro Zona que han sufrido una crisis soberana reflejada en sus manifestaciones típicas de pérdida de confianza, sequía abrupta de capitales, planes de ajuste fiscal y aceleración de sus programas de reformas estructurales. Tres de ellos dedicados específicamente al caso español del que por razones obvias se ha querido presentar una visión más completa, macroeconómica, financiera y de mercado. Ciertamente, falta Italia; su ausencia responde no tanto a un error de previsión como a la idea de que su inclusión no aporta nada nuevo, ni respecto al origen de la crisis ni a sus posibles soluciones, tanto desde la perspectiva europea como española; Italia no es en sí mismo un caso analíticamente diferente a ninguno de los tres anteriores. Aunque es obvio que el tamaño importa y la extensión de la crisis a este país supone un hecho cualitativo relevante, probablemente la manifestación más significativa del cambio en la perspectiva de los inversores desde el verano; tanto por el tamaño de su mercado de deuda pública como por las implicaciones políticas, al tratarse de un país socio fundador de la Unión Europea.

La crisis griega es en su origen un problema fiscal, producto de años de ocultamiento sistemá-

tico pero también de ceguera voluntaria por parte de la Unión. Lo significativo, lo relevante, no es que Grecia haya podido multiplicar por tres su déficit público sino que lo haya podido ocultar durante tanto tiempo. Lo que refleja la necesidad de la Unión de contar con mecanismos de inspección fiscal permanentes, de corrección de desequilibrios ex ante y de sanciones automáticas, preferentemente preventivas, creíbles y eficaces. La evolución de su programa de ajuste –una sucesión de voluntarismo y objetivos incumplidos– y la necesidad recurrente de fondos adicionales, ilustra perfectamente los problemas de estos programas de rescate. Dificultades que no son específicas de Grecia, sino que son de hecho comunes en los programas del Fondo Monetario Internacional en los que nos es inusual la revisión de las metas y de las necesidades de financiación, habitualmente al alza y más si se tarda en recuperar la confianza del mercado. El problema es, una vez más, que la Euro Zona no cuenta con un procedimiento establecido para lidiar con estas dificultades; un procedimiento que evite que cualquier incidente en lo que ha de ser necesariamente un proceso largo, complejo y no lineal, pueda resultar en una crisis política e institucional, y no solo económica, al requerir una nueva unanimidad y poner en cuestión la misma Unión Monetaria.

Grecia es analizada en detalle por **Antonio García Pascual** y **Piero Ghezzi**, de Barclays Capital, que hacen un exhaustivo y muy bien documentado repaso de los orígenes del déficit fiscal y de los sucesivos y fracasados programas de rescate de la llamada troika: FMI, Comisión y BCE. En su opinión, el país heleno ha alcanzado a finales del año 2011 un punto en el que, con cualquier supuesto macro razonable, la deuda pública crecerá más rápidamente que el Producto Interior Bruto, esto es, la dinámica de la deuda ha entrado en una trayectoria explosiva de muy difícil retorno. En estas condiciones, la consolidación fiscal por ambiciosa que sea, no puede cubrir la brecha de financiación del país. Hace falta una amplia reducción del stock de deuda. La Unión Europea ha ofrecido un 50% en la última Cumbre de octubre pero aún así, en las pro-



pías cifras del FMI, el ratio deuda/PIB no bajaría del 160%. Pero para estos autores, incluso en este escenario post-reestructuración, «no hay ninguna garantía de que el gobierno griego tenga éxito en su doble estrategia de restaurar la solvencia fiscal y cerrar la brecha de competitividad». Para ponerle cifras a la magnitud del reto económico que tiene ante sí el nuevo gobierno tecnócrata heleno, y a la precariedad de su equilibrio político, se presentan distintos escenarios de reestructuración que dan una buena idea de las dificultades futuras. Son éstos números los que explican la complejidad de la negociación de Grecia con sus acreedores. Pero aún en estas condiciones, no hay duda de que Grecia estaría mejor dentro de la Unión Monetaria que fuera porque los daños asociados a su exclusión serían muy severos y sobre todo permanentes. Grecia podría convertirse en un Estado fallido al margen de la institucionalidad europea.

La crisis bancaria irlandesa es analizada desde una perspectiva diferente por **Ignacio de la Torre**, IE Business School y socio de Arcano asesores financieros. Sitúa el origen de la misma en la conjunción de un entorno macroeconómico conducente a una expansión crediticia espectacular, una gestión cortoplacista de la actividad bancaria y una pésima supervisión bancaria. Desde la macro, el origen está en la entrada de Irlanda en el euro que si bien, y junto a la creación de un entorno regulatorio especialmente atractivo para los negocios, le permitió vivir su particular milagro económico y llegar a ser el segundo país por renta per cápita de la Unión, le condujo también a una espectacular burbuja inmobiliaria, particularmente en el sector no residencial, y a una progresiva pérdida de competitividad exterior al abandonarse la moderación salarial y ceder a la ilusión fiscal del ladrillo. En la parte bancaria, las causas están en expansiones continuas de balance a ritmos de dos dígitos, concentración en el riesgo inmobiliario y enorme dependencia de la financiación mayorista con ratios del 200% –muy por encima del nivel español que se sitúa en el 150%– todo ello agravado por una competencia feroz. Y por último una supervisión «*light touch*», claramente inútil para evitar una catástrofe ban-

caria previsible, de la que no solo responsabiliza a las autoridades locales sino también a los organismos supranacionales que pecaron de complacencia culpable. Si el análisis del autor es crudo y descarnado, las lecciones que obtiene son aún más jugosas: (i) la política fiscal de los distintos países ha de ser auditada por un organismo técnico externo; (ii) el déficit de cuenta corriente ha de conllevar mayores exigencias de capital y de liquidez para las entidades financieras del país en cuestión; (iii) la supervisión bancaria ha de ser intrusiva, extensiva y armonizada para toda Europa; y por último, (iv) los problemas de incentivos obligan a que «se tipifiquen como delito actuaciones bancarias que conlleven, a) la toma de decisiones que busquen incrementar la rentabilidad a corto a costa de incurrir en un grave riesgo a largo plazo, b) la acción manifiesta de una vez identificados dichos problemas, ocultarlos contablemente, y c) que como consecuencia de lo anterior, la institución financiera haya de ser rescatada directa o indirectamente con dinero público del depositante».

**José Luis Martínez Campuzano**, estratega de Citi en España, analiza a continuación la situación portuguesa desde dos premisas generales: se trata de una crisis de exceso de endeudamiento de todos los países desarrollados y la Euro Zona y tiene buenos indicadores agregados, pero el mercado premia o castiga las diferencias por países. Portugal no es un caso de mala gestión fiscal como Grecia –su déficit primario es la tercera parte del español por ejemplo–; ni de burbuja inmobiliaria y de crédito como Irlanda –el Banco de Portugal ha sido especialmente incisivo al advertir y tratar de prevenir de los riesgos financieros de una crisis soberana–. Portugal tiene un problema crónico de falta de crecimiento, una media del 1% anual en la década prodigiosa de la economía europea anterior a la crisis, ampliando su diferencial de renta per cápita; una incapacidad crónica producto de una estructura económica y social anquilosada heredera de la revolución de los claveles. El caso portugués no es tanto un problema de diseño de la Unión Monetaria como de funcionamiento, de falta de mecanismos de premio o castigo para las reformas que





maximizan la productividad y la competitividad externa de una economía. Sobre todo en ausencia de una perfecta movilidad laboral que por otro lado plantearía importantes problemas sociales y políticos en la Zona Euro. Portugal es una manifestación explícita de que la crisis de la deuda soberana europea no es solo fiscal sino producto también de los desequilibrios de balanza de pagos en el interior de la Euro Zona, un tema complejo al que la nueva gobernabilidad europea está también intentando encontrar solución. Por todo ello, el programa de Portugal se centra adecuadamente en las reformas estructurales y tanto la Unión Europea como el FMI se han mostrado bastante flexibles en las metas fiscales. Aún así, concluye al autor, Portugal necesita crecer y «resulta complicado que la solución a la crisis portuguesa no pase en algún momento por reestructurar su deuda, una deuda pública que superará el 140% el PIB en 2014».

Los capítulos dedicados al caso español se abren con la contribución de **José Luis Feito**, presidente del Instituto de Estudios Económicos, quien adopta una perspectiva macroeconómica tradicional para abordar la sostenibilidad de la deuda pública y privada española. Parte de que es precisamente la magnitud de ese endeudamiento conjunto en relación a sus activos financieros la responsable última de la restricción financiera que sufre nuestro país. Cuando la deuda externa neta es muy elevada, como desgraciadamente sucede en el caso español, «los mercados pueden no solo exigir la estabilización o reducción de la deuda externa neta en relación al PIB, sino una reducción absoluta, lo que exige conseguir un superávit de balanza de pagos». Objetivo ambicioso y que escasas veces ha conseguido la economía española en su historia. Pero objetivo que ha de convertirse en el elemento central de la política económica española si aspira a mantenerse y competir en el euro. En opinión del autor, para ello habría que aumentar la competitividad exterior del orden del 10%, o lo que es lo mismo, conseguir por la vía de una ambiciosa reforma del mercado de trabajo que los costes laborales unitarios relativos al promedio de la Euro Zona se reduzcan en torno a esa cifra. Desde esta perspectiva, la con-

solidación fiscal no solo es necesaria para reducir el coste del servicio de la deuda sino fundamentalmente para aumentar el peso en el PIB del sector productor de bienes y servicios comercializables. Finalmente, la competitividad externa exige reducir el consumo de energía importada por unidad de producto, lo que obliga a replantearse la relación entre fiscalidad y subsidios energéticos.

La sostenibilidad de la deuda pública y privada española es analizada por **Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jòdar-Rosell y Jordi Gual**, del servicio de estudios de La Caixa. Demostrar que está en una senda viable es lo que sus acreedores le están demandando a España, lo que le obliga a reducir el déficit estructural y a aumentar el crecimiento potencial; a ajuste fiscal y a reformar el mercado de trabajo. Parten los autores de la necesidad de reducir el nivel de apalancamiento, si bien gran parte del aumento del crédito experimentado desde 1996 con la entrada en el euro sirvió para adecuar su nivel a la mayor capacidad de endeudamiento de la economía, el crecimiento desde 2005 ha sido excesivo. Lo cierto es que en la actualidad la ratio de apalancamiento de la economía española se encuentra 50 p.p. por encima de la ratio sostenible a largo plazo. Si el proceso de desapalancamiento sigue el patrón marcado por otros países que han sufrido crisis inmobiliarias, la ratio descendería 21 p.p. durante 6 años. Si el patrón de desapalancamiento se parece al de aquellos episodios asociados a una crisis bancaria e inmobiliaria, el descenso de la ratio será mayor y también más duradero. En este caso la ratio de apalancamiento se situaría en el 141% del PIB en 2017, ligeramente por debajo de la ratio a largo plazo. No es evidente cual de los dos patrones seguirá la economía española. Ambos escenarios son muy distintos en lo que se refiere a la intensidad y duración del ajuste recesivo que sin duda experimentará la economía española. Es pues fundamental que se avance en la resolución de la crisis de deuda soberana europea y urgente que se aborden aquellos cambios estructurales necesarios para ganar en eficiencia. Mejoras en la productividad de la economía



no solo permitirían incrementar la producción sin requerir un mayor nivel de crédito sino que, además, elevarían el nivel de endeudamiento sostenible a largo plazo y reducirían la necesidad de despalancamiento. Esa es la conclusión del documentado y original artículo de Gual y sus colaboradores.

Nos ha parecido interesante completar el análisis del caso español, siempre delicado porque un cierto sesgo nacionalista es inevitable, con la opinión de un inversor externo. Por ese motivo le pedimos explícitamente a un analista financiero que trabaja en Londres, **Jordi Molins**, que nos diera su opinión, que tratara de contar cómo nos ven, no como quisiéramos que nos vieran o cómo creemos que nos deben ver. Su trabajo es muy original y adopta un enfoque de teoría de juegos describiendo las distintas combinaciones posibles de coordinación de políticas fiscales y monetarias tanto a escala nacional como europea con el ánimo de evitar una situación de suma negativa, una estrategia perdedora. Concluye afirmando que la combinación de una política monetaria expansiva con una política fiscal contractiva es la solución coordinada óptima al problema de la deuda cuando la prima de riesgo es la clave. Instrumentos útiles en ese proceso de generación de confianza mutua entre los gestores de ambas políticas, cuando ambas tienen además ámbitos geográficos distintos, son para el autor los límites constitucionales de deuda, las sanciones automáticas por incumplimiento fiscal, o los eurobonos. Instrumentos cuya aplicación no depende necesariamente de la voluntad española, pero que España debería apoyar y utilizar. Molins describe la situación del sistema financiero como el problema de la Santísima Trinidad: «no es posible mantener un precio alto para las carteras de crédito privado mientras el sistema financiero deba a la vez provisionarse adecuadamente, recapitalizarse y despalancarse. Algo debe ceder». Su propuesta es que el regulador del sistema financiero español debe adoptar una posición más agresiva con las provisiones bancarias. Si esto obliga a recapitalizar a los bancos españoles, bienvenido sea porque dará confianza y permitirá la recuperación del crédito.

### 3. LOS CAMBIOS INSTITUCIONALES NECESARIOS EN LA GOBERNANZA EUROPEA

La tercera parte de este libro incluye varios artículos sobre cómo arreglar los fallos institucionales en el diseño del euro que la crisis actual ha convertido en insostenibles. Fallos que eran sobradamente conocidos, tanto en el mundo académico como político, pero que la complacencia con el éxito inicial del proyecto europeo llevó a posponerlos sine die, sobre todo porque exigen voluntad política, liderazgo y sinceridad ante los ciudadanos europeos. Lo más significativo de este apartado es que existe un alto grado de coincidencia entre los distintos autores, con los matices, urgencias y enfoques particulares. Porque todos ellos coinciden en que el euro está ante su encrucijada definitiva; una encrucijada que exige mayor integración fiscal, financiera y política si se quiere evitar que la Unión Monetaria Europea sea nada más que una anécdota histórica. En esa tesis básica coinciden financieros, académicos y analistas, españoles y europeos. Si la coincidencia era grande antes del último episodio de esta crisis, Italia, es hoy aún mayor si cabe, aunque permanezcan discrepancias menores sobre la importancia del papel que pueda jugar el Banco Central Europeo en la solución definitiva al problema estructural del euro. Todos los autores subrayan la necesidad de reformular los tratados constitutivos, pero son también conscientes de la dificultad política que ello entraña y de la práctica imposibilidad de hacerlo en un tiempo que sea relevante a efectos de esta crisis. Por eso, todos entran también en la propuesta de medidas transitorias mientras se alcanza el inevitable Federalismo Europeo, en cómo engrasar el período de transición al nuevo escenario de una Unión Federal Europea y en la profundidad necesaria de la misma.

En el primer artículo de este apartado, **Guillermo de la Dehesa**, presidente del *Centre for Economic Policy Research*, transita desde una profunda crítica a la historia reciente de la Unión Monetaria al optimismo sobre su futuro en una Unión Federal Europea. Empieza con una afirmación rotunda, «las instituciones de la Unión



Europea no estaban preparadas para gestionar una verdadera unión económica y monetaria». Pese a saber que la Unión Monetaria no cumplía los cuatro requisitos básicos de un área monetaria óptima<sup>7</sup> (movilidad laboral, integración comercial, flexibilidad de precios y salarios y un fondo de estabilización común), los fundadores del proyecto siguieron adelante bajo el supuesto de que estas condiciones eran endógenas, que la propia dinámica económica con una moneda única acabaría conduciendo inexorablemente a ellas. Este optimismo constituyente, alimentado por diez años iniciales de indudable éxito, condujo al incumplimiento sistemático de las normas subsidiarias que el Tratado sí incluía, (fundamentalmente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) y a su posterior flexibilización cuando fue conveniente a los intereses de los grandes Estados. Cuando la crisis acabó golpeando el euro, el déficit presupuestario medio del área alcanzaba el 6% del PIB y la deuda el 85%. La crisis puso en evidencia los fallos en el diseño que durante años se quisieron deliberadamente ignorar y también, ¿por qué no decirlo?, una nefasta gestión política de la misma. Como afirma con rotundidad de la Dehesa, «todas las decisiones del Consejo de la Unión han empeorado la situación. La nefasta gestión del caso griego ha producido una crisis soberana en países solventes (Irlanda, Portugal, Italia, España) y además una nueva crisis financiera y bancaria que amenaza con conducir a una nueva recesión global».

Poner fin a esta situación es urgente y exige reformas institucionales profundas: creación de un Tesoro Europeo independiente de los Estados Miembros y responsable únicamente ante el Parlamento Europeo para construir una política fiscal única a largo plazo y sustituir progresivamente los actuales bonos nacionales por eurobonos; permitir que el BCE sea un verdadero prestamista de última instancia pudiendo incluso prestar directamente al Tesoro Europeo; convertir al

Fondo Europeo de Estabilidad Financiera en un banco –lo que le permitiría apalancarse y solucionar así su problema de tamaño–, y cuya actividad aseguraría la primera pérdida de las deudas nacionales en caso de impago y actuaría también como garantía explícita de los depósitos bancarios europeos; convertir a la Autoridad Bancaria Europea (EBA) en el supervisor único de todos los bancos europeos con actividad transnacional; y, finalmente, para que estas reformas tengan legitimidad democrática, hay que transformar el Parlamento Europeo modificando su composición para hacerlo proporcional a la población de los distintos Estados Miembros y homogeneizar los sistemas electorales. Todo un proyecto Constitucional para el Área Euro cuya ambición supera ampliamente los cambios previstos en la Cumbre de diciembre de 2011 y cuyo contenido dista mucho incluso de estar hoy en la agenda política. Un proyecto que de ser condición necesaria para la garantía de supervivencia del euro, arroja serias dudas sobre el inmediato futuro. Un futuro que se antoja pues lleno de interrogantes y dificultades.

**Karel Lannoo**, director ejecutivo del Centre for European Policy Studies, adopta un enfoque más pragmático y posibilista. Comienza describiendo las reformas puestas en marcha en la Unión Europea como respuesta a la crisis del euro; medidas preventivas y correctivas conocidas como el paquete a seis de la gobernanza macroeconómica, el pacto euro plus, y los informes del grupo Van Rompuy. Medidas que tras muchas incertidumbres y vacilaciones, son el armazón de las decisiones de disciplina fiscal y gobernanza económica adoptadas en la Cumbre de diciembre. Medidas que el autor califica de avances decididos hacia el federalismo fiscal, aunque un federalismo asimétrico donde los países deudores se ven obligados a aceptar imposiciones a sus políticas fiscal y estructural por parte de los países acreedores mientras que estos últimos siguen gozando de plena libertad económica por la ausencia de la Comisión como actor relevante en la nueva estructura de decisión económica. Un cuasi federalismo que sin embargo entiendo está lejos de poder calificarse de unión

<sup>7</sup> Tal y como fueron definidos originalmente por Mundell (1961) y desarrollados por MacKinnon (1966) y Kenen (1966).



de transferencias porque no hay garantía de mutualización de la deuda pública de los distintos Estados, ni siquiera de las de los diferentes bancos. La cuestión relevante es que en opinión de Lannoo, estos acuerdos no son suficientes para asegurar la sostenibilidad de la Unión Monetaria, ni existen mecanismos para asegurar su cumplimiento. Por eso propone algunos cambios adicionales en lo que define como una agenda pragmática: extender el mandato del BCE para incluir la estabilidad financiera; una aplicación estricta del nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento con una personalidad elegida por el Parlamento Europeo como máximo responsable; un fondo de garantía de depósitos europeo y un mecanismo único de resolución bancaria. Concluye proponiendo una agenda federalista aún más amplia que incorpora incluso la integración de los mercados laborales, la armonización de los sistemas de pensiones y un mayor nivel de igualación de los sistemas impositivos.

Toda una ambiciosa agenda para construir los auténticos Estados Unidos de Europa; una agenda tan amplia como polémica y no toda ella necesaria para sostener la Unión Monetaria. Una agenda que es fiel a una forma de entender Europa, la de los federalistas centroeuropeos, que ven el euro como la oportunidad para conseguir su sueño. Pero un sueño que puede dividir al continente, como de hecho ya ha sucedido con la actitud del Reino Unido en la última Cumbre, y lo que es peor puede conducirle a la frustración porque está lejos de responder a un sentimiento o un mandato popular. Tan peligroso para la estabilidad económica y política de euro es en mi opinión quedarse corto como pasarse de frenada en la construcción cuasifederal.

**Luis Garicano y Tano Santos**, profesores en la London School of Economics y Columbia Business School respectivamente, adoptan un enfoque analítico y no institucional para llegar a conclusiones parecidas; la unión monetaria está agotada y Europa se enfrenta a una crisis existencial. Ha de decidir con urgencia un cambio radical en su diseño institucional o será el final de la Eurozona. La crisis europea, si bien hunde sus raíces en la crisis financiera americana es sus-

tancialmente distinta, precisamente porque el tamaño de los bancos afectados en relación al PIB nacional es simplemente inmenso y porque el intento de socializar pérdidas y rescatar a los bancos requería no solo un esfuerzo fiscal enorme sino que «el endeudamiento era real, no nominal», porque se daba en una moneda que no estaba bajo control nacional sino en una institución externa, el BCE que además tiene conocidas peculiaridades institucionales. Cualquier solución duradera requiere contemplar y dar respuesta a tres escenarios diferentes pero concurrentes: acabar con el status quo de inestabilidad y rescates sucesivos, convencerse de la imposibilidad de unión fiscal sin condiciones que aseguren su viabilidad y eliminen el problema del *free rider*, y evitar el abandono del euro que sería catastrófico. Una Eurozona viable exige, en opinión de ambos autores que representan un amplio consenso académico, un Fondo de Garantía de Depósitos Europeo, un mecanismo europeo de resolución bancaria incluyendo un marco común de supervisión, y un mecanismo de endeudamiento conjunto que asegure la eliminación de incentivos para la acumulación de riesgo soberano en la cartera de los bancos.

A desarrollar esta última conclusión, sin duda la más novedosa, dedican Garicano y Santos el resto de su artículo. Tras pasar revista a las diferentes propuestas de eurobonos que han proliferado últimamente, ofrecen la suya propia<sup>8</sup>. En resumen, la Agencia de Deuda Europea, ADE, compraría bonos soberanos de los distintos países miembros en una proporción determinada de antemano; bonos que utilizaría para emitir dos tipos de obligaciones. Unos bonos europeos, seguros y líquidos que denominan *ESBies* y que actuarían como un tramo senior con garantía solidaria y un segundo tipo de obligación, formado por el tramo subordinado de la cartera de bonos, cuyo precio reflejaría la posibilidad de que un Estado Miembro, que continuaría siendo

---

<sup>8</sup> Una propuesta presentado por el grupo *Euronomics* del que los autores son miembros y que puede encontrarse con detalle en su página web, [www.euro-nomics.org](http://www.euro-nomics.org)



soberano, fuera incapaz de honrar la totalidad de sus deudas. Un procedimiento ingenioso de *risk-pooling* que evitaría tener que cambiar los Tratados y no forzaría la tributación conjunta. Un mecanismo transitorio para el que bastaría con algunos cambios regulatorios en los estatutos del BCE para otorgar trato preferencial a los *ESBies* en sus operaciones de descuento y con que Basilea III aceptase darles una ponderación cero y no dársela automáticamente al resto de bonos soberanos europeos. Pero un procedimiento no exento de riesgos, pienso, porque los bonos senior podrían sencillamente cotizar en la media ponderada de las cotizaciones actuales y no como el bono alemán hoy, y lo que sería más grave, podría forzar al impago automático de los bonos subordinados al ser despreciados por los inversores que los podrían equiparar a bonos emergentes basura y les castigarían con una prima simplemente impagable.

**Jesús Sánchez-Quñones** y **Juan Carlos Ureta**, de Renta4 y la propia Fundación de Estudios Financieros, analizan la crisis desde otra óptica, desde el punto de vista de los mercados financieros. La tesis central es original y no exenta de polémica, los inversores nunca han cuestionado el euro –por lo menos hasta muy recientemente cuando en diciembre fracasó una subasta alemana, y después de que ellos escribieran su contribución– sino algunos activos denominados en euros (primero la deuda soberana de los llamados periféricos y luego los bancos de toda la Zona euro). Nunca se ha cuestionado el mantenimiento de la Unión Monetaria sino la permanencia de algunos países dentro del euro y la solvencia consiguiente de algunos bancos por su exposición a los mismos. Tesis que avalan con profusión de datos sobre la cotización del euro y con el rendimiento de la deuda alemana que ha actuado como un activo refugio. Sin embargo tal dinámica no era sostenible –los hechos últimos parecen darles la razón– y ha desembocado en una auténtica crisis financiera de forma tal que la recapitalización de la banca europea es ahora parte inevitable de la recuperación. Y concluyen, la salida de la crisis hace inevitable algún tipo de federalismo fiscal, «con la emisión de eurobonos

como fórmula de financiación conjunta para la zona», de no hacerlo así el riesgo de ruptura del euro es máximo.

#### 4. LA RESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA Y OTRAS SALIDAS NO CONVENCIONALES

La cuarta parte del libro está dedicada a la reestructuración de la deuda soberana, intentando aportar información y análisis útil para un evento siempre traumático y al que los países europeos, los industrializados en su conjunto, no están acostumbrados. Por ello se parte de los antecedentes más próximos y conocidos, la reestructuración de la deuda latinoamericana en los ochenta; se analizan sus peculiaridades jurídicas y sus implicaciones económicas. Por último, se discute una hipotética devaluación como una falsa alternativa a la reestructuración.

**Luis Linde**, Técnico Comercial y Economista del Estado, hace un poco de historia y nos explica el Plan Brady que puso fin a la década perdida latinoamericana. Es un precedente relevante porque de él surgieron procedimientos innovadores como el perdón parcial de la deuda, y soluciones originales como las cláusulas de acción colectiva que se han venido utilizando desde entonces y se han aplicado con variaciones en el caso griego. Hasta entonces, el enfoque tradicional del problema de la deuda soberana era el alargamiento de los plazos de amortización, y no fue hasta el plan Baker que los períodos de gracia se incluyeron en el armazón de políticas disponibles. Pero hasta que los deudores se organizaron en una especie de cartel, el llamado Consenso de Cartagena, no hubo avances significativos en la modificación de las condiciones contractuales, en la concesión de descuentos o quitas. En 1989 el gobierno norteamericano ofrece a Argentina, y posteriormente lo extiende a otros muchos países, un plan que apoya acuerdos voluntarios de reducción de deuda e incorpora financiación adicional de los organismos internacionales, en concreto el FMI, a esos países para implantar reformas de mercado y adquirir ins-



trumentos financieros que sirvan de garantía de los nuevos créditos. Con este plan, «la teoría y la práctica de la restructuración de la deuda soberana pasa de un enfoque de liquidez a otro de solvencia, de balance financiero del sector público deudor y de dinámica de la deuda». Surge así el problema de la sostenibilidad de la deuda como un concepto clave en cualquier acuerdo. Un concepto que domina el debate actual y centra parte del análisis técnico en la consecución de un necesario superávit primario. Pero que al hacerlo, en nuestra opinión, pone el dedo en la llaga de la distribución del ajuste entre acreedores, deudores públicos o privados, y contribuyentes del país en cuestión. Trilogía de interesados a la que en el caso europeo hay que añadir un cuarto afectado potencial, el contribuyente europeo no nacional del país en crisis.

**Rosa Rodríguez**, *off-counsel* de Baker and McKenzie, analiza los aspectos legales de la restructuración subrayando la limitación de los mecanismos jurídicos de que dispone el acreedor para lograr que el deudor cumpla sus obligaciones contractuales y la inexistencia de un marco jurídico concreto que regule la restructuración colectiva de la deuda soberana. Si bien es cierto que no existen en las legislaciones nacionales de los países avanzados excepciones que permitan al Estado modificar unilateralmente sus obligaciones contractuales como deudor soberano, la inmunidad de jurisdicción impide al Estado ser demandado o sometido a juicio en otro Estado, y la inmunidad de ejecución impide que los bienes del Estado extranjero puedan ser objeto indiscriminado de medidas coercitivas. Aunque la interpretación predominante ha ido derivando hacia una inmunidad restringida en ambos casos, restringida a actuaciones específicas fuera del ámbito de lo mercantil, lo cierto es que el mayor problema de los acreedores que recurren al litigio no es lograr que el Tribunal reconozca su derecho, sino la ejecución de ese fallo, al ser muy limitadas las ocasiones en que un tribunal extranjero ha adoptado medidas cautelares sobre bienes del deudor situados en su territorio. Así pues, «en la práctica, los acreedores que acuden a la vía judicial no obtienen mejores resultados que los que

han llegado a un acuerdo voluntario de restructuración con el deudor soberano». Este hecho explica que sin existir procedimiento regulado alguno, ni de obligado cumplimiento, estos acuerdos entre país deudor y acreedores dispersos sean tan populares y tan escasos los acreedores que los impugnan, los llamados fondos buitres que esperan obtener un fallo favorable y ejecutable comprando los activos fallidos a descuentos muy importantes.

**Ángel Ubide**, de Tudor Investment y el Peterson Institute of Economics, adopta un enfoque radicalmente diferente al considerar que «la decisión de las autoridades europeas de involucrar al sector privado en la financiación del paquete de ayuda a Grecia ha creado una duda fundamental sobre la voluntad y la capacidad de los gobiernos europeos de pagar sus deudas». Como apoyo de esta tesis muestra que los spreads de España se hicieron insostenibles no con el rescate de Grecia en febrero sino cuando se aprobó el EFSF en mayo. Una decisión que ha convertido los mercados de deuda soberana europea en mercados de crédito, una transformación fundamental que hace pro-cíclica a la política fiscal y acelera la recesión, y adicionalmente deteriora la estatura geopolítica de la Zona Euro. En estas condiciones, los países periféricos han caído en un *sudden stop*, un frenazo brusco y repentino de la financiación exterior, que se traduce en un aumento significativo de la preferencia por la liquidez. Es más, Ubide llega a afirmar que la Zona Euro ha dejado de funcionar como tal al cortarse los flujos internos, transnacionales pero europeos, de financiación. Para cambiar el sentimiento del mercado el autor pide explícitamente un pronunciamiento formal que aclare definitivamente que ningún país va a salir del euro, algo que tímidamente se intentó hacer en diciembre; la creación de un Consejo Fiscal con derecho de veto sobre los presupuestos de los países que estén en procedimiento de déficit excesivo, lo que permitiría la emisión de eurobonos, algo parecido a lo aprobado en ese mismo Consejo pero sin eurobonos; y dejar de hablar de la recapitalización de los bancos europeos como consecuencia de la crisis soberana, porque eso equiva-



le a reconocer que son activos de riesgo, mensaje que la EBA no ha hecho suyo aunque ha suavizado en tono. La lectura de este artículo deja una sensación amarga porque pone de manifiesto que la Unión Europea ya ha llegado tarde para evitar convertir su deuda pública en activo de riesgo, no acaba de entender la naturaleza de la crisis y sigue adoptando en Cumbres europeas posteriores a la redacción de este artículo, muchas decisiones que pueden ser contraproducentes. La Europa periférica, un término impreciso que cada semana incluye nuevos países, se ha convertido en una economía emergente y su deuda periférica en un activo de riesgo. Revertir esa tendencia no será rápido ni sencillo. Requerirá capital político, financiación de los Estados solventes y conocimiento de mercados para incluirlos en la solución.

Un libro sobre la crisis del euro no podía terminar sin estudiar las posibles consecuencias de una ruptura traumática de la Unión Monetaria. Por eso le pedimos a **Eduardo Levy**, profesor de la Universidad Torcuato di Tella y colaborador de la Brookings Institution, que escribiera un artículo sobre el camino de la devaluación desde la experiencia argentina, aún conscientes de que los paralelismos son solo limitados. Sus conclusiones son de lectura obligatoria para los que creen en una salida sencilla del corsé monetario. «Una salida del euro solo puede ser contemplada como último recurso, en ausencia de una unión fiscal con riesgo soberano solidario y gestión centralizada del crédito público». La deseurización conllevaría necesariamente la suspensión de pagos externos del país en cuestión, la quiebra de su sistema bancario, la imposición de controles de capital y de restricciones de liquidez significativos. Más aún, en los países europeos no hay razones para confiar en una devaluación expansiva porque no son países exportadores de productos primarios (*commodities*) y por sus impactos redistributivos entre distintos segmentos de la población. «La única razón para salir del euro sería eliminar de cuajo el problema de la deuda externa», pero habría que preguntarse si no hay alternativas menos costosas, como la reestructuración negociada con un considerable descuento

de la deuda. Eso parecen haber entendido todos los países europeos, aunque es cierto que después de haber coqueteado con el abismo durante demasiado tiempo. Por eso están dispuestos a soportar importantes costes con tal de mantenerse en la Euro Zona. Costes económicos, en términos de actividad y empleo, y costes políticos. Porque si ajustarse y cumplir las estrictas condiciones de pertenencia a una moneda común dominada por la estabilidad alemana es duro, más frío hace fuera.

## 5. UN DECÁLOGO DE CONCLUSIONES

La crisis de la deuda soberana europea es compleja y debe abordarse desde numerosas perspectivas complementarias, políticas y geopolíticas, macro y microeconómicas, de balanzas fiscales, de Balanza de pagos y de balances financieros, desde la óptica legal y desde la operativa de los mercados. Todas ellas se han intentado cubrir en este libro y hacer un resumen operativo es difícil por injusto y por simplificador y porque los autores no siempre coinciden entre sí. Pero se ha intentado a modo de decálogo a tener en cuenta; un decálogo salpicado inevitablemente de preferencias propias.

1. Es una crisis de la Unión Monetaria Europea y habría de producirse antes o después. El diseño institucional del área euro estaba incompleto y no disponía de instrumentos para evitar la acumulación de desequilibrios internos: fiscales, de crédito o de déficit exterior. Más aún, los escasos instrumentos de que disponía, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la política financiera macro prudencial, fueron ignorados deliberadamente o simplemente no fueron desarrollados convenientemente. Se pecó de complacencia en los años buenos y el ajuste será ahora necesariamente mayor.

2. Su solución exige cambios políticos e institucionales y cambios en la forma de organización económica en el área euro. El Consejo de la Unión ha dado pasos tardíos y tímidos en la dirección correcta pero serán necesarias nuevas reformas. A medio plazo un cambio en los Trata-



dos parece inevitable, pero mientras llega habrá que extremar la creatividad en la búsqueda de soluciones políticas operativas porque los mercados financieros no pueden esperar. Los cambios habrán de afectar a la gobernanza fiscal y monetaria, a los procedimientos de toma de decisiones, a la disciplina fiscal y a la actuación y mandato del propio Banco Central Europeo. El procedimiento comunitario habrá de reforzarse, aunque las decisiones hasta ahora adoptadas apuntan más hacia acuerdos intergubernamentales que refuerzan el control de la Zona Euro por parte de su núcleo duro. Estas soluciones asimétricas son políticamente insostenibles en una Europa democrática.

3. El mantenimiento de la Unión Monetaria exige mayores niveles de coordinación fiscal para evitar las externalidades que la crisis ha puesto en evidencia. La disciplina fiscal no puede imponerse ex post mediante sanciones; por muy automáticas que éstas pretendan ser nunca serán creíbles salvo que se acepte la sanción última, la potencial expulsión del área euro de los incumplidores sistemáticos y recalcitrantes. Pero incluso ésta posibilidad es contraproducente, pues su mera existencia no permitirá reducir los diferenciales de la deuda de países en dificultades a niveles sostenibles y puede por tanto convertirse en una profecía autocumplida. La Unión necesita reglas preventivas que eviten la acumulación de déficits públicos antes de que estallen. Esa reglas solo pueden traducirse en una especie de aval a los presupuestos nacionales previo a su aprobación por los respectivos Parlamentos nacionales. La concesión de este aval debería traducirse en una garantía solidaria europea de financiación.

4. Cumplir las reglas fiscales tiene que tener la contrapartida de la protección conjunta. Algún grado de mutualización de la deuda europea emitida en cumplimiento de los objetivos fiscales europeos es no solo deseable sino inevitable. No hay Unión política que funcione sin un elemento de solidaridad sin un acierto nivel en transferencias. Solo así sería posible conseguir el apoyo social y político a una cesión de soberanía semejante a la que se plantea para hacer viable la

Unión. Pero la ingeniería financiera, manifestada en formas creativas de eurobonos para la deuda futura, no evita la necesidad de una decisión previa: qué hacer con el problema heredado; cómo resolver el exceso de deuda de algunos países. La asunción de pérdidas para los acreedores es tan inevitable como el ajuste fiscal para los países deudores y ha de ser previo –y su cumplimiento garantizado– a la petición de participación del contribuyente europeo.

5. El alumbramiento de una nueva Unión Monetaria habrá necesariamente de coexistir con la intervención más o menos explícita de algunos países durante un cierto tiempo. Conviene por tanto que las reglas de esta intervención sean claras, transparentes y comunes para todos. En este sentido, es urgente no solo ampliar el Fondo Europeo de Estabilidad –en sus dos versiones de fondo transitorio, el EFSE, y permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad– sino sobre todo precisar sus modalidades de financiación y acceso. Las condiciones y compromisos que asumen los países que a él accedan no pueden estar sujetas a negociaciones bilaterales ad-hoc. Parte constitutiva de este nuevo marco de reglas de juego es la eventual participación del Fondo Monetario Internacional en los mecanismos europeos de solidaridad y rescate. Participación que urge definir y precisar para acabar con el efecto estigma tradicionalmente asociado al mismo.

6. La coordinación fiscal ha de respetar el principio de subsidiariedad. Cada país debe ser soberano para alcanzar los objetivos fiscales acordados solidariamente por los Estados Miembros de la forma que considere más oportuna y acorde a sus objetivos. La razón última de la necesaria coordinación fiscal no es la reparación ni el afán justiciero, sino limitar la externalidades, evitar hacer recaer costes imprevistos sobre el contribuyente europeo no nacional. A estos efectos, solo son relevantes el tamaño del déficit público –primario y global–, el tamaño y evolución de la deuda y el crecimiento del gasto nominal. Magnitudes éstas que son siempre controlables por el gobierno de turno, con mayor o menor coste político, y que pueden alcanzarse con combina-





ciones de ingresos y gastos públicos muy diferentes. Cada país debe permanecer libre y autónomo para elegir su estructura fiscal y sus preferencias de gasto. No hay modelos superiores, sino que estos responden a las preferencias sociales y a las circunstancias y realidades económicas y productivas de cada país.

7. Europa está endeudada en exceso. Ha disfrutado de una prima de credibilidad que le ha permitido pensar que se había liberado de la restricción externa y que la financiación estaba siempre garantizada. Pero ese plus de credibilidad ha desaparecido de manera irreversible. Por la crisis financiera internacional, por errores propios en la gestión de la propia unión monetaria y también por razones estructurales de fondo que tienen más que ver con la globalización y con la pérdida de peso económico en el mundo. Esta realidad implacable obliga a la consolidación fiscal y a la reducción de la dependencia del ahorro externo, aún antes de tener en cuenta las importantes contingencias derivadas del envejecimiento de la población. Deberíamos por tanto hablar menos de crisis y más de un nuevo escenario que exige nuevas respuestas políticas, bancarias y empresariales, porque sencillamente habrá menos capital disponible para toda Europa. Aún menos para la Europa periférica, que nos guste o no se ha convertido en una nueva clase de activo cuya base inversora habrá que definir, mimar y alimentar.

8. La Zona Euro comparte una moneda y una política monetaria común pero no es un espacio financiero integrado. Dar pronta respuesta a ese fallo de diseño es parte constituyente de la solución a la crisis del euro y contribuiría a evitar el bucle melancólico de crisis financiera – crisis soberana. Los pasos dados hasta ahora, los dos ejercicios de stress test bancarios y la recapitalización forzosa de la banca para cumplir el ratio del 9% de capital junto con la decisión de castigar las tenencias bancarias de deuda soberana, son pasos erráticos y discutibles. El camino obvio está escrito y hay amplio acuerdo. Hace falta desnacionalizar la política de regulación y supervisión financiera centralizándola en alguna agencia europea, sea el BCE, la EBA o incluso el EFSF; establecer un mecanismo europeo único de intervención, reso-

lución y liquidación bancaria que evite la competencia desigual, el arbitraje regulatorio y la defensa de los campeones nacionales; y crear con urgencia un mecanismo europeo de garantía de depósitos con financiación, cobertura y gestión europea. Con la crisis, el espacio financiero europeo ha dejado de existir o se ha visto seriamente dañado; ha desaparecido el mercado interbancario y la financiación empresarial se ha vuelto a nacionalizar. Poner fin a esa tendencia explosiva obliga a acelerar la agenda financiera única. Resulta sorprendente la resistencia a ceder soberanía en un ámbito tan alejado de las preocupaciones electorales de los ciudadanos, lo que alimenta el escepticismo respecto a un proceso dominado por élites que se resisten a ver mermado su poder.

9. El Banco Central Europeo, con su decisión de garantizar liquidez ilimitada a tres años, ha accedido finalmente a convertirse en prestamista de última instancia del sistema financiero europeo, como era su obligación y como hace todo banco central moderno. Pero entendemos que extender esa función a los deudores soberanos –a los gobiernos del área euro y por qué no ya puestos a los entes subnacionales como Comunidades Autónomas o Ayuntamientos- para garantizar no solo su liquidez sino la solvencia de los mismos o la de todas y cada una de las instituciones financieras del área euro, sería un trágico error. El BCE tiene un papel muy importante que jugar para financiar la transición, para asegurar que la impaciencia de los mercados no acaba con el proyecto de construcción europea mientras se aplican las decisiones que darán lugar a una Unión Monetaria que se parezca más a una área monetaria óptima. Pero al hacerlo no puede ni debe arruinar su credibilidad, ni renunciar a su naturaleza. El BCE es heredero legítimo del Bundesbank por decisión colectiva, no por imposición, porque se entiende que la estabilidad monetaria y financiera es la principal contribución de la autoridad monetaria a la estabilidad y el crecimiento económico. No debe renunciar a ello y nunca los alemanes aceptarían que lo hiciera, conviene no olvidarlo cuando se le pide lo imposible.

10. La sostenibilidad de la deuda europea es en última instancia un problema de crecimiento,



como sabe todo el que haya tenido que enfrentarse alguna vez a un problema de esta naturaleza. Solo si Europa, si los países de la Europa periférica hoy y los centrales mañana, son capaces de crecer superarán sus problemas de credibilidad, capacidad y voluntad de pago y el euro gozará de la estabilidad definitiva; solo entonces se dejará de hablar de su supervivencia y los diferenciales volverán a niveles razonables que nunca serán los mismos niveles irracionales de antes de la crisis. Crecer requiere reformas que aumenten el producto potencial y no más gasto público. La dicotomía ajuste o expansión es falsa; la realidad inevitable es ajuste más reformas. En todos los países periféricos, y con más intensidad en aque-

llos que tienen un problema de competitividad como España, el ajuste necesario para devolver la credibilidad a las cuentas externas conlleva al menos una parte tan importante de reformas productivas como de ajuste fiscal. Esta es la última y definitiva lección de la crisis, si una economía deja de crecer se agravan todos los problemas y las dudas sobre su capacidad de pago serán inevitables. Más aún en una Unión Monetaria donde no existen las salidas falsamente expansivas a corto plazo como la devaluación.

Fernando Fernández,  
*Madrid, 20 de diciembre 2011*

**PARTE I.**

**PROBLEMAS CONCEPTUALES**





## EL CONTAGIO ECONÓMICO Y FINANCIERO: CONCEPTOS BÁSICOS

Juan José Toribio

Obviamente, el vocablo «contagio», introducido en la economía hace poco más de una década, y popularizado en años recientes, procede del ámbito de la medicina. En términos de razonamiento económico, trata de aplicarse a aquellas situaciones en las que desequilibrios financieros, de balanzas de pagos, o de actividad productiva, originados en un país o área determinada, repercuten de forma significativa a otras economías que, en principio, no parecían presentar esos mismos problemas o, al menos, no en términos tan severos como eventualmente se manifiestan.

Con frecuencia, el término «contagio» provoca reacciones emocionales, no tanto entre los estudiosos y analistas de la economía, como entre las autoridades y organismos responsables del diseño e implementación de programas de política económica. Tal dimensión emocional parece obedecer a dos razones aparentes.

En primer lugar, el vocablo «contagio» se asocia a fenómenos negativos, como la enfermedad, la patología, o la epidemia, de forma que nunca parece utilizarse cuando lo transmitido se refiere a aspectos positivos como, en términos económicos, podría predicarse de la inversión, la tecnología o el empleo. En segundo término, el vocablo «contagio» permite atribuir al exterior las culpas y responsabilidades de cualquier desequilibrio manifestado en una economía. Los problemas económicos que puedan sobrevenir no son, así, atribuibles a disfunciones internas o a políticas equivocadas diseñadas en el propio país, sino a una perturbación exterior, de la que las autoridades domésticas no se consideran en absoluto res-

ponsables. Más aún –se argumenta– el peso del ajuste y los costes sociales derivados del mismo, deben recaer sobre los auténticos causantes (por supuesto, extranjeros) de la crisis. Por razones del mismo tenor, se insiste en que han de ser los organismos internacionales, y no los gobiernos de los países «contagiados» quienes se encarguen de diseñar y aplicar soluciones eficaces al problema.

La carga negativa del término, la atribución de responsabilidades a países y gobiernos extranjeros, la apelación a instituciones supranacionales, y la insistencia en reclamar ajustes en el exterior (minimizando los costes sociales internos) son reacciones que acompañan a casi todos los procesos de contagio económico y financiero. Esta dimensión emocional –a veces, intensa– tiende a desvirtuar el análisis cuando éste se sitúa en el terreno del debate político y, en consecuencia, a distorsionar las conclusiones del mismo. Resulta, por ello, conveniente formular «ab initio» una llamada de atención sobre el problema y esforzarse por limitar el fenómeno al ámbito de la mera racionalidad económica, por aparentemente fría que, en ocasiones, resulte.

Lo cierto es que el término «contagio» no se ha incorporado al debate económico general hasta muy recientemente. De hecho, no aparece en casi ninguna publicación de la literatura económica anterior a 1997. Ciertamente, se reconocían y analizaban interacciones e influencias



mutuas entre las distintas economías del mundo. Como resultado, en los manuales intermedios de Economía se añadía –casi siempre en las páginas finales– una extensión de los modelos básicos a las circunstancias de las economías «abiertas», reconociendo las particularidades que tal condición podía añadir a lo expuesto en los capítulos anteriores. El análisis más profundo de las posibles conexiones internacionales quedaba reservado a los estudios de economía avanzada, pero ni siquiera en ellos el «contagio» aparecía como cuestión diferenciada, que mereciera un análisis especial. Por supuesto, los medios de comunicación permanecieron siempre ajenos al fenómeno.

Un precedente inmediato a la preocupación por los fenómenos de contagio puede, quizá, encontrarse, en la discusión suscitada por la crisis económica que venía manifestándose en Méjico desde los primeros años noventa, y que terminó por estallar a finales de 1994 y principios del 95. Un intenso recelo hacia el exagerado déficit exterior del país, y el consiguiente temor a la fuerte devaluación del peso, provocaron intensas salidas de capitales, tanto domésticos como extranjeros, hasta generar el colapso de la economía mejicana. Pronto se advirtió, sin embargo, que el fenómeno no se detenía ahí. En paralelo a la crisis mejicana, los inversores parecían manifestar inquietudes del mismo sentido hacia otras economías de Latinoamérica –en especial, la argentina– aunque sus parámetros económicos no coincidieran exactamente con los observados en el caso de Méjico. Ello determinó, en los países así afectados, salidas inesperadas de capital, con los consiguientes problemas económicos y financieros. A esta inesperada extensión colateral de la crisis mejicana a otros países del área se le denominó «efecto tequila», una expresión periodística que hizo fortuna en su época, pero que quizá no llegó a provocar, en ámbitos académicos, una preocupación inmediata por el análisis del proceso, como fenómeno claramente diferenciable de otras interacciones observadas en el pasado.

Cuatro años más tarde, la crisis financiera de Brasil –no inferior, en su intensidad, al precedente mejicano– amagó también con extenderse

a otros países de la zona, por lo que algunos observadores no tardaron en utilizar la expresión «efecto caipirinha», tratando de establecer un obvio paralelismo con los efectos colaterales generados por la crisis de Méjico. Esta referencia a la bebida brasileña no llegó a alcanzar, sin embargo, la popularidad de la relativa al licor mejicano, por una simple razón: los analistas económicos habían ya acuñado, dos años antes, otra expresión («**contagio económico y financiero**»), aplicable a las crisis en cadena manifestadas a lo largo del Asia Oriental, colocando este tipo de fenómenos en el centro de la discusión política, y provocando una sorprendente variedad de estudios y publicaciones sobre la materia. Quedó, así, abierto un nuevo campo para el análisis académico y la discusión política, con tal vigor, que apenas hay otro fenómeno económico que haya merecido más atención en la primera década del siglo XXI.

Todo empezó, pues, a finales de 1996, cuando los mercados financieros internacionales comenzaron a mostrar los primeros síntomas de inquietud respecto al desequilibrio exterior de Tailandia, uno de los países cuya economía venía atrayendo fuertes inversiones extranjeras, como prototipo e icono de las ventajas asociadas a las economías «emergentes». En Julio de 1997, y ante insistentes salidas de capital, el gobierno tailandés se vio obligado a apelar al Fondo Monetario Internacional en busca de soporte financiero, procediéndose –por indicación del FMI– a una fuerte devaluación del baht y a un severo ajuste de la demanda interna.

En los meses inmediatamente posteriores, se registraron notables tensiones sobre el dólar de Hong Kong, cuyas autoridades monetarias venían aplicando un esquema de «currency board», o caja de conversión, similar al vigente en Argentina y otros países. Pero no fue en la ex-colonia británica, sino en Corea, donde inesperadamente se manifestó una situación casi idéntica a la de Tailandia, con fugas de capitales, fuerte devaluación del wong (Octubre de 1997) y pos-



terior colapso económico, rápidamente extendido a Indonesia, Malasia y Filipinas, sin que la velocidad e intensidad de la propagación permitieran reaccionar a los gobiernos ni a los organismos internacionales.

Unos meses más tarde (Agosto de 1998) el gobierno ruso declaró inesperadamente la imposibilidad de repagar su deuda externa a corto plazo, lo que añadió a las crisis asiáticas un elemento nuevo, que amenazaba a la propia arquitectura del sistema financiero internacional, hasta el punto de provocar la quiebra de varios mega-fondos, entre ellos, Long Term Capital Management, entonces considerado el buque insignia de la inversión colectiva en Wall Street. Los efectos de «contagio» (comenzó entonces a identificarse el fenómeno y a utilizarse el término) cruzaron el Océano y se manifestaron de forma inmediata en Méjico y Brasil. Sería este último país quien, en Enero de 1999, se viera obligado a devaluar seriamente el real y a llevar a cabo duros ajustes domésticos para evitar el colapso total de sus finanzas. Finalmente, la economía argentina, seriamente afectada por los episodios de Brasil, no pudo evitar una profunda crisis, que terminó estallando dos años después. Turquía (2001) puede quizá considerarse el último término en toda una serie de fenómenos desequilibradores.

Como era de esperar, esta vinculación de crisis económicas y financieras despertó el máximo interés no sólo –y por obvias razones– en instancias políticas, sino también en círculos académicos. El «contagio», término de inmediata aceptación, parecía sin embargo seguir pautas dispares en los distintos eslabones de la cadena. En su «World Economic Lecture», Sebastián Edwards (1999) ofreció una clara perspectiva del fenómeno, subrayando que los fenómenos descritos no ofrecían un patrón único, que explicara de forma definitiva el proceso de contagio. Las interrelaciones parecían obvias en algunos de esos episodios, como en el caso de los traumas experimentados por Argentina tras los ataques al «currency board» de Hong Kong, o tras la crisis de Brasil. Pero en otros casos, la reacción fue sorprendente y caótica: ciertamente dura o inesperadamente

suave. Así, las crisis asiáticas tuvieron (como era previsible) un impacto muy débil en la economía de Méjico, pero ese mismo país sufrió dura e inexplicablemente los efectos del lejano colapso de la deuda rusa<sup>1</sup> mientras, para sorpresa de todos, apenas fue afectado por la crisis de Brasil, que pertenecía a la misma área geográfica. Rusia, por su parte, no se incluye en el marco de las economías asiáticas, pero resultó gravemente afectada por los acontecimientos en esta zona, y extendió después su impacto al área latinoamericana, con la que no mantiene especiales relaciones.

Ni la proximidad geográfica ni afinidades estructurales parecían, pues, explicar los fenómenos en cadena, aunque la intensidad de éstos exigía un análisis riguroso, que permitiese afrontar en el futuro situaciones del mismo tenor. Nació, así, un interés académico por los fenómenos de «contagio» y, desde entonces, han visto la luz decenas de artículos y publicaciones que tratan de profundizar en la naturaleza, causas y características del fenómeno, así como de sugerir líneas de política económica para evitar sus efectos más negativos.

Pero ¿qué es exactamente «contagio»? No existe unanimidad académica en torno al concepto, cuando se aplica a fenómenos económicos. La mayoría de publicaciones sobre el tema se remiten, como punto de partida, a algunas de las definiciones propuestas por el Banco Mundial<sup>2</sup>, tomando aquélla que parece obedecer más fielmente al propósito del estudio del que se trate. El BIRD ofrece, en efecto, tres acepciones distintas del término «contagio», de acuerdo con la

<sup>1</sup> Como muestra del desconcierto entonces imperante, Sebastián Edwards (1999) puso en boca del entonces Secretario de Hacienda Mejicano, José Ángel Gurría, la siguiente afirmación: «Noventa por ciento de los mejicanos nunca han oído hablar de la Duma y, sin embargo, el tipo de cambio y la tasa de interés que condicionan su vida diaria están provocados por personas llamadas Kiriyenko, Chernomydrin y Primakov». Debo corroborar esta referencia de Edwards, pues me encontraba físicamente presente en la reunión del Comité Monetario y Financiero del FMI, donde Gurría pronunció tales palabras.

<sup>2</sup> Cfr: «econ.worldbank.org». Definitions of contagion.



mayor o menor amplitud que pretendamos asignarle al concepto.

- a) En la definición más amplia (hoy, prácticamente abandonada), «contagio» sería cualquier transmisión de fenómenos económicos de un país a otro, incluyendo efectos normales de desbordamiento («spillover effects»). El contagio podría tener lugar tanto en épocas de bonanza económica, como en aquéllas de dificultad y desequilibrio, aunque previsiblemente el término se usaría con más frecuencia en períodos de crisis.
- b) En el extremo opuesto, y como definición restrictiva, el BIRD apunta la posibilidad de limitar el uso del término «contagio» al incremento de correlaciones económicas entre países durante períodos de crisis, en relación con las existentes en tiempos tranquilos. Contagio resultaría, así, un concepto meramente diferencial, tendente a cero en la medida en que las coyunturas fueran normales.
- c) Como punto intermedio, y más operativo, el banco propone una tercera definición, de acuerdo con la cual, se consideraría «contagio» cualquier transmisión de perturbaciones económicas de un país a otro, más allá de las atribuibles a «vínculos fundamentales» entre ellos. A tal efecto, considera el Banco Mundial tres tipos de vínculos fundamentales:
  - c.1. Vínculos financieros, cuando dos o más economías se conectan a través del mercado de capitales. Como ejemplo típico— aunque cabrían muchos otros— se señala aquella situación en la que perturbaciones económicas o cambiarias del país A reduce el valor del colateral para préstamos con garantía de activos situados en él. Los deudores, así afectados, pueden verse obligados a

vender activos de los países B o C, propagando a éstos el shock económico de A. Obviamente la globalización financiera ha multiplicado este tipo de interrelaciones.

- c.2. Vínculos reales, cuando proceden de relaciones ordinarias asociadas a transacciones internacionales. Así, países que comercian entre sí, o compiten en los mismos mercados exteriores, pueden verse afectados cuando la depreciación de una de sus monedas (cualquiera que sea el trauma que la ocasionó) altera la posición competitiva de las restantes, propiciando una serie de devaluaciones destinadas a restablecer el equilibrio cambiario. Fenómenos similares podrían derivarse de vínculos asociados a los flujos de inversión directa extranjera.
- c.3. Vínculos políticos, derivados de acuerdos especiales entre países. Entre estas circunstancias, el BIRD cita la posible existencia de asociaciones o «clubs» de países con acuerdos cambiarios, de forma que cualquier perturbación depreciatoria en uno de ellos conllevaría devaluación en todos los demás. La crisis resultaría, así, «enclaustrada» entre los miembros del club, aunque no todos ellos hubieran experimentado el trauma inicial.

Aceptemos que la transmisión de perturbaciones y desequilibrios (económicos, financieros, o cambiarios) a través de esos vínculos fundamentales no ha de considerarse extraordinaria, sino una extensión normal de coyunturas por encima de fronteras políticas. ¿Cuándo, entonces, podemos hablar de «contagios» que constituyan eventos no explicados ya por la teoría económica convencional y que, en consecuencia, requieran análisis propios y modelos distintos? ¿En qué medida se trata de fenómenos nuevos, cuyo estudio sistemático vendría a ensanchar las fronteras del conocimiento económico?





El propio Edwards (2000), en línea con esta definición intermedia del Banco Mundial, propone restringir la expresión «contagio económico» a aquellas situaciones en las que la extensión e intensidad con que se transmite una perturbación, real o financiera, excede de cuanto era esperable «ex ante». El contagio es considerado, pues, como algo atípico, que supera cuanto podía ser razonablemente esperado por los participantes en los mercados. Un número considerable de otros analistas<sup>3</sup> han adoptado también este enfoque del problema.

Desde esta base, cabe teóricamente formular modelos que tomen, como variable a explicar, un vector de parámetros económicos (tipos de interés, tasas de cambio, déficits exteriores o fiscales, etc.) de determinado país o área y, como variables explicativas, los correspondientes vectores procedentes de países con vínculos fundamentales (según la descripción del Banco Mundial) en circunstancias de perturbación «normal», y calcular los oportunos coeficientes. Cuando, tras una crisis profunda, el comportamiento de la variable pretendidamente explicada exceda significativamente de lo justificado por el modelo (y sólo entonces) podríamos identificar la existencia de «contagio» y calibrar, tanto su intensidad, como sus características propias.

Han sido ya muy variados los intentos en ésta o parecida línea de investigación, con resultados desiguales. Como era esperable, la mayoría de ellos se enfrentan a serios problemas para modelizar correctamente el fenómeno, no sólo por la subjetividad que supone identificar tiempos «normales» *versus* circunstancias de crisis, sino también porque en muchas ocasiones resulta difícil elegir variables relevantes que no estén, a su vez, correlacionadas entre sí. Con todo, los trabajos analíticos sobre «contagio» continúan, y su publicación supone ya una porción considerable de la literatura económica generada en el cambio de siglo, especialmente tras el estallido (ya en 2007) de la llamada crisis *subprime* y su sorpren-

dente propagación a ámbitos de la economía global que resultaban muy distantes, tanto en lo geográfico como en lo estructural.

\*\*\*\*\*

Identificado el concepto de «contagio» como un elemento residual (aunque decisivo) respecto a las extensiones y desbordamientos explicables por «vínculos fundamentales», ¿cómo puede justificarse su aparición? ¿cómo explicar que se presente cada vez con mayor frecuencia? ¿cómo valorar su creciente intensidad?

Obviamente, el proceso de globalización económica y financiera ha incrementado la relación entre diversos países y mercados, ensanchando los canales de transmisión, mucho más allá de lo que hasta ahora se consideraban conexiones ordinarias. Vínculos financieros, reales y políticos, como los antes descritos, han resultado intensificados en el avance hacia la globalización. Ello resulta especialmente cierto respecto a los mercados de capitales y, en particular, respecto a la actuación de los inversores institucionales, que constituyen la columna vertebral de aquéllos. Su capacidad para movilizar en tiempo real masas de liquidez, hasta ahora impensadas, sitúa a las motivaciones, actitudes y reacciones de esos gestores en el centro de los estudios sobre «contagio». Sus comportamientos se modelizan, a veces, en términos de pura racionalidad económica, pero en otras ocasiones se recurre a campos científicos más inciertos, como los relacionados con la psicología de grupos, o el análisis del comportamiento de masas humanas. En la literatura más reciente se observa, incluso, un intento de vincular ambos enfoques (económico y psicológico), quizá como aplicación práctica de una tendencia ya apuntada, años atrás, en relación con otros problemas sociales.

En este sentido, el propio Banco Mundial (2) atribuye un papel básico, en los fenómenos de contagio, a la psicología de los inversores y, en particular, al llamado «comportamiento de rebaño». Advierte, sin embargo, el Banco que tal comportamiento no siempre resulta irracional o, al menos, no siempre parece desprovisto de algu-

<sup>3</sup> Cfr: Eichengreen, Rose & Wyplosz (1996); Kaminsky & Reinhart (2000) etc.



na coherencia intelectual. Diferentes mecanismos –afirma el BIRD– explican el comportamiento de rebaño de los inversores internacionales. Entre ellos, la literatura disponible subraya que ,con frecuencia, la «asimetría de información» juega un papel fundamental en estas reacciones gregarias de los mercados. La información nunca es gratis, y los inversores no siempre están dispuestos a asumir un alto coste para acceder a ella. Tratan, en consecuencia, de inferir el comportamiento futuro de precios de activos, basándose simplemente en las reacciones que observan en el resto del mercado. Los inversores faltos de información prefieren seguir, en su comportamiento, a aquellos otros que suponen buenos conocedores de la situación. Así, los mercados tienden a moverse al unísono. Más aún: muchos inversores parecen reconsiderar los riesgos de invertir fuera de sus fronteras cuando observan una crisis en uno o más mercados exteriores, sin tratar de incurrir en el coste necesario para informarse respecto a ellas. Simplemente «el extranjero», en sentido genérico, resulta más arriesgado que antes. Este tipo de reacciones pueden explicar, por ejemplo, que cambios bruscos en el precio de los activos de Tailandia (como en 1997) fueran interpretados como fuente válida de información respecto a precios futuros en Brasil, Rusia o México. Tal tipo de reacciones auténticamente de rebaño, por explicables que sean, generan pánicos o fenómenos de exuberancia irracional.

Si a nivel privado –continúa la publicación del BIRD– puede considerarse racional seguir un comportamiento de rebaño (con información demasiado cara, el inversor preferirá adaptarse a las reacciones del propio mercado), a nivel público, el contagio resultante puede resultar muy costoso. En un mundo de múltiples desequilibrios, países con fundamentos relativamente sanos pueden terminar sufriendo crisis bancarias y/o de balanza de pagos.

Como puede advertirse, el Banco identifica en los fenómenos de contagio, un caso claro de discrepancia entre el coste marginal privado y el coste social. De ello, si se acepta como cierto, podría ya deducirse que cuanto se haga por reducir el precio de la información tenderá a eliminar

tal discrepancia. La transparencia y el conocimiento aparecen, pues, como unos de los elementos clave para suavizar los fenómenos de contagio.

Con todo, las apelaciones a simples comportamientos de rebaño no agotan la explicación sobre fenómenos de contagio, ni es probablemente ésa la intención de quienes las proponen. Distintos analistas ponen énfasis en diferentes causas y canales de transmisión<sup>4</sup>, aunque quizá una de las hipótesis más sugerentes– y que merece especial atención– sea la planteada por Prakash Kannan y Fritzi Köhler-Geib (2009) en un «working paper» del Fondo Monetario Internacional.

Los autores observan, en efecto, que históricamente algunas crisis registradas en mercados emergentes (como las descritas en México 1994, Tailandia 1997 y Rusia 1998) provocaron un amplio efecto de contagio que afectó, de modo intenso, no sólo a otros países de sus correspondientes zonas geográficas, sino a economía mucho más lejanas y estructuralmente desvinculadas de aquéllas. Sin embargo, otras crisis del mismo período (Brasil 1999, Turquía 2001, y Argentina 2002) tuvieron muy poca repercusión más allá de sus respectivas fronteras nacionales y zonas aledañas, o se mantuvieron, incluso, como fenómenos meramente locales.

La cuestión podría, pues, residir en determinar qué elementos provocan impactos tan dispares, y por qué en algunas crisis se presentan fuertes efectos de contagio, mientras en otras, del mismo período histórico, apenas aparecen.

Kannan y Köhler-Geib argumentan que la aparición de contagios, y la intensidad de los mismos, están íntimamente vinculados al grado en que las crisis puedan ser anticipadas, pues ello determina, a su vez, el grado de incertidumbre que experimentan los inversores. Así, aquellas crisis económicas y financieras que, por no haber sido anticipadas, se presentan como sorpresa, llevan a los inversores a dudar de la eficacia de la

<sup>4</sup> Cfr: Van Rijckeghem & Weder (2001); Caramazza, Ricci & Salgado (2004); Broner, Gelos & Reinhart (2006) etc.



tecnología de información disponible, y aun de su propia capacidad para predecir acontecimientos económicos. Tal convicción negativa incrementa seriamente el grado de incertidumbre, modifica las actitudes de los inversores en los mercados y, con o sin comportamientos de rebaño, aumenta endógenamente la probabilidad de crisis en otras economías. Por el contrario, cuando la crisis inicial había sido correctamente prevista y anticipada, no existe contagio, porque los inversores se reafirman en su capacidad para discriminar entre mercados y no extienden el fenómeno a países distintos.

De acuerdo con esta interpretación, que parece realista, las crisis de Méjico, Tailandia y Rusia fueron acontecimientos súbitos, no esperados y, por tanto, sorprendieron a los mercados. Por el contrario, las crisis de Brasil, Turquía y Argentina venían siendo anticipadas por todos los analistas, que sólo parecían discrepar mínimamente respecto a la fecha previsible para su estallido, por lo que, cuando éste se presentó, no implicó gran sorpresa para los mercados, ni generó mayores incertidumbres. Por todo ello, las primeras crisis se extendieron con violencia a otros mercados lejanos y han pasado a los anales de la historia económica como provocadoras de «**contagio**». Las segundas (previstas) no dieron, sin embargo, lugar a un efecto de este tipo, pues sus limitados impactos exteriores (por ejemplo, los de la crisis brasileña sobre Argentina) parecieron asociados a simples «vínculos fundamentales», en la acepción antes atribuida a este vocablo, y no pueden ser históricamente registrados como «contagio».

Aunque estos mismos conceptos habían sido ya intuitivos o considerados por otros analistas económicos, Kannan y Köhler-Geib utilizan una sofisticada metodología, que les permite cuantificar el grado de incertidumbre y construir un modelo robusto, a través del cual, soportan, de modo convincente, sus dos hipótesis básicas:

1.– Una crisis sorprendente (o, en sentido opuesto, una crisis anticipada) en el país A provoca un incremento (disminución) en la

varianza de las previsiones formuladas respecto a parámetros fundamentales del país B.

2.– Un incremento (o disminución) en la varianza de tales previsiones genera una mayor (menor) probabilidad de crisis en el país B.

La naturaleza de las crisis iniciales (es decir, la mayor o menor posibilidad de anticiparlas) parece, pues, ser determinante en la generación de efectos de contagio, lo que vuelve a poner en primer plano la necesidad de transparencia y el progreso de los modelos predictivos, como elementos fundamentales para la prevención de contagios económicos y financieros. A ello habría de añadirse la construcción de mecanismos financieros internacionales que, una vez declarada cualquier crisis, actúen con agilidad en previsión de posibles contagios aplicando, a la vez, esquemas de condicionalidad que tiendan a limitar la duración temporal del fenómeno y restablezcan la confianza de los mercados.

Desde mediados de la pasada década, no carecemos, pues, de elementos intelectuales, ni de fundamentos teóricos, para abordar los problemas de contagio en la economía global. Los dramáticos acontecimientos asociados a la crisis inmobiliaria («subprime») de 2007 y el subsiguiente colapso financiero (inmediatamente propagados, con intenso efecto contagio, a la práctica totalidad de las economías) no hicieron sino confirmar aquellas categorías conceptuales desarrolladas en los años precedentes.

En efecto, la crisis inmobiliaria, en sí misma, había sido correctamente anticipada por la mayoría de los analistas económicos, quienes venían advirtiendo sobre excesos de apalancamiento financiero, estimulados por un largo período de tipos reales de interés negativos. También alertaban sobre el exagerado incremento de precios inmobiliarios y sobre los fuertes movimientos especulativos desatados en el sector. Todo parecía apuntar a una auténtica burbuja inmobiliaria, cuyo final se anunciaba inminente.



No era, desde luego, la primera vez que se registraba una burbuja inmobiliaria en algunos países. Si el episodio se hubiera limitado al esperable colapso de tal burbuja, por intenso que fuera, no tendrían por qué haberse producido grandes fenómenos de contagio en la economía internacional. Ciertamente, la economía de los Estados Unidos (también la británica, la española y otras) habrían registrado una recesión, especialmente agravada por el clásico multiplicador keynesiano, en el que la propensión marginal al consumo (notablemente alta en esos países) habría jugado un papel determinante. Con gran probabilidad, los bancos prestamistas habrían registrado fuerte morosidad, el déficit presupuestario de los países afectados aumentaría y el dólar (quizá también la libra esterlina) se vería sometido a presiones depreciatorias, respecto a las monedas de aquellos países que no habían sido víctimas de burbujas inmobiliarias internas. Dado el peso del PIB norteamericano en la economía mundial, otras economías notarían también efectos contractivos, pero esa extensión geográfica del fenómeno entraría, sin duda, dentro de los efectos esperables, asociados a «vínculos fundamentales» (en el sentido atribuido a esa expresión por el Banco Mundial) y habría discurrido a través de los ordinarios cauces financieros, comerciales, cambiarios etc. Todo perfectamente previsible, de modo que los modelos convencionales, aplicados a «economías abiertas», habrían quizá bastado para una rápida valoración del fenómeno, una adecuada comprensión de su naturaleza, y un diseño eficaz de políticas económicas destinadas a limitar la extensión del problema y a suavizar sus costes sociales. Así se abordó inicialmente la cuestión.

Lo que convirtió el problema inmobiliario en una crisis mundial de efectos muy superiores a lo inicialmente esperado, es decir, lo que transformó el simple desbordamiento de la crisis norteamericana en un auténtico **contagio** global, fue el efecto-sorpresa. Tal efecto no vino, sin embargo, generado por el sector inmobiliario en sí mismo (ello habría cabido dentro de lo esperable), sino por el colapso repentino de un nuevo sistema financiero o cuasi-bancario, creado en años ante-

riores, y al que se le había supuesto mucha mayor solidez y estabilidad de las que, en realidad, mostró. No existían precedentes históricos del mismo tenor.

En efecto, la crisis «subprime» de 2007 se distinguió de anteriores desplomes inmobiliarios por el hecho de que los bancos habían extraído de sus balances gran cantidad de riesgos, mediante rápidos e intensos programas de titulación. Los bonos así lanzados al mercado fueron después fraccionados, incorporándose a nuevos productos «estructurados», en los que se mezclaban riesgos propios de la actividad crediticia directa con los procedentes de derivados financieros, en especial, de los denominados credit default swaps.

El desconcierto que esta sofisticada combinación de incertidumbres produjo y, en muchas ocasiones, la imposibilidad de valorar el auténtico riesgo incorporado a cada título, condujo a una paralización total –sin precedentes– de los mercados de capitales y aún de las transacciones interbancarias. La sorpresa llegó a su punto álgido cuando, en el otoño de 2008 (un año después de haberse reconocido la crisis inmobiliaria), se produjo la quiebra de Lehman Brothers. A partir de ahí, puede hablarse de un «contagio» de gran intensidad.

La crisis inmobiliaria había sido anticipada, pero la financiera no. Como Kannan y Köhler-Geib habían explicado para episodios anteriores, la sorpresa financiera de la crisis «subprime» hizo que los analistas pasaran a desconfiar de su propia capacidad de valorar riesgos y, desde luego, de la capacidad aportada por las agencias de «rating». Los inversores elevaron al máximo su grado de incertidumbre y se inhibieron en cuanto a colocaciones, nuevas o ya programadas, en cualquier otro ámbito de la economía mundial. Apenas puede encontrarse mejor confirmación de que la naturaleza de las crisis (y la posibilidad, o no, de anticiparlas) determinan la aparición de un «contagio», como fenómeno diferenciado de cualquier desbordamiento normal. A su vez, la amplitud y rapidez de las transacciones (en especial, de las financieras) pueden explicar que,



desde finales de 2008, el contagio se transmitiría a especial velocidad.

He ahí, pues, un marco conceptual sugestivo, en el que desarrollar nuevas construcciones teóricas que, ampliando las fronteras del conocimiento, nos permitan explicar fenómenos de esta naturaleza y, sobre todo, desarrollar instrumentos o políticas para su prevención.

Los mismos o parecidos elementos pueden quizá explicar otros procesos de contagio, como los asociados a la crisis de deuda soberana que, al redactarse estos párrafos, continúan afectando a diversos países de la UME, en especial a los que constituyen la periferia geográfica de la zona. A su análisis se dedican, sin embargo, los restantes capítulos del estudio que el lector tiene en sus manos, y para los que estas reflexiones han pretendido servir de mera introducción.

## REFERENCIAS

- Agenor, P.R., Miller, M., Vines, D. and Weber, A. (eds.), «*The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences*», Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Allen, F. and Gale, D. 2000. «Financial Contagion», *Journal of Political Economy* 108, 1-33.
- Baig, T. and Goldfajn, I. 1999. «Financial Market Contagion in the Asian Crisis», *IMF Staff Papers* 46, 167-195.
- Calvo, G. and Mendoza, E. 2000. «Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets», *Journal of International Economics* 51, 79-113.16
- Corsetti, G., Pericoli, M. and Sbracia, M. 2002. «Some Contagion, Some Interdependence: More Pitfalls in Testing for Contagion». University of Rome III working paper.
- Dornbusch, R., Park, Y.C. and Claessens, S. 2000. «Contagion: Understanding How it Spreads», *The World Bank Research Observer* 15, 177-197.
- Dungey, M. and Martin, V.L. 2001. «Contagion Across Financial Markets: An Empirical Assessment», mimeo, ANU.
- Edwards, S. 2000. «Contagion». World Economics Lecture. University of Nottingham. Revised version.
- Eichengreen, B., Rose, A.K. and Wyplosz, C. 1995. «Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks», *Economic Policy* 21, 249-312.
- Forbes, K. and Rigobon, R. 2001. «Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues», in Claessens, S. and Forbes, K. (eds.), *International Financial Contagion*, Kluwer Academic Publishers.
- Forbes, K. and Rigobon, R. 2002. «No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-Movements», *Journal of Finance* 57, 2223-2261.
- Goldstein, M., Kaminsky, G.L. and Reinhart, C.M. 2000 «Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets», Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Kaminsky, G.L. and Reinhart, C.M. 2000. «On Crises, Contagion and Confusion», *Journal of International Economics* 51, 145-168.
- Kodres, L.E. and Pritsker, M. 2002. «A Rational Expectations Model of Financial Contagion», *Journal of Finance* 57, 768-799.
- Masson, P. 1999a. «Contagion: Macroeconomic Models with Multiple Equilibria», *Journal of International Money and Finance* 18, 587-602.
- Morris, S. and Shin, H.S. 1998. Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks. *American Economic Review* 88, 587-597.
- Pericoli, M. and Sbracia, M. 2001. «A Primer on Financial Contagion», Banca d'Italia Temi di Discussione No. 407.
- Van Rijikghem, C.V. and Weder, B. 2001. «Sources of Contagion: Is it Finance or Trade?», *Journal of International Economics* 54, 293-300.





# RIESGO SOBERANO Y ESTABILIDAD FINANCIERA

José María Roldán

Director General de Regulación del Banco de España

## INTRODUCCIÓN

Crisis soberana y crisis financiera. Da la sensación de que en los últimos meses (¿o acaso no son ya años?) no se haya escuchado otra cosa. En el momento de escribir los primeros párrafos de este artículo, la Cumbre del Eurogrupo anunció un amplio conjunto de medidas. Parecía que tales medidas pondrían fin a la incertidumbre que rodeaba el segundo rescate griego. Sin embargo, en el momento de cerrar este artículo todavía se sigue discutiendo sobre la situación griega y sobre la efectividad de las soluciones adoptadas. No parece que un entorno tan volátil como este ofrezca el mejor momento para poder evaluar las diferentes implicaciones que tiene un tema tan complejo, y tan novedoso, como lo es la interacción entre riesgo soberano y crisis (estabilidad) financiera.

¿Novedoso? Quizás sea el momento de matizar. No hay nada nuevo en el hecho de que problemas extremos en el soberano (esto es, no ya la aplicación de políticas fiscales inadecuadas, sino de otras que resultan claramente insostenibles) afectan de manera ineludible (y severa) al sistema financiero de cualquier país. Al fin y al cabo, las entidades financieras no pueden diversificar el riesgo que representa el volumen de su exposición con el sector público de su propio país, ya sea esta exposición materializada en la forma de préstamos a las AAPP, o bien se concrete mediante la tenencia de títulos de deuda pública que dichas AAPP emiten en los mercados primarios. Pero la crisis actual pareciera mostrarnos un elemento novedoso, que podríamos denominar

como «causalidad inversa». Es decir, ¿pueden los problemas en el sistema financiero acabar impactando negativamente en la sostenibilidad fiscal, cuestión que a su vez retroalimenten los problemas del sector financiero?

Para analizar este asunto, este artículo se estructura en torno a cinco secciones, además de una final en la que se recogen las conclusiones. La sección primera recoge algunas definiciones básicas de riesgo financiero y soberano. En la segunda, se plantea una descripción, breve, de la dinámica de la deuda pública. En la tercera parte del artículo se examina la crisis financiera que se inició en el verano 2007. La sección cuarta plantea un análisis de la interacción entre riesgo soberano y riesgo bancario-financiero a partir de algunos casos concretos. La quinta parte del trabajo plantea algunas reflexiones adicionales sobre el riesgo soberano en los balances bancarios.

## 1. EL RIESGO SOBERANO Y EL RIESGO FINANCIERO: ALGUNAS DEFINICIONES BÁSICAS

Tanto el riesgo soberano como el financiero se refieren, en último término, a la posibilidad de que se produzca un impago. Es decir, que aquel que recibe los fondos no esté en disposición de devolverlos en tiempo y forma con arreglo a las condiciones establecidas en el contrato pecuniario por el que se formalizó la operación. En tales circunstancias, la parte que ha prestado los fondos declara al tomador de los mismos en situación de impago.



Pese a esta similitud conceptual entre el impago en una entidad financiera (o, en general, privada) y el de un soberano, existen diferentes razones por las que, en realidad, hay diferencias muy notables entre ellos.

Desde la óptica del impago de un soberano, no se dispone de un marco de actuación totalmente definido en tales circunstancias. Así, el impago de un soberano no es una cuestión que esté contemplada de una manera explícita, y por ello las posibilidades legales para que un agente pueda ejercer derechos frente al posible impago soberano quedan limitadas, en gran medida, por las características que son propias del soberano. Piénsese, por ejemplo, en la inembargabilidad. Por el contrario, sí que existe un marco jurídico y legal bien definido que regula las circunstancias bajo las que el cumplimiento de un determinado contrato puede ser eludido (mediante procedimientos concursales, por ejemplo). Por tanto, con independencia de la mayor o menor complejidad que cada caso concreto pueda significar, en lo que respecta al impago que subyace al riesgo financiero está definido un marco bajo el que los parámetros de actuación son precisos y están bien definidos.

Desde la óptica del impago de una entidad bancaria, cabe recordar que su quiebra, o la de cualquier otra empresa privada a estos efectos, ocurre en el momento en el que el valor de sus activos es inferior al valor de sus pasivos. A partir de ese instante, los pasivos que financian esos activos no pueden percibir al vencimiento el nominal invertido. En tales circunstancias, el recorte que sufran los pasivos estará en función del deterioro existente en esos activos, es decir, estará en función de la pérdida de valor que hayan experimentado los activos.

Por supuesto, el caso de una entidad bancaria presenta particularidades importantes que la diferencian de otras empresas privadas y que han de tomarse en consideración. Estas particularidades se derivan de su propia actividad. Por una parte, las entidades bancarias son empresas muy apalancadas, esto es, que operan con pocos recursos propios en relación con el tamaño de su

balance en comparación con la proporción entre estas variables que es habitual en las empresas no financieras. Esto es así porque su actividad principal consiste en tomar recursos ajenos que canalizan (prestan) hacia el desarrollo de actividades productivas. En el desarrollo de esta actividad se produce, además, un descalce de plazos entre activos y pasivos. Así, los activos son predominantemente préstamos a largo plazo (piénsese, por ejemplo, en un préstamo hipotecario), mientras que los pasivos típicamente tienen vencimientos en plazos más cortos (un depósito a un año, por ejemplo). Asimismo, en la medida en la que las entidades prestan dinero para el desarrollo de otras actividades, se puede considerar que su actividad principal es la gestión del riesgo de crédito. Gestionar adecuadamente el riesgo de crédito exige que la entidad sea capaz de valorar correctamente en cada momento (no solo en el de la concesión de la financiación) la relación que existe entre el rendimiento de la inversión y el riesgo asociado a la misma.

Apalancamiento, descalce de plazos entre activo y pasivo, y gestión del riesgo de crédito son sin duda tres particularidades capitales de las entidades de crédito. Pero no las únicas relevantes. Así, otra característica fundamental por el lado del pasivo es el papel predominante que tiene para estas entidades la financiación mediante depósitos de la clientela. Otras especificidades, como la existencia de instrumentos financieros híbridos (deuda subordinada y acciones preferentes), esto es, instrumentos que comparten las características de los pasivos financieros y de los recursos propios, ya que en alguna medida disponen de capacidad de absorción de pérdidas, distancia el procedimiento concursal bancario de los de otras empresas.

Retomando los elementos comunes relativos al riesgo soberano y al riesgo financiero, cabe señalar que otra cuestión que se ha de tomar en consideración es que no solo es relevante el impago en sí mismo. También es de la mayor importancia para comprender el riesgo soberano y financiero, y su dinámica, cuál es la estimación que los agentes que participan en los mercados financieros realizan sobre la posibilidad de que efectivamente se





materialice un hipotético impago. Y no menos importante resulta, en consecuencia, cuál es la estimación que dichos agentes realizan sobre cuál habría de ser la pérdida en caso de impago. Estas ideas vienen capturadas en la siguiente ecuación:

$$EL = PD \times LGD,$$

donde EL (Expected Loss) es la pérdida esperada, PD (Probability of Default) es la probabilidad de impago y LGD (Loss Given Default) es la pérdida o quita en caso de impago. La estimación de la probabilidad de impago y de la pérdida en caso de que este se materialice, y en consecuencia de la pérdida esperada, determina la reacción de los participantes en los mercados financieros. Así, en función de cómo evoluciona esa estimación, los precios en los mercados primarios (en el que se emiten los valores) y en los secundarios de obligaciones (donde los valores negociables se negocian) se ajustarán, así como también las cantidades intercambiadas (la oferta y la demanda). Cuanto mayor es la pérdida esperada percibida por aquellos que negocian en los mercados, mayores serán los tipos de interés que serán exigidos en la colocación de la deuda, ya sea de un gobierno, ya sea de una entidad bancaria. Si esa pérdida esperada aumenta mucho, porque se juzga que la probabilidad de impago es elevada y la pérdida en caso de impago también, los mercados tenderán a cerrarse. Esto es, cuando se perciben unas circunstancias por las que las pérdidas esperadas que se estiman sobrepasan un determinado umbral (determinado entre otras cuestiones por la apetencia por el riesgo de los inversores) ya no hay demanda. En otras palabras, el gobierno o la entidad así percibida ya no podrá obtener financiación a través de la emisión de valores en el mercado primario.

## 2. LA DINÁMICA DE LA DEUDA PÚBLICA: ARITMÉTICA BÁSICA

En esta sección se analiza brevemente, y de forma esquemática, cuáles son los elementos que

determinan la dinámica o evolución de la deuda pública, y en particular qué tipo de factores, y de qué modo, impactan en dicha dinámica.

Con el ánimo de hacer más sistemática la reflexión a este respecto, se parte de la siguiente ecuación, que sintetiza cómo viene determinada la evolución de la deuda pública:

$$d_t = \frac{d_{t-1}(1+i)}{(1+n)} - sp(r,n)_t + sf_t$$

donde  $d$  representa el nivel de deuda pública en porcentaje del PIB (al final de cada año),  $t$  el año en curso y  $t-1$  el año anterior,  $sp$  representa el superávit primario (es decir, el déficit público, con signo negativo, más el pago de los intereses de la deuda),  $sf$  el denominado «stock flow adjustment» (esto es, la parte del aumento de deuda que no va a financiar el déficit, sino que se deriva de otros elementos como la adquisición neta de activos financieros, como por ejemplo, acciones en bancos, si bien existen otros elementos, como las privatizaciones, que influyen en el sentido contrario, reduciendo las necesidades de financiación vía deuda),  $i$  es el tipo de interés nominal pagado por la deuda pública y  $n$  el crecimiento nominal del Producto Interior Bruto (PIB).

A su vez, el superávit primario ( $sp$  en la fórmula anterior) es función del crecimiento real y nominal de la actividad económica. Por una parte, y por el efecto de los estabilizadores automáticos, descensos del crecimiento real provocan caídas en la recaudación impositiva, así como aumentos de los gastos (de desempleo, por ejemplo). Por otra parte, reducciones del crecimiento nominal del PIB pueden a su vez provocar descensos en la recaudación, aun cuando se mantenga el crecimiento real. Esto vendría motivado por el hecho de que las bases impositivas de los impuestos se definen sobre cantidades nominales, y no sobre cantidades ajustadas por la inflación (reales).

Tomando como referencia la ecuación descrita anteriormente, la dinámica de la deuda depende de manera crucial de la evolución rela-



tiva de los tipos de interés nominales de la deuda y del crecimiento nominal del PIB. De este modo, sucede que cuanto mayor es la brecha entre los tipos nominales de la deuda y crecimiento nominal del PIB, más rápido crecerá el volumen de la deuda pública.

A los efectos del presente artículo, y en particular para valorar la vinculación entre riesgo financiero y riesgo soberano, lo que nos interesa señalar aquí es el término *sf*, el «stock flow adjustment». Si un gobierno debe apoyar a los bancos en su jurisdicción (lo que se reflejaría precisamente en un incremento del término *sf*), los recursos utilizados aumentarán la deuda de ese año, pero su impacto no sería recurrente. Además, en la medida en la que esa entrada en el capital se realizara a precios de mercado, el aumento de la deuda pública en ese año estaría respaldado por un activo financiero con una valoración correcta (es decir, de mercado), de tal modo que la ulterior venta o amortización de ese activo financiero llevará a un descenso del nivel de deuda. Es más, si ese activo financiero se revaloriza transcurrido el tiempo y hasta su realización, puede ocurrir incluso que el descenso del valor de la deuda a consecuencia de tal venta sea mayor que el aumento inicial que se produjo en el momento de establecer el apoyo al sector bancario.

Nótese que, como refleja la ecuación anterior, no ocurre lo mismo con el desequilibrio en el superávit primario, ni con los intereses de la deuda, que muestran ambos una dinámica más parsimoniosa y permanente. Esta es una diferencia fundamental y por ello, y aunque el objetivo central de este artículo no es el riesgo soberano per se, sí es interesante reescribir esa ecuación en la siguiente forma:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{(i-n)}{(1+n)} \cdot d_{t-1} - sp(r,n)_t + sf_t$$

Como se observa en la ecuación inmediatamente anterior, la dinámica de la deuda depende, en última instancia, tanto de la posición de superávit primario (*sp*) como del diferencial

entre el tipo de interés nominal de la deuda (*i*) y del crecimiento nominal del PIB (*n*). Por ello, en situaciones de bajo crecimiento económico caracterizadas además por unos tipos de interés nominal elevados, la dinámica de la deuda es más perversa; cuestión que explica que las preocupaciones de los mercados financieros sobre la sostenibilidad de la deuda pública sean mucho mayores.

En efecto, si se quisiera estabilizar el crecimiento de la deuda (y prescindiendo por simplicidad del término *sf*):

$$d_t - d_{t-1} = 0 \leftrightarrow \frac{(i-n)}{(1+n)} \cdot d_{t-1} = sp(r,n)_t$$

Por tanto, el gap primario necesario para estabilizar la deuda (*gap<sub>sp</sub>*) sería:

$$\frac{(i-n)}{(1+n)} \cdot d_{t-1} - sp(r,n)_t = \text{gap}_{sp}$$

En definitiva, cuanto menor sea el crecimiento económico, mayores los tipos de interés nominales de la deuda, mayor el nivel de la deuda, y menor el superávit primario, entonces resultará que el esfuerzo fiscal que es necesario realizar para la estabilización de la dinámica de la deuda pública será necesariamente más intenso.

No resulta difícil entender que en la tesitura actual de los mercados financieros y de la economía real, todos los factores juegan en el sentido contrario para una estabilización rápida de la deuda pública.

Volviendo a lo que nos interesa, que es la relación entre el riesgo soberano y el riesgo financiero, cabe reiterar que al contrario que el comportamiento descrito en los párrafos anteriores, los posibles rescates bancarios tienen un efecto puntual, a través del término *sf* («stock flow adjustment») que se ha explicado con anterioridad. Así, tales posibles rescates, una vez que son absorbidos en el nivel de deuda, tienen un efecto limitado sobre la dinámica de la misma. En el medio plazo, si los activos bancarios adquiridos a los precios de mercado conservan su valor, la diná-



mica se revierte, disminuyendo de este modo el nivel de deuda.

### 3. LA CRISIS FINANCIERA Y SU IMPACTO SOBRE LA ECONOMÍA REAL

La vinculación entre el riesgo financiero y el riesgo soberano presenta diferentes canales de transmisión.

Así, y como ya se ha mencionado anteriormente, no son una novedad en la historia económica y financiera situaciones de crisis bancarias motivadas por las dificultades financieras severas de un soberano.

A la inversa, si la crisis financiera es del suficiente calado como para provocar un episodio de inestabilidad financiera, esto es, como para generar un impacto negativo sobre la economía real, esto afectará de forma adversa al soberano. Y lo hará por la vía del deterioro del déficit público, consecuencia de un impacto en los ingresos (a la baja) y en los gastos (al alza) públicos. Este canal de transmisión estuvo vigente en la crisis iniciada en verano del año 2007, cuándo esta provocó una desaceleración del crecimiento económico a nivel mundial, que siendo especialmente agudo en los países que sufrieron esa crisis, no quedó limitada exclusivamente a ellos.

En tercer lugar, un canal que se puede considerar más específico de esta crisis sistémica que estamos viviendo, resulta del impacto en el soberano de los rescates de bancos en peligro de quiebra ante el súbito deterioro de sus balances. No es este el lugar para extenderse sobre esta cuestión particular, ya analizada y descrita con detalle en otros trabajos, pero sí cabe mencionar que tales rescates tenían por objeto inmediato impedir el colapso de una parte muy importante del sistema financiero, esto es, del sector bancario. El objetivo último era evitar la paralización del sector bancario, y por tanto del flujo del crédito a la economía real. Es decir, tales rescates bancarios pretendían evitar un «credit crunch» que hundiera aún más el crecimiento económico. Como contrapartida, tales rescates implicaban la necesidad

de recapitalizar a las entidades que atravesaban los problemas que se han mencionado, recapitalización que al hacerse mediante la utilización de fondos públicos obligaba a la emisión de deuda pública para financiarla.

Estos canales de transmisión entre riesgo soberano y riesgo financiero, y viceversa, son de la mayor importancia. No obstante, lo crucial no resulta tanto la existencia de estos canales en sí mismos, sino que lo más relevante son los efectos tan perjudiciales que puede provocar la concreción de lo que podríamos denominar un bucle de deterioro, en el que los problemas de uno y otro sector (financiero y soberano) interaccionen entre sí, y se refuercen mutuamente. Una dinámica en la que los problemas en el soberano provoquen problemas en los balances bancarios, que a su vez impacten en el soberano (bien por rescates de bancos en problemas, bien por expectativas de necesidad de rescatarlos en un futuro), y que vuelvan a impactar en los riesgos financieros, todo ello en un contexto de expectativas en deterioro, mercados bajistas y aversión creciente al riesgo (por no decir de pánico financiero) configura un escenario de crisis como el que estamos atravesando en la actualidad. Ese bucle de deterioro sólo será relevante en la medida en que los recursos comprometidos en los rescates soberanos sean sustanciales. Y esta crisis nos permite analizar algunos casos, que podemos denominar extremos, y que en el fondo están detrás de esa percepción sobre el bucle de deterioro.

### 4. ALGUNOS CASOS CONCRETOS: ISLANDIA, IRLANDA Y SUIZA

Estudiar los casos de estos tres países resulta necesario, porque en ellos los problemas en el sector financiero eran de un volumen enorme cuando se comparaban con el tamaño de la economía. Además, resultan interesantes porque, mientras que en dos de ellos la situación de los bancos acabó por provocar un enorme problema en el soberano, en el caso suizo la situación logró ser controlada sin poner en marcha esa espiral



negativa. Intentemos ver algunos hechos estilizados sobre estos tres casos.

### **EL CASO ISLANDÉS**

El caso de los bancos islandeses es único no solo por las dificultades que causaron a la economía de ese país, sino también por las características tan particulares de dichos bancos, que podríamos denominar, aplicando la terminología habitual, «bancos internacionalmente activos».

Como su propio nombre indica, los bancos internacionalmente activos son aquellos que no sólo prestan servicios bancarios en su jurisdicción local (la de origen), sino que también lo hacen más allá de sus fronteras (en las jurisdicciones de destino). Habitualmente, estas entidades que son activas internacionalmente, mantienen un volumen de actividad en su país de origen que sigue siendo muy relevante respecto al tamaño del balance de la entidad en cuestión. Además, su país de procedencia suele ser una economía de elevado tamaño, o bien de un centro financiero global, como podrían ser Hong-Kong o Singapur, por poner solo dos ejemplos. Finalmente, en esta enumeración muy sintética de las principales características definitorias de los bancos internacionalmente activos, cabe destacar el modo en el que desarrollan su actividad internacional, que puede ser mediante filiales o a través de sucursales. Las filiales son bancos locales sometidos a la jurisdicción local y con una estructura societaria autónoma. Por su parte, las sucursales operan sin requerimientos de capital locales y con una supervisión limitada por parte de la autoridad local.

Como se ha señalado, el caso de los bancos islandeses no solo es único por las dificultades que crearon a su economía cuando colapsaron. Se trataba de bancos internacionalmente activos que podríamos decir no encajaban con las características que se han mencionado en el párrafo anterior. Por una parte, su actividad local tenía una escasa relevancia en su balance. Y por otra, no es posible afirmar que Islandia disponga de una economía de elevado tamaño, más bien al

contrario, ni que tampoco fuera un centro financiero global de (alguna) relevancia. Todas estas razones explican por qué los bancos islandeses eran unos bancos internacionalmente activos muy peculiares, de hecho únicos.

Esa peculiaridad se concretaba, entre otras cuestiones, en un peso que sobre el PIB islandés que llegó a ser (en términos del tamaño de su balance consolidado), astronómico: 1.200% del PIB en 2007, con un peso de los tres mayores bancos del 900% del PIB (esos bancos eran Glitnir, Kaupthing y Landsbanki). Como referencia, otros países con sistemas financieros grandes, como Irlanda, Suiza o Reino Unido, presentaba porcentajes de los activos bancarios sobre el PIB elevados, aunque más moderados (650% del PIB con los dos primeros y 500% del PIB en Reino Unido). Como referencia, la cifra para España es de un 350% del PIB.

Pero las especificidades del caso islandés no se detienen ahí. Aunque, en general, la actividad bancaria creció en exceso en los años previos a la crisis en numerosos países, el caso de los bancos islandeses es paradigmático: en 2002 sus balances consolidados suponían sólo un 200% de PIB, con lo que en cinco años multiplicaron por 6 su volumen relativo de actividad. Y la historia de las crisis financieras nos enseña que el rápido crecimiento de la actividad financiera suele teñir de rojo (esto es, de pérdidas) los balances de los bancos en unos pocos años.

Para terminar de describir la particular concepción del concepto de «bancos internacionalmente activos» que tenían las entidades islandesas cabe señalar que su actividad internacional, fundamentalmente europea, se llevaba a cabo mediante sucursales. Es decir, se trataba de bancos que aumentaron sus balances de forma inusitadamente rápida hasta niveles astronómicos, y lo hicieron expandiéndose internacionalmente principalmente en el Espacio Económico Europeo (del que Islandia es miembro), lo que les permitía operar sin autorización del supervisor local (se puede abrir una oficina bancaria simplemente mediante notificación del supervisor de origen), sin capital (las sucursales operan sin capital



o, siendo más preciso, con el capital del banco matriz en Islandia) y con un régimen de supervisión local de nula intensidad.

Los ingredientes para la catástrofe estaban servidos. No obstante, lo dramático de tal combinación de ingredientes, al tiempo que lo inusitado de la misma, justifican, como probablemente ya haya quedado claro a estas alturas que el caso islandés no es un buen punto de partida para analizar las implicaciones del riesgo financiero sobre el riesgo soberano.

### **EL CASO IRLANDÉS**

El colapso del sistema financiero irlandés también supuso un impacto severo tanto sobre la economía de aquel país como sobre la evolución de su deuda pública. Si bien se trata de un episodio que presenta algunas similitudes con lo sucedido en Islandia, no se puede considerar en absoluto, un caso tan extremo como el islandés.

Irlanda, al igual que España, experimentó un boom inmobiliario que estuvo acompañado por una fuerte expansión de los préstamos al sector inmobiliario en los balances bancarios. Pero Irlanda, a diferencia de España, añadió otro ingrediente adicional: el intenso desarrollo de un sector financiero «offshore» en Dublín. Ambos elementos llevaron a un elevado crecimiento de los activos bancarios sobre el PIB, desde un ya elevado 380% en 2002, hasta cerca de un 650% del PIB en 2007.

La naturaleza del desarrollo inmobiliario merece también un comentario específico en el caso irlandés. En núcleo central del boom inmobiliario en Irlanda no fue la edificación de viviendas residenciales, sino que fundamentalmente se basó en la construcción de oficinas, centros comerciales, hoteles, y otros inmuebles de características similares y que configuran el sector que en terminología anglosajona se denomina «Commercial Real Estate». A diferencia de esta actividad, la promoción de viviendas residenciales se denomina en inglés «Commercial Residential Real Estate»). La similitud entre ambos términos en ocasiones ha

llevado a equiparar también ambas actividades, si bien las diferencias no son triviales, ya que al diferir sustancialmente sus características lo hacen también los riesgos que se derivan de la financiación de una y otra. Así, una de las características fundamental de la financiación del «Commercial Real Estate» (hoteles, oficinas, etc.) es que el repago del préstamo hipotecario se realiza sobre la base del pago de los alquileres de las oficinas y de los locales comerciales, o de la buena marcha del negocio hotelero. Por lo tanto, si existe un descenso de actividad económica brusco, no se generarán los ingresos necesarios para repagar el préstamo, y el proyecto colapsa, sin que exista la posibilidad de encontrar nuevos inquilinos o clientes. Lo que esto significa es que la pérdida en caso de impago (recuérdese la primera ecuación comentada en la sección 1,  $EL = PD \times LGD$ ) en este tipo de activos inmobiliarios es muy elevada, mucho más que la asociada a la promoción de viviendas residenciales. La razón es que en la actividad de «Commercial Real Estate» una vez que se produce el impago los proyectos tienen tendencia a colapsar y perder valor.

En resumen, el caso de Irlanda es, pues, menos extremo que el de Islandia. Pero aun así, el tamaño de los balances bancarios sobre el PIB era muy elevado, por lo que, cuando el estallido de la crisis obligó al rescate de los bancos, el impacto sobre la deuda pública fue muy elevado (del orden del 20% del PIB). Aun a pesar de ello, y como ya se ha explicado al analizar las ecuaciones que sintetizan la dinámica de la deuda, ese impacto tuvo un efecto impulso, esto es, sólo aumentó el déficit con carácter permanente por la parte que corresponde a los intereses de esa deuda.

### **EL CASO SUIZO**

Como se indicaba al inicio de la sección, el caso de Suiza es distinto de los de Irlanda e Islandia. Y lo es en un aspecto fundamental: el crecimiento del sector financiero fue mucho más moderado que en los casos anteriores. Así, aunque el tamaño del sistema bancario suizo superó en 2006 un 600%, representaba ya en 2002 un 500%.



Además, Suiza tradicionalmente ha sido un centro financiero de relevancia, con dos instituciones que estaban entre los mayores bancos del mundo. De hecho, la economía suiza se caracteriza por una capacidad de sus empresas que va más allá del tamaño del país, por una diversidad sectorial y un elevado nivel de internacionalización. Además, las finanzas públicas Suizas estaban sanadas antes de la crisis, lo cual facilitó el rescate del sistema financiero cuando éste quedó severamente afectado tras la quiebra de Lehman Brothers.

Con estas consideraciones en mente, también los matices de los incrementos en los requerimientos de capital de los bancos suizos son algo diferentes que en los casos de Islandia e Irlanda, ya que en el caso de Suiza tienen claramente por objeto garantizar que, en el futuro, no se produzca otra situación en la que las finanzas públicas de ese país tengan que acudir al rescate de entidades financieras privadas.

En definitiva, los casos más llamativos de un posible impacto en el soberano como resultado de problemas en el sistema financiero, y más concretamente bancario, se han observado particularmente en economías de escaso tamaño que han combinado dos elementos importantes: sistemas financieros hiperdesarrollados que, además, presentaban fuertes crecimientos de la actividad financiera en los años previos a la crisis.

## **5. EL RIESGO SOBERANO Y SU PESO RELATIVO EN LOS BLANCES BANCARIOS**

Evidentemente, la importancia del sector público en cualquier economía supone que, en bloque,

los riesgos que asume el sistema financiero con el sector público sean elevados: pensemos en la multitud de organismos y servicios públicos (ministerios y consejerías, agencias, hospitales, ayuntamientos, etc.) que constituyen la actividad de lo que, en bloque, se viene a denominar riesgo soberano.

Pero, además de con el propio soberano, muchas entidades realizan operaciones con riesgos soberanos extranjeros, unas pocas veces mediante filiales financiadas localmente, pero otras adquiriendo títulos de deuda exterior, con el objeto de obtener beneficios en los mercados mediante su gestión activa en la denominada cartera de negociación. La distinción entre ambas formas de asunción de riesgos soberanos ajenos al país de origen de la entidad no es irrelevante. Así, el segundo tipo de riesgo soberano mencionado, que se podría denominar como más especulativo, sí que puede generar un contagio desde los problemas que atraviesa un tercer país al sector bancario del que ha tomado tales posiciones de carácter, como se ha dicho, más especulativas.

De hecho, esa es la percepción del mercado en el momento de escribir este artículo, cuando los indicadores habituales de tensión financiera reflejan las dudas que tienen los inversores, analistas y otros participantes en los mercados financieros sobre las entidades bancarias de determinados países debido a su exposición, a través de títulos de deuda de terceros países, a los problemas que en efecto atraviesan esos terceros países.

El cuadro 1 muestra la exposición de los bancos europeos a los distintos soberanos europeos.

**CUADRO 1. EXPOSICIÓN DE LA BANCA EUROPEA AL RIESGO SOBERANO  
(% de los activos totales)**

País Emisor Deuda											
Tenencia de la banca de	BE	DE	ES	FR	GB	GR	IE	IT	NL	PT	SE
BE	3,59%	1,66%	0,35%	0,46%	0,02%	0,47%	0,03%	2,59%	0,04%	0,25%	0,08%
DE	0,13%	6,47%	0,38%	0,28%	0,15%	0,16%	0,02%	0,76%	0,09%	0,07%	0,02%
ES	0,02%	0,06%	6,91%	0,11%	0,13%	0,01%	0,00%	0,22%	0,01%	0,16%	0,00%
FR	0,60%	0,82%	0,26%	2,13%	0,16%	0,18%	0,04%	0,95%	0,25%	0,09%	0,00%
GB	0,12%	0,69%	0,24%	0,89%	2,35%	0,05%	0,02%	0,51%	0,24%	0,05%	0,07%
GR	0,00%	0,11%	0,00%	0,04%	0,00%	14,43%	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%
IE	0,06%	0,18%	0,10%	0,36%	0,94%	0,01%	3,72%	0,25%	0,16%	0,07%	0,01%
IT	0,02%	1,01%	0,16%	0,04%	0,01%	0,07%	0,01%	8,11%	0,01%	0,02%	0,00%
NL	0,61%	1,32%	0,11%	1,18%	0,07%	0,06%	0,02%	0,51%	2,26%	0,04%	0,00%
PT	0,00%	0,00%	0,07%	0,16%	0,00%	0,40%	0,15%	0,29%	0,00%	5,61%	0,00%
SE	0,02%	1,98%	0,01%	0,16%	0,00%	0,01%	0,00%	0,03%	0,03%	0,01%	2,90%

Fuente: Información publicada en las pruebas de resistencia bancaria de la EBA, julio de 2011.

En definitiva, el riesgo soberano puede suponer un riesgo de contagio para el sistema financiero, sobre todo cuando los bancos utilizan los títulos de deuda pública de otros países para obtener rentabilidades en el corto plazo (la actividad de la cartera de negociación), y en mucha menor medida si se trata de actividad de financiación ordinaria de su propio soberano (o de otros soberanos financiados a través de filiales) en moneda local.

## 6. CONCLUSIONES

El riesgo financiero y el soberano han estado, y siguen estado, intrínsecamente relacionados durante la crisis que se inició en verano de 2007. En la medida en que la crisis todavía no ha concluido resultaría, no sólo prematuro, sino probablemente temerario extraer conclusiones definitivas sobre un asunto tan complejo.

No obstante, la propia experiencia de la crisis nos permite al menos algunas reflexiones iniciales. Así, para aquellos países en los que el sistema financiero creció muy rápidamente y llegó a representar un porcentaje del PIB excesivo, el colapso del sector financiero como resultado de la crisis afectó seriamente la sostenibilidad del soberano. Pero también nos enseña que ese contagio directo sólo se produjo cuando se dieron dos factores de manera simultánea, un crecimiento muy fuerte de la actividad en los años previos a la crisis y, como resultado de ese crecimiento de los balances, un tamaño del sistema financiero sobre el PIB extremo.

Fuera de estos casos extremos, las interacciones entre el soberano y el financiero resultan evidentes, aunque quizás no tan distintas de experiencias anteriores. De entre estas, destaca el factor de crecimiento económico: ralentizaciones del PIB llevan a aumentos de la mora y de las



provisiones, que llevan a menores beneficios, y a reducciones en el crecimiento del crédito (tanto por la falta de demanda solvente como por restricciones de oferta). Y esa reducción del flujo de crédito puede llevar a su vez a impactos sobre el crecimiento económico, que de nuevo impactará sobre el sector bancario, etc. En definitiva, que

aunque la fortaleza de las interacciones entre riesgo soberano y riesgo financiero sean motivo de análisis y debate en esta crisis que todavía perdura, lo cierto es que lo que resulta incontrovertido es que la recuperación del crecimiento económico permite romper ese posible círculo vicioso.





# EL RIESGO SOBERANO Y LA NUEVA REGULACIÓN FINANCIERA

**Antonio Carrascosa**

**Director de Cumplimiento Regulatorio de PwC**

**En la actualidad, Director General de Política Económica**

## RESUMEN EJECUTIVO

Aunque el origen de la crisis actual hay que situarlo en el sector financiero, poco a poco se ha ido extendiendo a otros sectores. En la actualidad, el riesgo soberano se ha convertido en la principal amenaza para las economías desarrolladas, especialmente las europeas. El rescate de entidades financieras de gran tamaño y la recesión económica han impactado sobre las cuentas públicas de dichos países y la interrelación entre riesgo bancario y soberano ha generado un círculo vicioso que está resultando letal para varias economías europeas.

Es fundamental que la regulación refuerce la solidez de la banca, lo que reducirá la probabilidad de una nueva crisis bancaria y, por tanto, minimizará el impacto del riesgo bancario sobre el riesgo soberano. Asimismo, una banca mejor regulada y, por tanto, más sólida, permitirá a las entidades afrontar en mejores condiciones cualquier turbulencia soberana.

En este capítulo se pasa revista a los principales desafíos regulatorios para el sector financiero: Basilea III –refuerzo del capital y de la liquidez y reducción del apalancamiento–, tratamiento del riesgo sistémico, mejora del funcionamiento de los mercados financieros, mejora de la transparencia de las entidades y requisitos para las políticas retributivas.

Esos cambios regulatorios tendrán efectos a medio y largo plazo sobre el sector financiero. A

corto plazo, tendrán más impacto medidas relativas al saneamiento de activos, la recuperación económica y el reajuste del sector inmobiliario. Lo que parece evidente es que tras la estabilización de los mercados y una vez que se consolide la recuperación económica, el sistema financiero no volverá al punto en el que se interrumpió su expansión, sino que será un sistema financiero probablemente de menor tamaño, más transparente y sometido a un marco regulatorio más exigente.

## I. INTRODUCCIÓN

El riesgo soberano ha adquirido un gran relieve en los países europeos desde el comienzo de la crisis. En la actualidad, es el tema macroeconómico más candente, igualado con el riesgo de una nueva recesión. Esta modalidad de riesgo tiene sus efectos sobre diversas variables macroeconómicas y financieras, pero en este capítulo vamos a centrar en la interrelación entre el riesgo soberano y el riesgo bancario.

Comenzaremos analizando las características y los efectos de la mencionada interrelación y, a continuación, pasaremos revista a los principales cambios, ya aprobados o en fase de discusión, en la regulación financiera internacional que tienen por objeto mejorar la calidad de los balances de los bancos y, así, permitirles tanto una mayor resistencia a empeoramientos del riesgo soberano



no como una menor probabilidad de rescate de entidades bancarias privadas por el sector público –lo que suele empeorar sustancialmente el riesgo soberano–.

## II. RIESGO SOBERANO Y RIESGO BANCARIO

La interrelación entre riesgo soberano y riesgo bancario se ha puesto de actualidad tras el desencadenamiento de la crisis actual. Los diversos episodios de ésta han generado una profunda desconfianza en los inversores, que se han movido a los activos más seguros. Esto ha provocado cambios drásticos en los precios y rendimientos de la deuda pública de los distintos emisores –y de muchos instrumentos financieros privados–, así como la ampliación extraordinaria de los diferenciales de dicha deuda, especialmente en Europa.

Por otra parte, el desencadenamiento de la crisis financiera global impidió valorar adecuadamente estructuras y productos financieros muy complejos, con lo que se generalizó la desconfianza entre las contrapartes que operaban en el sistema financiero –que no podían identificar y cuantificar sus posibles pérdidas–. Esto supuso el abandono de muchos mercados por los inversores y la progresiva rebaja de calificación crediticia para muchos de estos productos. El mercado de papel comercial respaldado con activos fue el primero que cayó<sup>1</sup>. Cuando los mercados de repos comenzaron a contraerse, especialmente en Estados Unidos, las dudas sobre el riesgo de contraparte se dispararon y el modelo de financiación de la banca de inversión se vino abajo<sup>2</sup>. Ante la salida de los inversores, las entidades de crédito que respaldaban los vehículos de titulización tuvieron que apoyarlos financieramente, gene-

rándose cuantiosas pérdidas. Ante el temor de una quiebra total del sistema, las autoridades rescataron a muchas entidades financieras insolventes<sup>3</sup>. El riesgo bancario contagió al soberano.

En la crisis actual hemos visto varios episodios de interrelación entre riesgo soberano y bancario. Por ejemplo, desde octubre de 2008 a marzo de 2009, se registró un aumento extraordinario de los *spreads* de la deuda pública derivado de las turbulencias en el sistema bancario norteamericano y europeo –especialmente, Austria, Irlanda, Holanda, etc.–. En 2010 y 2011, la desconfianza sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas de algunos países europeos ha favorecido una ampliación extraordinaria de los diferenciales de la deuda pública europea y la generalización de dificultades de financiación de las entidades bancarias en los mercados. No hay que olvidar que, además, el sector público y el bancario compiten por obtener financiación en los mercados.

La interrelación entre riesgo soberano y bancario tiene su plasmación en la correlación negativa entre los rendimientos soberanos y los precios de las acciones de los bancos observada por varios analistas<sup>4</sup>. Como vamos a ver, esa correlación se explica básicamente, por un lado, por la evolución de los precios de la deuda pública en los balances bancarios y, por otro lado, por el impacto sobre las cuentas públicas de la garantía implícita –y, en ocasiones, explícita– suministrada por los gobiernos a la banca.

Las perspectivas de estos dos riesgos, especialmente en Europa, no parecen ser optimistas. De hecho, la política monetaria ultra-expansiva puede estar edulcorando los riesgos de crédito y de liquidez que existen en los mercados de deuda y en los sistemas bancarios, por lo que un eventual endurecimiento de la política monetaria podría hacer más visibles dichos riesgos.

Aunque la interrelación del riesgo soberano y bancario es estrecha y bidireccional, vamos a

<sup>1</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010a). El 80 % de este mercado estaba en Estados Unidos y tres años después de agosto de 2007 su tamaño era menos de la tercera parte del nivel alcanzado antes de la crisis.

<sup>2</sup> La proporción de repos a muy corto plazo con respecto a los activos totales se había duplicado entre 2000 y 2007.

<sup>3</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009) y FINANCIAL STABILITY FORUM (2008).

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010b).



intentar diferenciar entre los impactos con origen en uno de los riesgos y en el otro. Comencemos con los efectos del riesgo soberano sobre el bancario.

## 1. IMPACTO DEL RIESGO SOBERANO SOBRE EL BANCARIO

El sustancial incremento del riesgo soberano ha ido paralelo al fuerte aumento del déficit público y del stock de deuda pública en circulación de los países desarrollados. El empeoramiento de las cuentas públicas se ha debido a la crisis económica, con la natural pérdida de recaudación fiscal e incremento de determinadas partidas de gasto público, y, en algunos países, al salvamento de entidades financieras muy relevantes por el sector público.

Centrándonos en la gestión de la deuda pública, un empeoramiento del riesgo soberano puede derivarse de un aumento del stock de deuda, de una estructura de vencimientos muy concentrada en el corto plazo o de un porcentaje elevado de deuda a tipo variable o denominada en divisas<sup>5</sup>. En general, dicha gestión es más vulnerable si en la cartera predominan los títulos a corto plazo o con tipo variable, la base de inversores es reducida o los títulos son menos líquidos –por ejemplo, por estar emitidos a la medida de algunos inversores–.

El crecimiento económico es también un factor básico para explicar un mayor o menor riesgo soberano. En general, las economías con mejores perspectivas de crecimiento se perciben con un riesgo soberano menor.

La crisis soberana puede desencadenarse por rebajas de *rating* de la deuda, por una fuerte ampliación de los diferenciales<sup>6</sup> o por la desconianza de los inversores –especialmente, extranje-

ros– que dificulten la refinanciación de la deuda. Asimismo, el contagio de otros mercados puede ser un factor muy relevante de empeoramiento del riesgo soberano. La dependencia entre mercados de deuda pública se incrementa en los periodos de estrés financiero y el contagio de un mercado a otro puede explicar que los *spreads* soberanos se hayan disparado en ocasiones, cuando no había cambios significativos en la posición fiscal de esos países<sup>7</sup>. En ese contagio, los cambios en las percepciones de los agentes que operan en los mercados han jugado un papel fundamental –por ejemplo, ante unas expectativas de un menor crecimiento mundial, que genera una mayor aversión al riesgo global–.

¿Cómo afectan los cambios registrados en el riesgo soberano sobre el riesgo bancario? Resumiendo mucho:

- Dichos cambios afectarán a la financiación de las entidades bancarias, en cantidad y precio –incluyendo los efectos sobre los mercados primarios y secundarios de valores–. En el caso concreto de un empeoramiento del riesgo soberano, podría restringirse y encarecerse la financiación bancaria en los mercados mayoristas, generando un riesgo de liquidez –se produciría un menor apetito al riesgo de los inversores y financiadores–<sup>8</sup>. Este efecto negativo sobre la financiación bancaria suele explicarse por la pérdida de credibilidad de la garantía pública implícita –y, en ocasiones, explícita– ofrecida a la banca, lo que afectaría negativamente al riesgo bancario. Dicha garantía reduce el coste de la deuda de dichas entidades –por la menor prima de riesgo exigida

<sup>5</sup> El riesgo empeora cuando los tipos están subiendo o las divisas se están apreciando.

<sup>6</sup> Antes de la crisis los diferenciales de deuda soberana en Europa eran mínimos –menos de 10 puntos básicos–. Tras la crisis, algunos bonos públicos han pasado a la categoría de deuda empresarial.

<sup>7</sup> CÁCERES, C., GUZZO, V. y SEGOVIANO, M. (2010).

<sup>8</sup> Cuando las condiciones de financiación se han endurecido, los Bancos Centrales han prestado a los bancos, generalmente con la garantía de la deuda pública poseída por éstos. Cuando la tensión ha sido máxima, en el caso europeo, el Banco Central ha aceptado, como colateral, diversos instrumentos privados respaldados con activos, que han sido emitidos por los bancos con el único objetivo de participar en esas inyecciones de liquidez.



por los financiadores–, lo que favorece su apalancamiento y el crecimiento de sus activos<sup>9</sup>.

- Los cambios en el riesgo soberano afectarán al valor de la deuda pública mantenida por las entidades bancarias<sup>10</sup>, lo que puede hacer variar sus resultados. Supongamos, por ejemplo, un empeoramiento del riesgo soberano. Éste deteriorará el valor de la deuda pública mantenida en las carteras de negociación y disponible para la venta, lo que producirá, en el primer caso, unos menores resultados y, en el segundo caso, un ajuste contra el patrimonio de la entidad<sup>11</sup>. En el caso europeo, la mayor parte de la deuda pública mantenida por los bancos está en su cartera de inversión a vencimiento, por lo que no se aplicaría el principio de *mark-to-market*. Durante la crisis se ha debatido el papel procíclico del *mark-to-market* y se han pedido cambios contables para no tener que reconocer pérdidas por deterioro en el valor de activos en momentos de graves dificultades del sector bancario de los países desarrollados. Aunque es claro que el mantenimiento de activos hasta su vencimiento exige un enfoque diferente, hay que limitar al máximo las alternativas al *mark-to-market*, ya que las entidades pueden tener la tentación de no reconocer pérdidas reales y aplazar indefinidamente medidas de saneamiento,

que serán más traumáticas cuanto más se retrasen<sup>12</sup>.

- La cartera de negociación de un banco siempre está expuesta al riesgo de mercado –variación del tipo de interés–, lo que conducirá a un mayor o menor consumo de recursos propios para la entidad. Un empeoramiento del riesgo soberano de un país supone un aumento del rendimiento de la deuda pública (*yield*). El aumento del riesgo provocará un mayor consumo de recursos propios.
- Teniendo en cuenta que los instrumentos de deuda pública son utilizados como colaterales en operaciones en los mercados financieros, incluyendo las operaciones de mercado abierto del Banco Central, y, además, sirven para gestionar el riesgo de crédito de los bancos, es claro que una gestión imprudente de la deuda pública puede aumentar su volatilidad<sup>13</sup>, entorpeciendo dichas funciones.
- Una crisis soberana también impacta indirectamente sobre el sector bancario, ya que el aumento del rendimiento de la deuda pública tiende a aumentar los tipos a largo plazo de la economía, lo que desestimula el consumo y la inversión. Al final, una desaceleración o recesión tiende a impactar, por diversas vías, en los resultados bancarios<sup>14</sup>.

<sup>9</sup> Al final, dicha garantía distorsiona decisiones de consumo e inversión de familias y empresas, facilitando su sobreendeudamiento, tal y como ha ocurrido antes de la crisis actual. Esta garantía es también un incentivo a mantener unos menores recursos propios.

<sup>10</sup> La deuda pública es demandada por su nulo o muy bajo riesgo de crédito y su elevada liquidez. Estos activos sirven también para cumplir requisitos regulatorios, por ejemplo, los relativos a la liquidez. Asimismo, los títulos públicos sirven de referencia (*benchmark*) para establecer el riesgo de otros instrumentos.

<sup>11</sup> Cuando hay una clara evidencia de deterioro del valor de un instrumento en la cartera de disponible para la venta, también se llevaría a resultados dicho deterioro.

<sup>12</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009).

<sup>13</sup> DAS, U., PAPAIOAMOU, M., PEDRAS, G., AHMED, F. y SURTI, J. (2010). Un detalle de los cambios en la gestión de la deuda pública en el área euro puede verse en DE BROECK, M. y GUSCINA, A. (2011).

<sup>14</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010a). Según esta institución, un incremento del 10 % del stock de deuda pública disminuye el crecimiento potencial anual en un 0,15 %. Asimismo, cualquier ejercicio de consolidación fiscal impactará sobre el crecimiento económico, lo que afectará a los resultados bancarios: cada punto de consolidación fiscal reduce el crecimiento del Producto Interior Bruto medio punto porcentual tras dos años.



No hay reglas inequívocas para determinar cuándo y en qué magnitud una variación del riesgo soberano puede impactar en el riesgo bancario. En esta crisis, se ha observado en varios países que una rebaja de *rating* de la deuda soberana ha precedido a una rebaja de *rating* de las entidades bancarias. La racionalidad de este hecho es clara: la garantía pública implícita del sector bancario se deteriora cuando aumentan las vulnerabilidades del sector público de un país<sup>15</sup>. Por otro lado, hay niveles de deuda pública que, aunque muy elevados, no son explosivos y tienen menos efectos negativos que otros. Ello puede deberse a la existencia de un porcentaje reducido de inversores extranjeros, de altos niveles de ahorro privado, de un superávit de balanza por cuenta corriente, de escasas alternativas para los inversores nacionales, etc. En general, los indicadores de riesgo soberano deben ser interpretados con cautela, ya que se ven influidas<sup>16</sup>, además de por la evolución de las variables fiscales básicas de un país, por las perspectivas de crecimiento –tanto nacionales como globales– y por la evolución de la aversión al riesgo global.

Podemos finalizar resumiendo la discusión actual sobre una situación de máxima tensión en el riesgo soberano: la reestructuración de la deuda de un país, y cómo puede afectar al sistema bancario. Primero, en áreas muy integradas, comercial y financieramente, como la zona euro, la reestructuración de la deuda de un país acabaría impactando a los sistemas bancarios de los otros países de la zona. Por ello, se debe favorecer que las entidades reduzcan sus tenencias de deuda pública problemática o refuercen su capitalización. Segundo, la reestructuración también impactaría en la economía real de los otros países, a través de los efectos riqueza sobre los acreedores, así como la reducción del crédito y la liquidación de activos que pueden llevar a cabo los bancos acreedores. Tercero, la corresponsabi-

lidad, en la reestructuración de la deuda, de los bancos acreedores eliminaría el problema de riesgo moral de cualquier modalidad de rescate, aunque puede acentuar el riesgo sistémico generado por las entidades que sufran un mayor impacto en sus resultados.

## 2. IMPACTO DEL RIESGO BANCARIO SOBRE EL SOBERANO

El empeoramiento del riesgo bancario, en esta crisis, se deriva del excesivo apalancamiento de las entidades, de la incertidumbre sobre la calidad de los activos bancarios, del exceso de capacidad generado en el sector, de la insuficiente capitalización de las entidades y del endurecimiento de sus condiciones de financiación –en algunos países de la zona euro, las dificultades en los mercados mayoristas han supuesto un aumento drástico de los rendimientos de la deuda bancaria, encareciéndose más la nueva deuda emitida en los países con mayor riesgo soberano–.

Por otro lado, la insuficiente transparencia del sector financiero dificulta una valoración objetiva de dichas entidades y provoca aumentos de sus primas de riesgo en situaciones de crisis. Otro factor de aumento del riesgo bancario actual en Europa es la incertidumbre sobre el papel que va a jugar la banca en la resolución de crisis soberanas.

El riesgo bancario sistémico puede ser más letal para las cuentas públicas que el riesgo bancario idiosincrático. En esta crisis han perdido valor prácticamente todos los activos, por lo que las políticas de diversificación de cualquier entidad han servido para poco.

El riesgo bancario también afecta al riesgo soberano:

- La insolvencia de una entidad que sea rescatada por el Estado supone un aumento de las necesidades de financiación de éste, lo que, en función de la cuantía de dicho rescate, puede empeorar sensiblemente el riesgo soberano. En

<sup>15</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011a).

<sup>16</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010b). Siempre hay que suponer unos mercados de deuda pública suficientemente líquidos.



general, cualquier garantía explícita o implícita de un gobierno al sistema bancario aumenta extraordinariamente el impacto del riesgo bancario sobre el soberano. En este contexto, el peso relativo del sistema financiero con respecto al Producto Interior Bruto y al tamaño del presupuesto público es clave, siendo muy significativo el impacto sobre el riesgo soberano de una perturbación en el sistema bancario, si dicha proporción es muy elevada<sup>17</sup>.

- La incertidumbre sobre la calidad de los activos de los bancos de un país o área económica o una disparidad muy fuerte en la estimación de las insuficiencias de capital de dichas entidades genera desconfianza y volatilidad tanto de la deuda pública como de las acciones de los bancos de dicho país o área<sup>18</sup>.
- El peso de las entidades financieras en cualquier índice bursátil o financiero, por ejemplo, en Europa, excede el 25 %. En consecuencia, un empeoramiento del riesgo bancario puede impactar en los mercados donde cotizan sus instrumentos y afectar a la financiación del sector público.

Desde 2009, los sistemas bancarios de Estados Unidos y de la zona euro se han fortalecido, aumentando su capitalización y reduciendo su dependencia de los mercados mayoristas. En Estados Unidos la capitalización de las entidades

es mayor –tanto por los importes inyectados por el sector público en 2008 como por la apelación a inversores privados– que en Europa y su dependencia de los mercados mayoristas es bastante menor –desde 2009 los bancos británicos han aumentado más su capitalización y han reducido más su dependencia de mercados mayoristas que los bancos de la zona euro–.

La reducción de las potenciales obligaciones de los Estados con la banca pasa por la eliminación de subsidios implícitos y explícitos a las entidades financieras y por el control del riesgo sistémico –y, por ende, soberano– que suponen las entidades demasiado grandes y complejas para quebrar. Como veremos más adelante, las reformas financieras en Estados Unidos y en la Unión Europea han ido en esa dirección: se están desarrollando un marco institucional para la supervisión macro-prudencial, se ha reforzado la regulación y supervisión micro-prudencial y se está intentando reforzar la disciplina de mercado en los supuestos de insolvencia de las entidades. A largo plazo, la retirada de la garantía pública sobre los bancos y la corresponsabilidad de un mayor tipo de acreedores de dichas entidades en situaciones de insolvencia –por ejemplo, bonistas– puede aumentar su solidez.

### III. EL PAPEL DE LA REGULACIÓN FINANCIERA

Antes de la crisis, nadie había previsto la posibilidad de una masiva y repentina paralización de las fuentes de financiación al retirarse los oferentes, dada la incertidumbre sobre la valoración de los activos, los riesgos de las contrapartes y la disponibilidad de liquidez. Asimismo, no se había anticipado la importancia del riesgo sistémico, por encima de los riesgos idiosincráticos soportados por cada entidad, y la inadecuada infraestructura para la compensación y liquidación de las operaciones con instrumentos financieros. De aquí, la envergadura de la reforma financiera en curso.

Es fundamental que la regulación refuerce la solidez de la banca, lo que reducirá la probabili-

<sup>17</sup> Hasta el momento, el coste directo neto de las medidas de salvamento bancario es relativamente bajo, aunque se mantienen elevadas las garantías ofrecidas por los gobiernos y que siguen vigentes –eso sí, una nueva recesión podría encarecer dichos costes, ya que los precios de los activos adquiridos por los gobiernos pueden disminuir–. Puede verse un análisis de las ayudas públicas a la banca internacional en INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011d).

<sup>18</sup> El ejemplo más claro de incertidumbre sobre la calidad de los activos se produjo en el sistema bancario japonés en los años 90. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011c).



dad de una nueva crisis bancaria y, por tanto, minimizará el impacto del riesgo bancario sobre el riesgo soberano. Asimismo, una banca mejor regulada y, por tanto, más sólida, permitirá a las entidades afrontar en mejores condiciones cualquier turbulencia soberana.

Parece claro que esos cambios regulatorios tendrán efectos a medio y largo plazo sobre el sector financiero. A corto plazo, tendrán más impacto medidas relativas al saneamiento de activos, la recuperación económica y la estabilización del mercado inmobiliario.

Aunque, en principio, una buena regulación bancaria busca mejorar la calidad del balance de las entidades bancarias, con las reformas actuales se está favoreciendo una banca más pequeña, es decir, una reducción de dichos balances o, lo que es lo mismo, de los riesgos que soportan las entidades.

A la hora de regular hay que tener en cuenta, para mitigarlos, los potenciales conflictos entre los diferentes grupos de interés existentes en el sector financiero, especialmente en una situación de crisis bancaria: accionistas; tenedores de la deuda preferente (*senior*) bancaria, sean nacionales o extranjeros; contribuyentes del país –que financiarían un potencial rescate–; etc.

Una última cuestión general: la regulación debería tener un enfoque global, es decir, no debería tener en cuenta los distintos riesgos a los que se enfrenta una entidad de forma aislada e inconexa. Por ejemplo, se podría exigir que las entidades limiten el tamaño relativo de sus posiciones netas abiertas, pero ello podría ser insuficiente, ya que los activos podrían resultar ilíquidos en una situación de estrés. También se podría exigir a un banco que se endeude en divisas que mantenga activos, por ese importe, en esas mismas monedas, pero esa norma podría aumentar la exposición de las empresas prestatarias al riesgo de tipo de cambio<sup>19</sup>.

<sup>19</sup> ALLEN, M., ROSENBERG, C., KELLER, C., SETSER, B. y ROUBINI, N. (2002).

## 1. *BASILEA III*<sup>20</sup>

En la sección anterior ha quedado clara la relación entre riesgo soberano y riesgo bancario, así como el papel de los mercados mayoristas y monetarios en esa relación. Durante la fase de expansión, se ha incrementado mucho el peso relativo de la financiación a corto plazo de la banca europea, siguiendo la tendencia establecida por la banca de inversión. Cabe destacar el aumento de las operaciones de financiación asegurada a través de repos, multiplicando la capacidad de financiación de dichos mercados<sup>21</sup>.

Pues bien, la vulnerabilidad de la banca a dichos mercados<sup>22</sup> se mitiga, según los reguladores, a través de más capital, más liquidez y menos apalancamiento. Asimismo, un sistema bancario más y mejor capitalizado puede afrontar mejor una crisis soberana, ya que puede no refinanciar a un deudor sin la amenaza clara que puede representar para su solvencia un deterioro del valor de algunos de sus activos –los emitidos por el deudor soberano–.

### 1.1. *Capital*

Basilea III va a exigir a las entidades bancarias más capital y de mejor calidad, con el objetivo de que esos recursos propios puedan absorber mejor que en la crisis actual las potenciales pérdidas de las entidades. Esto se logrará incrementando el porcentaje mínimo del llamado «capital principal» de las entidades (capital más reservas) del 2 % al 4,5 %.

Asimismo, el llamado *tier 1*, que incluye, además de los elementos anteriores, algunos instru-

<sup>20</sup> BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2011). La versión original del documento que contiene el acuerdo sobre Basilea III es de diciembre de 2010.

<sup>21</sup> Basilea I y II favorecieron los repos como instrumento de financiación, ya que al ser ésta garantizada, el consumo de capital era menor. Esta liberación de capital permitió aumentar el apalancamiento de las entidades y así poder crecer más. Paralelamente, surgió un descalce creciente de plazos de vencimientos de activos y pasivos.

<sup>22</sup> En Northern Rock un 68 % de sus obligaciones procedían de los mercados mayoristas.



mentos financieros híbridos –por ejemplo, participaciones preferentes–, pasará del 4% al 6%. Los criterios para la computabilidad de esos instrumentos híbridos serán más estrictos que en la actualidad. Los porcentajes señalados entrarán en vigor el 1 de enero de 2015.

Otra novedad importante es la de los colchones para la conservación de capital, que deberán alcanzar un 2,5% en enero de 2019 y ser cubiertos con capital principal. Estos colchones son un instrumento que tiene un objetivo similar al de las provisiones dinámicas, es decir, podrán ser utilizados para absorber pérdidas en momentos económicos difíciles, pero su consumo podrá suponer restricciones al reparto de dividendos de la entidad o al pago de retribuciones variables de su personal directivo. En resumidas cuentas, no busca reducir directamente la expansión del crédito, sino contar con un «colchón» de recursos propios adicionales para cuando cambie el ciclo.

Hay que reseñar que el recorte de dividendos, si se reduce el colchón de conservación de capital, es una medida discutible, ya que en una coyuntura adversa, en la que se consuma dicho colchón, puede resultar necesario recapitalizar la entidad. Pues bien, las restricciones en su política de dividendos pueden dificultar la captación de nuevo capital. Lo mismo puede decirse de las retribuciones. Estas medidas, en lugar de favorecer la recuperación de la entidad, pueden acabar de hundirla.

Basilea III también incluirá colchones anti-cíclicos de hasta un 2,5%, cubiertos con capital principal u otros instrumentos que absorban plenamente pérdidas y que intentarán prevenir los periodos de excesivo crecimiento del crédito bancario, por lo que sólo resultarán aplicables en dichos periodos. Como puede observarse, los colchones anti-cíclicos son una medida claramente macro-prudencial, con el objetivo de estabilizar el sector financiero. En este caso, sí buscan reducir un crecimiento desmesurado del crédito, aunque un mayor consumo de recursos propios no garantiza dicha reducción.

Hay dos vías para cumplir los nuevos requerimientos de capital: aumentar las emisiones de

instrumentos financieros computables como capital principal o reducir activos ponderados por riesgo –que consumen dicho capital–. La incertidumbre económica y la volatilidad de los mercados de valores no estimulan el crecimiento de dichas emisiones, por lo que será necesario vender activos, especialmente de los que consumen más recursos propios. Las dificultades de captación de nuevo capital y la previsible insuficiencia de la liquidación de activos podrían acabar provocando una reducción del crédito.

Los analistas han llamado la atención sobre otros riesgos del Acuerdo. Por un lado, una excesiva atención a las exigencias cuantitativas de capital puede conllevar un problema de riesgo moral, ya que podría olvidarse la importancia de analizar los riesgos asumidos por el lado del activo de las entidades –que es donde se originan los problemas graves de las entidades–. Por otro lado, Basilea III tiende a utilizar un único enfoque para todos los casos, lo que ignora la amplia gama de modelos de negocio diferentes empleados por los bancos o del grado de sofisticación de su gestión de riesgos.

## 1.2. *Liquidez*

Los problemas de liquidez han sido muy relevantes desde el comienzo de la crisis, como consecuencia de la incertidumbre sobre la valoración de los activos y del incremento del riesgo de contraparte. Ha habido momentos de máximo estrés con una práctica paralización de los mercados<sup>23</sup>. A esto hay que añadir la segmentación de la liquidez entre jurisdicciones por las normas nacionales.

En consecuencia, la crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de contar con normas con vocación más global y la importancia para los bancos de disponer de unos colchones de liqui-

<sup>23</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010a). La relevancia adquirida por nuevas entidades oferentes en los mercados mayoristas a corto plazo, por ejemplo, los fondos monetarios, explican su fuerte volatilidad.





dez, especialmente si tenemos en cuenta que su actividad básica es transformar plazos de las operaciones financieras<sup>24</sup>. Cuando las entidades tienen acceso a redes de seguridad, como el seguro de depósitos, dicha transformación de plazos debe estar sujeta a ciertas restricciones o elementos compensatorios, como son los colchones de liquidez. La historia de rescates bancarios también justifica dichas restricciones.

Es importante diferenciar el riesgo de liquidez idiosincrático del sistémico. Para el primero, la respuesta regulatoria son los ratios de liquidez aprobados en Basilea III. Para el segundo, los Bancos Centrales seguirán jugando un papel muy activo, ya que los requisitos de capital y liquidez no pueden estar diseñados para situaciones de máximo estrés, como las que hemos vivido en estos últimos años. Es claro que hay que minimizar el riesgo sistémico de liquidez durante el ciclo alcista, ya que, de lo contrario, se generaría un indudable problema de riesgo moral. Por el momento, las discusiones sobre las alternativas regulatorias al riesgo de liquidez sistémico son teóricas, proponiéndose, entre otras medidas, contribuciones que reconozcan explícitamente el coste para el sector público del rescate de operadores en algunos mercados, primas de riesgo que fueran mayores cuando la entidad dependa más de la financiación mayorista y seguros de liquidez con primas aplicables a la financiación mayorista, que crecerían con el descalce de plazos de activos y pasivos<sup>25</sup>.

Basilea III ha introducido medidas para el refuerzo de su liquidez. En enero de 2015 entrará en vigor la llamada ratio de cobertura de liquidez. Esta supone que el stock de activos líquidos de elevada liquidez que mantenga la entidad debe ser mayor o igual que las salidas de caja netas durante un periodo corto de estrés financiero –30 días–. De esta forma, la entidad soportaría una fuerte salida de fondos a corto plazo en

un escenario de estrés severo. Entre los activos líquidos propuestos –en función de su baja correlación con activos de riesgo, la facilidad y certeza de su valoración, su negociación en mercados regulados, la facilidad para convertirlos en liquidez, etc.– se encuentran el efectivo; las reservas en el Banco Central; los valores negociables con garantía soberana o de Bancos Centrales; la deuda pública; y, en menor medida, los bonos corporativos y las cédulas hipotecarias<sup>26</sup>. En las salidas de caja se considerarían partidas de pasivo y de fuera de balance a las que se les aplicaría unos porcentajes según el tipo de estrés. A los depósitos interbancarios y a otros instrumentos financieros a corto plazo con vencimiento menor de 30 días, se les aplicará un porcentaje del 100 %. En las entradas de caja habría que incluir aquellas que sean totalmente realizables en un plazo de 30 días.

Como complemento de la ratio de cobertura de liquidez, se introducirá en enero de 2018 una ratio de financiación estructural o ratio de financiación estable neta. Ésta supone que el volumen disponible de financiación estable sea mayor o igual a los requerimientos de financiación estable, es decir, busca cierto equilibrio entre el mantenimiento de ciertos activos a largo plazo y la financiación de dichos activos. Cumpliendo esta ratio, se supone que la entidad soportaría un estrés de financiación de un año<sup>27</sup>.

Los nuevos requerimientos de liquidez obligarán a una transformación de los pasivos y activos bancarios para conseguir un mejor encaje de los plazos de vencimiento de unos y otros. En parti-

<sup>24</sup> Esta transformación de plazos es analizada, entre otros, por ALLEN, M., ROSENBERG, C., KELLER, C., SETSER, B. y ROUBINI, N. (2002).

<sup>25</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011a).

<sup>26</sup> Para los activos más líquidos no hay límite cuantitativo. Para los otros activos elegibles, hay un máximo del 40 % –además tienen que superar cierta calificación crediticia–.

<sup>27</sup> El Fondo Monetario Internacional ha demostrado que el cumplimiento de la ratio de financiación estable neta de Basilea III no habría evitado los problemas de liquidez de todas las entidades financieras que han quebrado en la crisis. Ya se ha señalado que los ratios de liquidez de Basilea III estén pensados para mitigar el riesgo idiosincrático y, aunque el cumplimiento de dichas ratios reduciría el riesgo de liquidez sistémico –se reduciría la probabilidad de que varias entidades tuvieran dificultades de liquidez al mismo tiempo– éste tiene su propio desarrollo. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011b).



cular, aumentará la demanda de los activos de mayor calidad crediticia y liquidez – por ejemplo, deuda del Estado– y disminuirá los de menor calidad y liquidez –emitidos usualmente por empresas–. Estas medidas perjudican a la banca comercial tradicional que transforma depósitos –generalmente, a un plazo medio reducido– en créditos –usualmente, con un plazo de vencimiento mayor–. También se favorecerá la transformación de fondos de inversión y de pensiones en depósitos bancarios. Estos previsibles cambios en la demanda pueden también aumentar la competencia por depósitos y, en general, por fuentes de financiación a largo plazo.

En el próximo futuro, hay que evitar una excesiva concentración de la demanda de activos líquidos, derivada de la definición de activos elegibles para las ratios de liquidez, ya que puede provocar tensiones en los mercados. Asimismo, habría que prestar atención al diseño de la política monetaria, en lo que respecta a sus efectos sobre la gestión de la liquidez de las entidades. Por ejemplo, los activos elegibles como colaterales pueden afectar al mercado de dichos activos, dada la preferencia de las entidades por dichos activos. También las reservas mantenidas en el Banco Central pueden generar ciertas distorsiones, ya que aunque un nivel de reservas más alto es un colchón indudable de liquidez, no se favorecería el desarrollo de sistemas de gestión de riesgos eficaces por parte de las entidades.

### 1.3. Apalancamiento

Menos definida está la introducción de una ratio de apalancamiento que complemente las medidas anteriores. Partiendo de un porcentaje del 3% sobre el *tier 1*, aplicable hasta el año 2017, y tras realizar los ajustes que se consideren oportunos, la ratio definitiva se adoptará en enero de 2018.

Para muchos bancos, una ratio de apalancamiento estricta puede restringir su operativa y sus posibilidades de crecimiento –incluyendo las inversiones crediticias– tanto o más que las mayores exigencias de capital. Al igual que lo observa-

do con otras medidas, esta ratio podría estimular la adopción de decisiones de inversión más arriesgadas, ya que con ellas se podría obtener una mayor rentabilidad.

### 1.4. Una valoración global de la reforma<sup>28</sup>

Desde el punto de vista de los reguladores, Basilea III busca el desarrollo de una banca más pequeña, más solvente y más líquida. Todo esto favorecería la estabilidad macroeconómica, con menos crecimiento durante los auges, pero menor recesión durante las fases descendentes del ciclo.

Es previsible que con Basilea III, el aumento de los costes financieros de los bancos, el mantenimiento de activos menos rentables y la obtención de menores ingresos de operaciones de *trading*, reduzcan su margen de intereses y rentabilidad. Para compensar dicha reducción, las entidades tendrán que aumentar el precio de sus servicios y productos, reducir los dividendos, etc. Por otra parte, las medidas sobre la liquidez de las entidades se contrarrestan, en parte, con el menor consumo de capital de una cartera con activos de elevada calificación y más líquidos. Hay que evitar que la presión sobre la rentabilidad pueda generar comportamientos más arriesgados para intentar mantener dicha rentabilidad.

Concretando los impactos sobre los balances de las entidades, se reducirán algunas participaciones accionariales en otras entidades, la financiación interbancaria no garantizada, el diseño y negociación de muchos derivados, etc. También puede haber líneas de negocio con una rentabilidad sobre el capital muy baja que, con los cambios, no resulten rentables. Asimismo, la financiación a empresas puede verse modificada al favorecerse relativamente las emisiones de valores con respecto al crédito bancario, existiendo incentivos a prestar a empresas que mantengan

<sup>28</sup> Véase, entre otros informes, CENTRO DEL SECTOR FINANCIERO DE PWC y IE BUSINESS SCHOOL (2010).



una vinculación estrecha con la entidad, especialmente que mantengan depósitos. Por último, las medidas estimularán previsiblemente una fijación de precios más selectiva de los productos y servicios prestados.

¿Cuándo comenzarán a observarse los efectos de Basilea III? Los plazos de implantación para los nuevos requisitos puede que parezcan holgados. Sin embargo, los mercados presionarán sobre las entidades con un grado de incumplimiento mayor y éstas tendrán que acelerar su adaptación, ya que, de lo contrario, se entorpecerá o encarecerá su financiación.

Las entidades pueden ir haciendo muchas cosas. Por ejemplo: planificar sus necesidades de capital y liquidez en este nuevo entorno –cómo y cuándo quieren cumplir las nuevas ratios y, en particular, sustituir los instrumentos que no van a encajar en la nueva definición de recursos propios básicos–; asegurarse de que disponen de procesos sólidos de gestión de capital; y fortalecer la gestión de riesgos, por ejemplo, en el ámbito del riesgo de liquidez –para muchas entidades, la liquidez es probable que se convierta en un problema mayor que el capital–.

## 2. ALTERNATIVAS REGULATORIAS AL RIESGO SISTÉMICO

### 2.1. El debate sobre el tamaño de las entidades

La relevancia sistémica de las entidades viene definida por su tamaño, interconectividad y pertenencia a un grupo de entidades o a la percepción por el público de dicha pertenencia.

Conceptualmente, se ha defendido que la diversificación de actividades que permitía el mayor tamaño reducía el riesgo global asumido por la entidad y, por ello, la regulación exigía menos recursos propios. La crisis ha puesto de manifiesto que la diversificación protege del riesgo específico o idiosincrático, pero cuando muchas entidades siguen un patrón de diversificación similar, se hacen más vulnerables. El tamaño también plantea problemas entre jurisdicciones.

Por un lado, si el rescate lo hace el país en el que tiene más actividad un banco, sería injusto, ya que los beneficiarios estarían en otros países. Además, el coste del rescate podría ser demasiado elevado para un país en solitario. Por otro lado, la cooperación entre países, en la presente crisis, se ha demostrado muy complicada.

¿Qué efectos negativos provoca la percepción de que una entidad es «demasiado grande y compleja para quebrar»? Básicamente, que esa entidad puede financiar proyectos y operativa más arriesgada. De hecho, en la crisis actual, la intervención estatal en muchos países se ha originado en esa operativa más arriesgada, no en la actividad crediticia tradicional. Es claro que el riesgo de las entidades crece si es mayor su cartera propia y las operaciones de tesorería. Asimismo, el riesgo –de liquidez– crecerá si la actividad crediticia de los bancos está menos respaldada por depósitos y más por emisiones de deuda.

La respuesta regulatoria al problema del tamaño de los bancos está siendo variada: mayores requisitos de capital; estructura de los grupos bancarios basada en filiales, financieramente independientes; reducción de las interconexiones de los bancos, especialmente en la negociación de valores; separación de la negociación por cuenta propia del negocio tradicional bancario; planes de recuperación y liquidación de entidades; *bail in* de entidades; capital contingente, etc.

### 2.2. La vuelta al negocio bancario tradicional

Durante el proceso de reforma financiera internacional se ha debatido la posibilidad de orientar el sector bancario hacia un concepto de *narrow banking*. Hay varias alternativas para dicho concepto. Si descartamos las más extremas (en las que los depósitos deben ser invertidos sólo en activos públicos sin riesgo y la actividad crediticia debe ser financiada en los mercados), habría que centrarse en las que suponen ciertas limitaciones a las posibilidades de inversión de las entidades bancarias.



Una alternativa que se ha discutido, sobre todo en EEUU y Reino Unido<sup>29</sup>, sería separar las actividades de banca de inversión (aseguramiento y colocación de valores) de las de banca comercial. El problema es diferenciar estrictamente entre banca de inversión y banca comercial, ya que en el momento en que comercializas instrumentos y tienes que dar cierta liquidez, ya se entra en una actividad por cuenta propia. En Reino Unido es previsible que se introduzca esta separación de actividades.

Otra alternativa para conseguir un objetivo parecido es incrementar los requerimientos de capital de ciertas actividades de *trading* y cartera propia (las menos relacionadas con la prestación de servicios a clientes). Esta alternativa es la que va a prevalecer de forma global.

### 2.3. Los planes de recuperación y liquidación de entidades

En cuanto a los planes de recuperación, una vez definidos unos umbrales de solvencia y liquidez de estrés, si éstos se alcanzan, la entidad debe tomar una serie de medidas para recuperar unos niveles adecuados. Entraríamos en una fase de soluciones «estrictamente privadas», desarrolladas por la entidad. La funcionalidad de estos planes de recuperación sería la de anticipar las medidas propuestas por la entidad y su valoración por parte del supervisor, sin tener que esperar a que los problemas aparezcan.

Con el plan de liquidación de una entidad, se trata de facilitar al supervisor dicha liquidación, por lo que debería incluir tanto medidas que la faciliten como obstáculos –financieros, legales y operativos– que puedan retrasarla.

Las entidades deberán incorporar en el plan de recuperación las circunstancias en las que se ejecutaría; la información requerida para poder ejecutar el plan y plazo para su obtención; los obstáculos legales, financieros y operativos para

la ejecución del plan; y las medidas propuestas, que pueden ser acciones para el refuerzo de los recursos propios, filiales y líneas de negocio que se pondrían a la venta –incluyendo las contingencias que podrían surgir en esa venta–, respuestas de la entidad ante la quiebra de alguna de sus principales contrapartidas, etc.

En principio, los planes de liquidación deberían incluir la información que debe tener a su disposición el supervisor en caso de intervención y así reducir al máximo el tiempo de duración de ésta; la descripción de sistemas y aplicaciones informáticas; los flujos de trabajo claves y tipos de contratos de la entidad; la estructura organizativa del grupo, identificando las relaciones operativas y financieras entre la entidad y sus filiales, así como los planes de contingencia para la interrupción del servicio; el organigrama de la entidad, con responsables y sus funciones; la descripción de las infraestructuras de mercado y de pagos con las que opera la entidad y plan para una hipotética desconexión ordenada de dichas infraestructuras; las medidas que faciliten una rápida distribución de los activos propiedad de los clientes; un procedimiento para la elaboración de una relación de depósitos que mantiene cada cliente en la entidad, diferenciando la parte cubierta de la no cubierta por el Fondo de Garantía de Depósitos; un procedimiento para identificar y clasificar rápidamente a los acreedores de la entidad; etc.

Los planes deben ser actualizados periódicamente. Estas revisiones contribuirán a determinar el perfil de riesgo de la entidad

### 2.4. El capital contingente

El capital contingente es un instrumento de deuda que puede reforzar el capital de una entidad bien mediante conversión en capital ordinario bien mediante una reducción del valor del nominal de dicha deuda. Este proceso se desencadenaría en el momento de alcanzarse unos niveles predeterminados de ciertas variables relativas a la solvencia financiera de la entidad.

<sup>29</sup> INDEPENDENT COMMISSION ON BANKING (2011).



Todos los analistas coinciden en que los supuestos desencadenantes de la conversión deben ser claros, deben estar fijados en el momento de la emisión y deben ser fáciles de identificar y determinar. A mayor margen de discrecionalidad para los gestores de la entidad, en la determinación del cumplimiento de los supuestos desencadenantes, mayor penalización económica soportará la emisión. Los supuestos desencadenantes no deben suponer un incumplimiento de la regulación prudencial, es decir, deben fijarse por encima de los coeficientes mínimos de solvencia de las entidades de crédito.

La ligazón de los supuestos desencadenantes a factores de mercado, por ejemplo, la evolución del precio de las acciones de la entidad emisora o su valor de capitalización, puede suscitar problemas. Tampoco tiene mucho sentido ligar los supuestos desencadenantes a la generación de riesgo sistémico por la entidad con dificultades, ya que, en algunos casos, podría no generarse dicho riesgo y ser necesaria la conversión del capital contingente y, en otros casos, esperar a la materialización del riesgo sistémico supondría que dicha conversión se produciría demasiado tarde.

## 2.5. El *bail-in* de entidades

Un *bail-in* supone una capitalización a través de la reestructuración de deuda, con recortes en su valor y conversión en capital. Esta reestructuración vendría impuesta por las autoridades financieras. El *bail-in* de una entidad produciría el mismo resultado que una reestructuración consensuada, pero las decisiones deberían ser tomadas en un plazo muy corto (generalmente, un fin de semana).

Al igual que el capital contingente entra claramente dentro de las medidas para la recuperación de una entidad, el *bail-in* estaría a mitad de camino entre la recuperación y la liquidación de dicha entidad. El *bail-in* reduciría el riesgo sistémico al evitar los resultados de la liquidación de una entidad, que siempre es más incierta y costosa.

La intervención pública es necesaria, ya que la recapitalización privada de una entidad de crédito, ante problemas de solvencia, es muy complicada. Por un lado, una ampliación de capital, a un precio razonable, suele ser inviable. Por otro lado, la liquidación precipitada de activos puede resultar fallida o generar cuantiosas pérdidas, no solucionando el problema. Por último, una conversión negociada de deuda en capital tampoco es realista, especialmente con expectativas de salvamento público en el que no pierden los accionistas y acreedores.

Para hacer operativos los *bail-in* debería aprobarse una norma con rango suficiente que identifique las clases de instrumentos que podrían ser objeto de esta modalidad de recapitalización; que haga innecesaria la aprobación del proceso por parte de acreedores, accionistas y cualquier otro grupo de interés implicado; y que garantice que todos los acreedores del mismo rango sean tratados de forma similar; y que ofrezca a los accionistas y acreedores afectados los mismos derechos de recurso que en el caso de otras formas de intervención de una entidad por las autoridades supervisoras.

Operativamente, en primer lugar, en un *bail-in* habría que efectuar un recorte en la valoración de una serie de activos o una reducción de las reservas de la entidad. Habría que comenzar con el capital y reservas de la entidad, para seguir avanzando con la deuda de más a menos subordinada –en principio, participaciones preferentes, deuda subordinada y cualquier otra no garantizada–. Las obligaciones y pasivos ligados a actividades básicas de la entidad (pagos de transacciones, liquidación, etc.) no deberían ser objeto de recorte en su valoración. Tampoco se vería afectada la deuda garantizada o los depósitos garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos. Las dudas sobre la elegibilidad de otros activos deberían ser resueltas en la norma que regule los *bail-in* y así no tener que esperar a que haya que iniciar un proceso. El siguiente paso sería la emisión de nuevo capital en importe suficiente para evitar sucesivas ampliaciones. Esta ampliación podría realizarse mediante la conversión de activos.



### 3. REFORMAS EN LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Una mayor dependencia de los mercados mayoristas permitió a los bancos crecer más, pero les hizo más vulnerables. Primero, surgieron nuevos riesgos de contraparte al entrar en los mercados de repos instituciones con diferente, menor o nula regulación. Segundo, no se entendieron los riesgos de crédito de las nuevas garantías, por una menor calidad de los instrumentos y por la generalización de modelos de valoración de productos muy complejos –sin supuestos para casos de liquidación forzosa o de falta de mercado–. Tercero, se subestimaron los riesgos de mercado, como resultado del largo periodo de tipos de interés muy bajos. Cuarto, no se habían desarrollado infraestructuras del mercado adecuadas.

Las debilidades de los mercados mayoristas deben ser superadas con medidas desarrolladas por los propios mercados y, en algún caso, con medidas regulatorias. Primero, debería aumentarse la transparencia de los mercados interbancarios y debería facilitarse la liquidación de operaciones en dichos mercados. Segundo, debería mejorarse la gestión de las garantías en los mercados de financiación garantizada, a través de ajustes en su valoración más frecuentes, de mayores restricciones a la elegibilidad de algunas garantías y de mejores técnicas de valoración de factores tales como la volatilidad, los diferenciales y la liquidez de los activos subyacentes. Asimismo, debería haber agentes independientes para estimar el precio de los colaterales y deberían generalizarse las Cámaras de contrapartida centrales.

La crisis ha puesto de manifiesto la complejidad de los mercados monetarios internacionales y la falta de entendimiento de dicha complejidad por parte de las autoridades reguladoras. Una respuesta adecuada<sup>30</sup> sería una mayor coordinación internacional que facilite la recopilación sistemática de información sobre los mercados más

relevantes; una regulación de la liquidez que cubra las vulnerabilidades de las posiciones abiertas en diferentes jurisdicciones y divisas; y una respuesta eficaz a perturbaciones sistémicas.

Dada la importancia adquirida por los mercados de repos, hay que minimizar los riesgos observados durante la crisis. Según el Fondo Monetario Internacional<sup>31</sup>: valoración de las garantías, política de cálculo y reposición de dichas garantías, falta de procedimientos de diligencia debida relativa al riesgo de contraparte y procesos no transparentes y fragmentados de compensación y liquidación. En este contexto, son recomendables mejores controles internos sobre la valoración de garantías y su mantenimiento, mayor transparencia sobre las contrapartes y mayor uso de Cámaras centralizadas de contrapartida.

Con respecto a los mercados de *swaps* de divisas –es decir, mercados mayoristas en divisas a corto plazo–, debería mejorarse su infraestructura, por ejemplo, el uso de Cámaras de contrapartida centralizadas para conseguir un neteo multilateral y una gestión más eficiente de las garantías. Además, para aliviar las presiones sistémicas de financiación entre jurisdicciones se podrían incluir mecanismos que faciliten el uso internacional de garantías en las operaciones de refinanciación de los bancos centrales o en acuerdos de permuta regionales sobre la base del *pooling* de reservas<sup>32</sup>.

### 4. LA TRANSPARENCIA Y LAS PRUEBAS DE ESFUERZO

La transparencia en el sector financiero es fundamental, ya que facilita la disciplina de mercado y una actuación responsable de los gestores de las entidades en su asunción de riesgos. Según el Fondo Monetario Internacional<sup>33</sup>, debería mejorarse la calidad y la frecuencia de la información pública de los bancos en la Unión Europea, utilizando trimestralmente un modelo común.

<sup>30</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011a).

<sup>31</sup> Idem.

<sup>32</sup> FENDER, I. y MCGUIRE, P. (2010).

<sup>33</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011a).



Las pruebas de esfuerzo realizadas por los supervisores, por ejemplo en la Unión Europea en 2010 y 2011, pueden conducir a una mayor transparencia de las entidades, lo que suele suponer una reducción de su exposición a la deuda más problemática por parte de dichas entidades. Este ejercicio también debería mejorar las condiciones de financiación de los bancos –incluida la emisión de capital–. Esto podría iniciar un círculo virtuoso, ya que esas mejores condiciones de financiación privadas reducirían el coste implícito de la garantía pública al sector bancario de un país, lo que, a su vez, podría reducir el diferencial de la deuda pública de ese país. Esa mejora del riesgo soberano podría reducir el coste de financiación bancaria y así sucesivamente.

Todos los analistas están a favor de la transparencia durante el funcionamiento normal del sistema bancario. Sin embargo, en circunstancias financieras adversas, dicha transparencia es más discutible. Un resultado negativo puede generar desconfianza en los agentes, lo que puede provocar, entre otras cosas, una fuga de depósitos. También se puede estimular la venta forzada de activos, lo que puede tensionar los precios a la baja y generar pérdidas en las entidades. Esto convierte a estos ejercicios en un instrumento de supervisión relativamente peligroso si se realizan con transparencia individualizada. Por ello, muchos analistas consideran que se realizan para que salgan bien y generen confianza. Quizás por esto, el sistema bancario irlandés necesitó un apoyo masivo del gobierno, aunque los resultados del ejercicio de estrés fueron positivos.

Un factor adicional complica aún más la situación: los principales bancos son sociedades cotizadas, por lo que la información obtenida de las pruebas de estrés es muy relevante para la cotización de sus acciones.

## **5. RETRIBUCIONES DEL SECTOR FINANCIERO**

Se pretende que las retribuciones sean compatibles con los objetivos y los valores a largo plazo de la

entidad y que no ofrezcan incentivos para asumir riesgos que rebasen el nivel tolerado por la entidad.

En las distintas regulaciones sobre esta materia se están introduciendo requisitos tales como:

- El Consejo de administración de la entidad de crédito debería establecer y garantizar la aplicación de los principios de la política retributiva, revisándola periódicamente. El Presidente y los miembros del Comité de remuneraciones de la entidad deberían ser miembros del Consejo no ejecutivos.
- Con determinada periodicidad, deberían hacerse evaluaciones independientes de la aplicación de la política de remuneración.
- El personal que ejerza funciones de control dentro de la entidad debería ser remunerado en función de la consecución de los objetivos relacionados con sus funciones, con independencia de los resultados de las áreas de negocio que controle.
- Debería existir un equilibrio entre el componente fijo y el variable de la remuneración, siendo la parte fija suficientemente elevada.
- Los componentes variables de la remuneración deberían crear incentivos que se ajusten a los intereses a largo plazo de la entidad y cumplir diversos requisitos: los resultados a los que se vincule la remuneración deberían ser los del empleado, de la unidad de negocio afectada y de la entidad de crédito; la evaluación de esos resultados debería efectuarse a largo plazo; el total de la remuneración variable no debería limitar la capacidad de la entidad para reforzar la solidez de su base de capital; en la evaluación de la remuneración variable habría que considerar todos los tipos de riesgos actuales y futuros, el coste del capital y la liquidez nece-



saria; un mínimo de cualquier elemento de remuneración variable, ya sea diferido o no diferido, debería fijarse en acciones –o equivalentes–; un porcentaje de la retribución variable debería diferirse durante un período dado; etc.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, M., ROSENBERG, C., KELLER, C., SETSER, B. y ROUBINI, N. (2002). «A balance sheet approach to financial crisis». IMF Working Paper, December 2002. Washington: International Monetary Fund. 2002.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2011). «Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems – revised version». June 2011. Basel: Bank for International Settlements. 2011.
- BROECK, M. y GUSCINA, A. (2011). «Government debt issuance in the euro area: the impact of the financial crisis». IMF Working Paper, January 2011. Washington: International Monetary Fund. 2011.
- CÁCERES, C., GUZZO, V. y SEGOVIANO, M. (2010). «Sovereign spreads: global risk aversion, contagion or fundamentals?» IMF Working Paper, May 2010. Washington: International Monetary Fund. 2010.
- CENTRO DEL SECTOR FINANCIERO DE PWC y IE BUSINESS SCHOOL (2010). «Basilea III y los retos de la banca». Octubre 2010. Madrid: Centro del Sector Financiero de PwC y IE Business School. 2010.
- DAS, U., PAPAIOAMOU, M., PEDRAS, G., AHMED, F. y SURTI, J. (2010). «Managing public debt and its financial stability implications». IMF Working Paper, December 2010. Washington : International Monetary Fund. 2010.
- FENDER, I. y McGUIRE, P (2010). «European banks' US dollar funding pressures», en BIS Quarterly Review, June 2010. Basel: Bank for International Settlements. 2010.
- FINANCIAL STABILITY FORUM (2008). «Report on Enhancing Market and Institutional Resilience». April 2008. Basel: Financial Stability Forum. 2008.
- INDEPENDENT COMMISSION ON BANKING (2011). «Final report. Recommendations». September 2011. London: Independent Commission on Banking. 2011.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009). «Crisis-related measures in the financial system and sovereign balance sheet risks». July 2009. Washington: International Monetary Fund. 2009.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010a). «Economic Uncertainty, sovereign risk and financial fragilities» en Global Financial Stability Report, October 2010. Washington : International Monetary Fund. 2010.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010b). «Fiscal exit: from strategy to implementation». Fiscal Monitor, November 2010. Washington : International Monetary Fund. 2010.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011a). «Key risks and challenges for sustaining financial stability» en Global Financial Stability Report, April 2011. Washington: International Monetary Fund. 2011.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011b). «How to address the systemic part of liquidity risk» en Global Financial Stability Report, April 2011. Washington: International Monetary Fund. 2011.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011c). «Did the Plaza Accord Cause Japan's Lost Decades?» en World Economic Outlook, April 2011. Washington: International Monetary Fund. 2011.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2011d). «Shifting gears. Tackling challenges on the road to fiscal adjustment». Fiscal Monitor, April 2011. Washington: International Monetary Fund. 2011.





# EL RIESGO SOBERANO EN LA ZONA EURO: UNA PROBLEMÁTICA PARTICULAR

Santiago Fernández de Lis y Miguel Jiménez González-Anleo<sup>1</sup>

## 1. INTRODUCCIÓN: RIESGO SOBERANO Y UNIÓN MONETARIA

El euro, que durante sus primeros años fue visto como un éxito, se contempla hoy como una amenaza para la estabilidad financiera internacional. En el diagnóstico de qué ha fallado es importante discernir en qué medida los errores se deben a que la Unión Monetaria era, simplemente, una mala idea o, siendo la idea razonable, hubo fallos, bien en su diseño, bien en su ejecución. Este diagnóstico es importante para corregir lo que ha funcionado mal y apuntar el camino hacia adelante.

Como sabemos por la teoría de las áreas monetarias óptimas, tiene sentido compartir una moneda común entre regiones que (i) tienen una elevada sincronía cíclica y (ii) en caso de que esta sincronía se rompa por «shocks» asimétricos, disponen de elementos para paliar estos impactos diferenciales, bien a través de elevada flexibilidad y movilidad de los factores, bien a través de transferencias fiscales. Europa cumplía razonablemente la primera de estas condiciones (y se esperaba que este cumplimiento aumentara de manera endógena por efecto del propio euro), pero no la segunda, aunque existía el compromiso de aumentar la capacidad de ajuste interno de las economías a través de reformas estructurales. Las transferencias fiscales dentro de la zona euro se dejaron de lado.

La introducción del euro fue un éxito desde el punto de vista logístico (la sustitución de los billetes y monedas fue la mayor operación logística desde la Segunda Guerra Mundial), institucional (el BCE consolidó pronto su reputación) y de cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, al tiempo que se avanzaba en el proceso de convergencia en los niveles de vida entre los países de la periferia, que mostraban un mayor dinamismo, y los del centro. Sin embargo, la otra cara de la moneda fue que los desequilibrios entre el centro y la periferia se acumularon en los tiempos buenos, en parte por el shock del propio euro –que supuso tipos de interés reales muy bajos en la periferia, y relativamente altos en el centro–, y en parte por la falta de reformas estructurales para introducir más flexibilidad. Pero en un entorno de elevada confianza en el euro, los países donde se acumulaban los desequilibrios no adoptaron medidas a tiempo, confiados en que continuarían los tiempos buenos, en parte influenciados por el optimismo generalizado en torno al paradigma de la «Gran Moderación». En cierto modo puede decirse que el euro fue víctima de su propio éxito.

El euro descansaba en un plan: una unión monetaria sin unión fiscal, en la que la estabilidad de la moneda se conseguía a través de un banco central único con un claro mandato antiinflacionista, y en mecanismos *ad-hoc* para asegurar la estabilidad de la deuda pública a pesar de mantener políticas fiscales nacionales. Estos mecanismos se centraban en normas de contención fiscal (el Pacto de Estabilidad y Crecimiento,

<sup>1</sup> BBVA Research. Este artículo refleja la opinión de los autores y no necesariamente la del BBVA.



PEC) que limitaban el margen para conductas indisciplinadas, y una regla de «no rescate» (no bail out) por la cual, si a pesar de todo algunos países incurrieran en políticas fiscales excesivamente expansivas, ellos y sólo ellos serían responsables de sus deudas. Se esperaba que, con este marco (quizá excesivamente optimista, pero coherente), los mercados financieros impondrían una disciplina adicional, encareciendo la financiación de los países miembros con políticas excesivamente laxas, con los consiguientes incentivos para corregirlas.

Como es bien sabido, tanto las normas del PEC como la regla de «no rescate» se transgredieron a la primera oportunidad en el primer caso, cuando Francia y Alemania tuvieron dificultades en los años iniciales de la década pasada; en el segundo caso, más recientemente, con la crisis de Grecia, y después con las de Portugal e Irlanda.

La crisis desatada en el verano de 2007, agravada por la caída de Lehman un año después, supuso el peor shock posible para la Eurozona: la paralización y segmentación de unos mercados interbancarios que habían intermediado hasta entonces, de manera barata y eficiente, la financiación de las economías deficitarias de la periferia por las economías excedentarias del centro de la Eurozona (sobre todo Alemania). Esa «renacionalización» de los mercados interbancarios propició un retorno del «riesgo país» a la Eurozona, de manera que la disciplina de mercado, que había estado dormida durante una década, reapareció exacerbada.

Las decisiones tomadas durante la crisis han sido inadecuadas: se han transmitido mensajes contradictorios sobre la crisis más grave, la de Grecia, que tiene elementos claramente idiosincrásicos; no se ha conseguido contener el contagio al resto de los periféricos; y se ha insistido en la participación del sector privado en los costes de la crisis, lo que ha aumentado la percepción de riesgo soberano, mientras que al mismo tiempo se ha socorrido a los países en crisis (en contra de la idea de «no bail out»), pero de manera limitada, con condiciones inicialmente muy

duras (en tipos de interés y plazos), que ha habido que suavizar posteriormente, e insinuando al mismo tiempo que habrá quiebras soberanas.

De esta manera, se ha situado a la deuda pública de los países del euro en un terreno ambiguo, donde no está claro si goza o no del apoyo del resto de miembros del área, ni en qué condiciones. Se ha mantenido un discurso muy duro (ajuste fiscal, condicionalidad estricta, participación del sector privado en las pérdidas) pero se han seguido políticas de rescate masivas que, en la práctica, han apartado a los países bajo programa (Grecia, Irlanda y Portugal) de los mercados, haciendo que dependan cada vez más de la financiación oficial. Este contraste entre el discurso y los hechos ha desconcertado a los mercados, que han reaccionado retrayéndose de la deuda periférica y con una notable volatilidad. En definitiva, se ha hecho saltar por los aires el esquema anterior sin sustituirlo por uno nuevo y coherente.

En la fase actual, la crisis bancaria y la crisis soberana se realimentan en una espiral sumamente peligrosa. La única salida es avanzar hacia más elementos de unión fiscal, estableciendo un marco de políticas coherentes que sustituya al anterior, dado que intentar repararlo a estas alturas ya no sería creíble y probablemente no terminaría con la crisis de confianza de los mercados hacia el marco institucional inicial del euro. Esto requiere avances hacia la unión política mucho más decididos que los se han dado hasta ahora. No es una tarea fácil y requiere gobernantes con altura de miras y que sean capaces de explicar a la ciudadanía por qué son necesarias ciertas políticas impopulares, dando al proceso la legitimidad democrática necesaria.

En este artículo se abordan las particularidades del riesgo soberano en la Eurozona en la coyuntura actual. La segunda sección indaga en qué medida Europa cumple las condiciones de un área monetaria óptima, y sus implicaciones; la sección tercera aborda el comportamiento asimétrico de la disciplina de mercado, así como su papel en la crisis; la sección cuarta describe los orígenes de las propuestas recientes sobre participación del sector



privado en la resolución de crisis, y por qué estas propuestas han tenido un papel tan desestabilizador en el caso de la Eurozona; la última sección presenta algunas conclusiones.

## 2. ¿UN ÁREA MONETARIA NO ÓPTIMA?

La creación del euro fue en su origen un proyecto en el que las razones políticas tuvieron más peso que las económicas. Los países europeos estaban lejos de conformar lo que se llamaba una zona monetaria óptima. A pesar de las similitudes culturales y la libertad de comercio entre ellos, las barreras para construir un área económica fluida eran importantes y persistentes. El ejemplo más claro y más citado habitualmente son las barreras lingüísticas que limitan la movilidad del trabajo, pero han existido otros impedimentos, tanto estructurales como ligados al diseño institucional de la zona, que en parte explican la crisis soberana en la periferia europea, y que tienen que ver con errores de diseño de la eurozona, aunque también con el incumplimiento de las políticas dirigidas a aumentar la flexibilidad de las economías que debían haber acompañado al euro.

En un área monetaria óptima se supone que existe un alto grado de sincronización cíclica que disminuye la probabilidad de perturbaciones asimétricas; en el caso de que estas se produzcan, debe darse una alta movilidad de los factores de producción (trabajo y capital) que permita el flujo de factores productivos en respuesta a las variaciones de precios y salarios, y un cierto nivel de integración fiscal que permita trasvasar recursos desde las zonas de la unión que experimenten un «shock» expansivo hacia las que sufren un «shock» contractivo.

### **UN CICLO COMÚN, PERO CON DIFERENTE INTENSIDAD**

La mayoría de los países de la Eurozona disfrutaron de una fase expansiva durante los primeros años del euro, aunque con muy diferente intensidad. Sin embargo, el simple hecho de entrar en el

euro supuso un shock positivo muy importante para la periferia europea, debido a la caída de los tipos de interés reales, que llevó a una expansión muy por encima de lo previsto en algunos de estos países. Las altas tasas de crecimiento en Irlanda, España, y Grecia en los últimos años noventa y gran parte de la década de 2000 fueron impulsadas en buena medida por esa caída de tipos, que generó un auge del precio de la vivienda. Al mismo tiempo, Alemania y otros países del núcleo mantuvieron un crecimiento por debajo de la media, de manera que la política monetaria del BCE, orientada a las condiciones del conjunto de la Eurozona, resultó demasiado expansiva para la periferia y demasiado contractiva para el centro. En esta situación, se generaron las primeras dudas sobre si la Eurozona efectivamente era un área monetaria óptima; pero en un clima de expansión económica general, donde además las economías estructuralmente menos desarrolladas mantenían un mayor dinamismo, y las que experimentaban un cierto estancamiento eran las más desarrolladas, con mayor capacidad de resistencia, estas críticas no recibieron excesiva atención. Al fin y al cabo, este proceso favorecía la deseada convergencia real.

### **LIMITADA MOVILIDAD DE FACTORES PRODUCTIVOS**

La movilidad del trabajo no estaba dada en el origen del euro, y no se ha acrecentado en estos años. A pesar de que los flujos migratorios han sido una de las claves del crecimiento de algunos países de la zona durante la década, dichos flujos tuvieron su origen desde fuera de la zona, y no aumentaron de manera significativa desde dentro de la unión, ni mucho menos en respuesta a divergencias cíclicas, como predice la teoría.

Tampoco se ha producido apenas un proceso de reformas estructurales en los países miembros que llevase a una mayor flexibilidad del empleo y de los salarios, y que restituyese en parte la falta de movilidad transnacional del factor trabajo. Los ejemplos de reformas importantes en estos años no son numerosos. Los mercados de trabajo



de la periferia son más duales de lo que eran en los años 90. Se han producido reformas en España para intentar reducir esa dualidad, pero sin demasiado éxito. En Italia, los cambios propiciados en la mitad de la década pasada permitieron un aumento del empleo de manera temporal, pero éste fue sobre todo empleo relativamente precario, que aumentó la dualidad del mercado. Quizás el mejor ejemplo de reformas del mercado de trabajo exitosas se produjo en Alemania, donde estas reformas permitieron una contención de costes importante, y dieron lugar a un crecimiento significativo de las exportaciones y la actividad en 2006 y 2007, y una recuperación rápida a partir de principios de 2010, más que en el resto de la zona.

En lo que se refiere a la movilidad del factor capital, a pesar de existir claramente una movilidad de flujos financieros sin cortapisas, la integración de los servicios financieros ha estado sujeta a barreras importantes. El sector financiero, por un lado, continúa regulado a nivel nacional, las fusiones o adquisiciones entre entidades de distintos países han sido muy escasas, y los mercados bancarios nacionales continúan dominados por actores nacionales. En lo que respecta a los servicios profesionales, las barreras a nivel nacional e incluso local siguen siendo numerosas, con una falta de homogeneización legislativa que se une a las diferencias culturales preexistente y que llevará mucho tiempo superar.

### ***POLÍTICAS FISCALES NACIONALES, PROHIBICIÓN DE RESCATE Y PACTO DE ESTABILIDAD***

Un aspecto necesario para el éxito de una unión monetaria es un cierto grado de integración fiscal. Aunque por integración fiscal se pueden entender muchas cosas, en general se supone que se trata de disponer de algún sistema de transferencias entre los distintos Estados que sirva para compensar las discrepancias cíclicas entre las distintas áreas de la unión. A pesar de que existen unos fondos regionales que suponen transferencias de renta, estos fueron diseñados

con anterioridad a la creación del euro y operan a nivel de la UE, no de la zona euro. No han sido pensados, por tanto, como amortiguadores del ciclo, ni como factores compensatorios para los países en dificultades, sino como un mecanismo de ayuda al desarrollo de las regiones más pobres. En cuanto a las transferencias de renta ligadas a las posiciones cíclicas, no están previstas en el Tratado de Maastricht.

En cualquier caso, el Tratado incluye la cláusula de «no rescate» o «no bail out» como elemento central de la unión monetaria, que prohíbe a cualquier institución de la Eurozona o país miembro hacerse responsable de las deudas de cualquier entidad nacional o subnacional de los países que la conforman.

La racionalidad de dicha cláusula es, por un lado, la de evitar precisamente las transferencias fiscales –más allá de los mecanismos muy limitados del presupuesto comunitario–, para las que la zona euro no tiene legitimidad democrática, ya que la creación del euro no supone una unión política. Por otro, la cláusula también trata de evitar la acumulación excesiva de deuda pública por parte de los países, ya que garantizar las deudas habría supuesto un riesgo excesivo de azar moral en una unión sin una autoridad fiscal centralizada. Y una deuda excesiva pondría en peligro el objetivo de estabilidad de precios del banco central, que heredó la doctrina fuertemente antiinflacionista del Bundesbank como condición indispensable para la participación de Alemania en el proyecto de moneda común.

La imposibilidad de rescate hace que el mercado tenga un teórico papel disciplinador sobre los presupuestos nacionales, ya que desequilibrio fiscal en los países con deudas excesivas y/o crecientes haría que su coste de financiación fuese más elevado (véase sección 3). Además, para reforzar la disciplina fiscal se instauró el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que tenía como función limitar los niveles de déficit y deuda públicos por debajo de unos niveles determinados (los criterios de Maastricht), que también sirvieron como condiciones para la admisión de



países en la zona euro. El PEC incluía como criterios clave el límite de déficit del 3% y de deuda pública del 60% del PIB, salvo en situaciones excepcionales, con un régimen de sanciones en última instancia para los países que no cumplieren estos criterios.

En lo fundamental, la Zona Euro no ha cumplido en todo lo relativo a la política fiscal, lo que revela tanto fallos de diseño en su origen como una deficiente aplicación. Por un lado, la falta de un mecanismo de integración fiscal se podría considerar un pecado original, puesto que su rechazo negaba precisamente una de las supuestas condiciones de optimalidad de una unión monetaria (aunque siempre se podría argumentar que la unión fiscal no es imprescindible para el funcionamiento de una moneda única, que puede convivir con divergencias entre los países si los ciclos económicos están suficientemente sincronizados). En todo caso, los mecanismos pensados para limitar los déficit públicos y, sobre todo, los ratios de deuda pública, han fracasado.

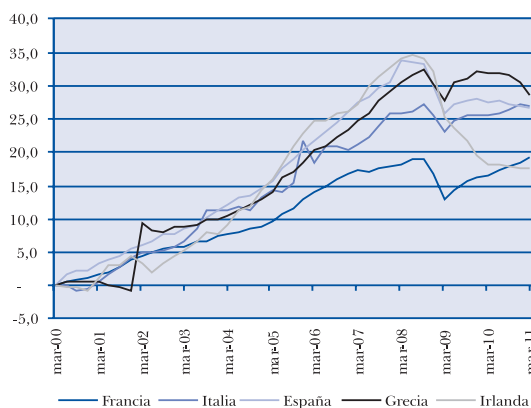
Es bien sabido que las medidas previstas por el PEC no funcionaron de manera eficaz en cuanto tuvieron que hacer frente a los déficit por encima del 3% de los grandes países de la zona –Francia y Alemania–. El PEC incorporaba excepciones a la regla, y sus sistemas de votación permitieron que las autoridades políticas eludieran el cumplimien-

to de las normas. Aunque el efecto sobre los niveles de deuda de dichos países no fuese en última instancia significativo, el PEC perdió su credibilidad para imponer disciplina fiscal y su poder de persuasión. En segundo lugar, la cláusula de no rescate no fue creíble desde un principio, dado que pocos pensaban que un país con dificultades importantes de deuda no sería rescatado, lo que impidió que funcionase la disciplina que supuestamente debían aplicar los mercados.

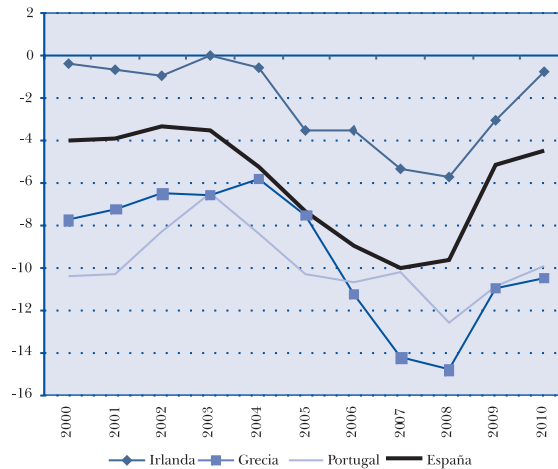
### ***DÉFICIT EXTERNO, DESEQUILIBRIOS PRIVADOS Y DEUDA PÚBLICA***

La falta de reformas de estos últimos años ha propiciado también la acumulación de desequilibrios externos, en forma de déficit en los países periféricos y superávit en los países centrales. Así, no se ha producido una moderación de los costes laborales unitarios en aquellos países que estaban acumulando déficit externos (véase gráfico 1). Al contrario, desde la puesta en marcha de la moneda única se ha producido una divergencia notoria en los costes laborales relativos. En paralelo, los déficit externos de Irlanda, España, Portugal y Grecia han sido elevados hasta poco antes de la crisis y, salvo en Irlanda, se han corregido solo parcialmente desde 2008 (véase gráfico 2).

**GRÁFICO 1. COSTES LABORALES UNITARIOS  
T1 2000=100 y respecto a Alemania**



Fuente: OCDE y BBVA Research.

**GRÁFICO 2. BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% PIB)**

Fuente: AMECO y BBVA Research.

El elevado déficit externo se puede explicar tanto por una pérdida de competitividad de estos países como por un exceso de demanda interna y por tanto de importaciones, impulsado por la caída estructural de los tipos de interés asociada a la entrada en la zona euro. A favor de la segunda explicación juega el hecho de que países como España y Portugal no han tenido pérdidas significativas de sus cuotas de exportación durante la década de los 2000 (mucho menores, en todo caso, que Francia o Italia), a pesar de la entrada en los mercados mundiales de muchos productos procedentes de países emergentes. Sin embargo, el hecho de que el déficit externo tenga más que ver con un aumento de las importaciones que con una caída de las exportaciones no anula la evidencia de la pérdida de competitividad, ya que el aumento de los costes relativos ha podido hacer menos competitivos a aquellos sectores que concurren en el mercado interno con las importaciones.

El desequilibrio externo ha jugado un papel importante en la percepción de riesgo soberano por parte de los mercados, dado que proporciona una señal de las dificultades de crecimiento de las economías periféricas. Una vez que la financiación de las economías se renacionaliza a partir

del verano de 2007, recuperar el sector exterior como fuente de crecimiento requiere ajustes en los costes relativos que son difíciles de conseguir en el corto plazo, más aún teniendo en cuenta que reducir el crecimiento relativo de precios y salarios respecto a los países centrales requiere en la práctica caídas nominales de los mismos, puesto que el objetivo de inflación del conjunto de la zona es muy reducido. Dicha caída, dadas las rigideces nominales, es muy difícil de conseguir, y se ve sustituida en la práctica por ajustes de cantidades (caída de la actividad y el empleo).

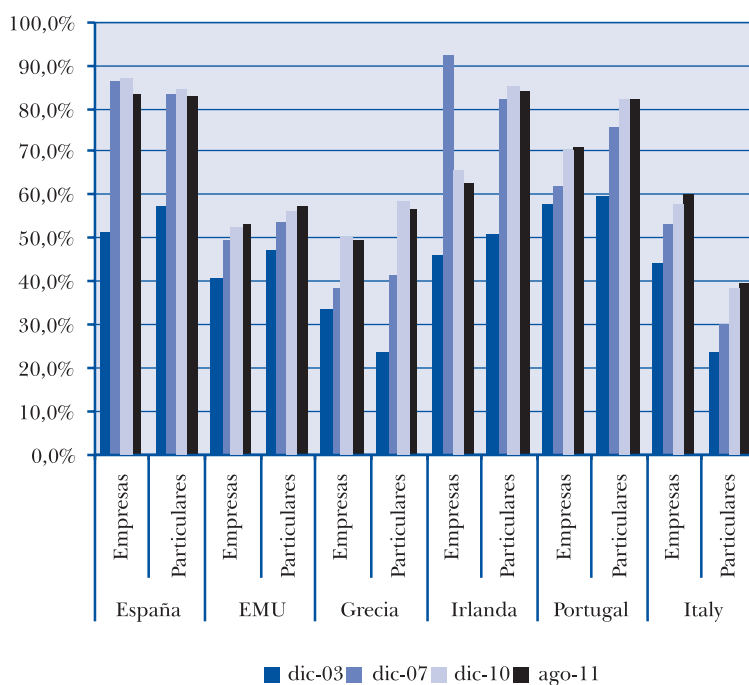
Por otro lado, el exceso de gasto en el sector privado ha tenido un efecto en las cuentas públicas. La mayoría de los países periféricos, impulsados por una coyuntura internacional favorable, por el mencionado shock de tipos de interés, y por los diferenciales crecientes de inflación de precios y salarios, han visto tasas de crecimiento de dos dígitos en los precios de activos, así como en el crédito a la vivienda y al consumo, en tanto que sus sectores privados han aumentado exponencialmente sus niveles de deuda (véase gráfico 3), financiados en buena medida gracias a unos déficit por cuenta corriente elevados. Como consecuencia de ello, los ingresos públicos han aumentado también



en algunos casos a tasas desproporcionadas, y han sido seguidos de cerca por un aumento de gastos públicos estructurales. Una vez que la crisis de 2008-09 reveló que dichos ingresos no eran estructurales, como muchos creían, los déficit públicos aumentaron a tasas superiores a los dos dígitos en la mayoría de estos países, en algunos casos impulsados también por políticas

de gasto anticíclicas en las primeras fases de la crisis, con el consiguiente aumento de la deuda pública. De este modo, desequilibrios generados en el sector privado han dado lugar a déficit públicos, a pesar de que el origen del problema no esté exclusivamente en el sector público. Los casos de España e Irlanda responden muy bien a este patrón.

**GRÁFICO 3. CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO/PIB**



Fuente: BBVA Research.

El diseño de las reglas de Maastricht no tuvo en cuenta estas dinámicas de deuda privada de los países de la unión monetaria, ignorando las interrelaciones entre deuda pública y privada que se han hecho evidentes en los tres últimos años. Por otra parte, los mercados han percibido que los desequilibrios externos requieren ajustes difíciles de llevar a cabo sin un período prolongado de bajo crecimiento, lo que en definitiva puede empujar al alza los ratios de deuda pública sobre PIB, tanto a través de unos déficits públicos mayores por razones cíclicas como por

un crecimiento lento del PIB. Por todo ello, algunas de las reformas ya iniciadas en la zona euro –vigilancia de desequilibrios macroeconómicos en sentido amplio en el «Semestre europeo», pacto Euro Plus–, apuntan a paliar estas deficiencias.

### VARIOS PROBLEMAS PENDIENTES

En definitiva, esta crisis ha revelado un diseño institucional deficiente, una aplicación insuficiente



ciente de las necesarias políticas estructurales de acompañamiento y una trasgresión de las reglas de disciplina fiscal. El detonante ha sido un problema relativamente tangencial a estas fallas estructurales: la crisis fiscal en Grecia, fruto a su vez de una estrategia de ocultación de deuda durante varios años, que ha salido a la luz a lo largo de 2010 y 2011, y que no tiene casi nada en común con el resto de los países periféricos. Más allá del caso peculiar de Grecia, sin embargo, la crisis soberana ha revelado varios problemas importantes: que existe un control ineficaz de la deuda pública nacional; que fue un error centrarse sólo en la vigilancia del déficit y la deuda públicas, ignorando la interrelación con la deuda privada y el desequilibrio exterior; que dichos desequilibrios privados son en parte fruto de la falta de reformas estructurales importantes durante los últimos años; y, sobre todo, que la cláusula de «no rescate» crea problemas de inconsistencia temporal importantes que es necesario resolver.

### 3. LA DISCIPLINA DE MERCADO ASIMÉTRICA

La regla de «no rescate» estaba diseñada no sólo para evitar el contagio de políticas fiscales indisciplinadas, sino también para introducir incentivos para la adopción de políticas responsables, a través de la «disciplina de mercado». En este sentido, se esperaba que los mercados actuaran de manera complementaria al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, introduciendo incentivos para la adopción de políticas fiscales sostenibles.

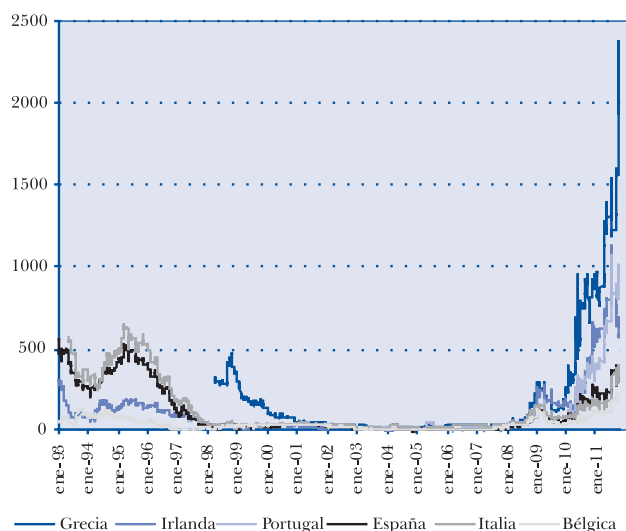
¿Cómo debía funcionar la disciplina de mercado? En el caso de un país cuya política fiscal fuera excesivamente expansiva, se esperaba que los mercados financieros aplicaran una prima de riesgo más elevada al tipo de interés de su deuda, lo que encarecería la financiación de su déficit. El mayor gasto por pago de intereses tendería a realimentar ese mismo déficit, de manera que, para evitar entrar en una dinámica explosiva de la deuda, el país en cuestión debía adoptar políticas

más restrictivas, que restauraran el equilibrio fiscal. La disciplina de mercado, se esperaba, premiaría a los virtuosos y castigaría a los derrochadores.

La disciplina de mercado ha funcionado de manera claramente asimétrica: apenas ha actuado en la fase alta del ciclo, pero sí (y de manera posiblemente exacerbada) en su fase baja. En el gráfico 4 puede observarse cómo los diferenciales de rendimiento de la deuda pública entre los países de la Eurozona se mantuvieron en niveles muy cercanos a cero desde 1998 (con anterioridad incluso a la fijación irrevocable de las paridades, el 1 de enero de 1999) hasta bien entrado el año 2008. A partir del verano de 2008 estos diferenciales se amplían de manera explosiva, sin que la tendencia se haya revertido en el momento de escribir este artículo, en el otoño de 2011.

Podría argumentarse que el cambio de percepción de los mercados no señala necesariamente un funcionamiento deficiente, sino que es posible que el deterioro de los fundamentos de las economías periféricas haya sido también relativamente súbito y reciente. Sin embargo, si se observan las series de desequilibrios por cuenta corriente, tipo de cambio real y déficit fiscal estructural, se ve que durante este período, los fundamentos de los países miembros de la Eurozona experimentaron divergencias importantes, como se ha señalado anteriormente, pero los mercados apenas reaccionaron a esta información. Los desequilibrios, por tanto, venían gestándose desde mucho antes; pero los mercados sólo reaccionaron a ellos cuando la aversión al riesgo aumentó en el otoño de 2008, al hilo de la crisis de Lehman Brothers. El caso de Italia es muy ilustrativo en este sentido, ya que su único desequilibrio importante, la deuda pública, se ha mantenido muy elevado durante toda la década pasada, y sus perspectivas de crecimiento potencial no eran mayores de lo que lo son ahora; aún así, los mercados sólo han impuesto su disciplina de manera acusada a partir del verano de 2011.



**GRÁFICO 4. UEM: DIFERENCIALES SOBERANOS (10 AÑOS)**

Fuente: Datastream

¿Cómo es posible que los mercados financieros hayan sido tan miopes y por un periodo tan prolongado? Desde un punto de vista teórico, hay varias explicaciones en la literatura sobre la prociclicidad del sistema financiero, desde la hipótesis de inestabilidad financiera (Minsky, 1978) hasta el comportamiento de rebaño (Rajan, 1994), la miopía para los desastres o las externalidades de red ligadas al uso de ciertos modelos, que hacen que los mercados financieros exageren tanto en su optimismo en los tiempos buenos como en su pesimismo en los tiempos malos. La experiencia reciente parece confirmar la idea de que los mercados financieros internacionales funcionan de una manera binaria, situándose en dos posiciones: con y sin riesgo, con la volatilidad que ello comporta (Haldane, 2011).

En el que caso que nos ocupa, existen varias explicaciones complementarias. Una de ellas, ya citada más arriba, estaría en la nueva situación creada a partir de la crisis de Lehman, en el otoño de 2008, tras la cual los mercados interbancarios se secaron y el acceso a la liquidez se «nacionalizó» dentro de la Eurozona, de mane-

ra que los mercados volvieron a prestar atención a las circunstancias de cada país. La disciplina de mercado, que había estado en suspenso durante una década, volvió a actuar, de manera que los desequilibrios por cuenta corriente, los diferenciales acumulados de competitividad y los desequilibrios fiscales, a los que apenas se había prestado atención hasta entonces, volvieron a concitar el interés de los mercados. Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública entre los países del centro y los de la periferia de la UME se ampliaron significativamente, poniendo en marcha la conocida dinámica de los ataques especulativos autoconfirmados, según la cual basta con que aumenten los tipos de interés ante el temor a un problema de insostenibilidad de la deuda para que, a partir de cierto umbral, la deuda se haga efectivamente insostenible.

La suspensión de la disciplina de mercado en los tiempos buenos ha venido también inducida por otros fenómenos: el primero, externo al euro, es el entorno de bajos tipos de interés y reducida aversión al riesgo propio de la primera década de este siglo, ligado al paradigma de la



Gran Moderación y a la laxitud general de las políticas monetarias; el segundo, interno al área, es la propia confianza en el éxito del euro, en parte consecuencia de la realidad física de la nueva moneda, la excelente ejecución logística de su introducción, así como su fortaleza en los mercados financieros internacionales y su papel creciente como moneda de reserva. Un tercer factor, complementario a los anteriores, que puede explicar la laxitud en los tiempos de expansión es el hecho de que la cláusula de no rescate no fuese creíble desde un principio; los mercados pudieron interpretar que los grandes países de la zona euro no tolerarían un impago de deuda dentro la zona, por el riesgo de contagio que supondría para otras economías. De hecho, en cuanto Grecia entró en dificultades, el resto de la zona acudió a su rescate. Fue cuando Alemania empezó a insistir en la participación privada en futuras reducciones de deuda cuando se ampliaron los diferenciales de deuda de los países con grandes desequilibrios, públicos o privados.

Por último, una posible explicación del carácter binario del comportamiento del mercado en el caso del euro, frente a una disciplina más lineal en países que gozan de moneda propia, es el hecho de que los mercados solamente contemplan dos eventos dentro de la zona euro –pago de la deuda o impago–; en el caso de países que son dueños de su política monetaria, existe la tercera posibilidad de dilución de la deuda a través de la inflación (acompañada de depreciación del tipo de cambio). Esa solución «gradual» al problema de la deuda permite también respuestas más paulatinas por parte del mercado.

En fin, la falta de disciplina de mercado en los años buenos ha tenido efectos profundamente desestabilizadores sobre el área del euro, que explican en buena parte la crisis actual. Si los diferenciales de deuda (y de emisión de otros instrumentos, como bonos bancarios) de los países periféricos se hubieran ampliado cuando la evidencia de los desequilibrios comenzaba a ser clara, en torno a mediados de la década de 2000, los países afectados hubieran podido adoptar medidas de ajuste a tiempo, y de mane-

ra menos dolorosa, ya que el esfuerzo de ajuste es siempre menor en los tiempos buenos. Aunque el análisis contrafactual es siempre arriesgado, cabe suponer que, si los gobiernos de estos países hubieran afrontado condiciones de financiación más exigentes, no habrían incurrido en los excesos cometidos, o lo habrían hecho en menor medida.

#### 4. LA PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PRIVADO EN LOS RESCATES

Uno de los debates más desestabilizadores en la crisis del euro es el que se ha producido en torno a la participación del sector privado en los paquetes de rescate. Para entender el contexto de este debate, y la peculiar obsesión alemana con esta idea, conviene remontarse a las discusiones en torno a la crisis mejicana de 1994-95, cuando Alemania objetó los paquetes de rescate del FMI con el argumento de que se estaba rescatando en realidad, más que a México, a la banca de inversión norteamericana, tenedora de la mayoría de los bonos mexicanos denominados en dólares («Tesobonos») que estaban detrás de la crisis. El aumento del «riesgo moral», como resultado de la tendencia a asumir riesgos excesivos si los agentes privados saben o sospechan que, en caso de crisis, la ayuda oficial les permitirá salir de estas inversiones sin costes excesivos, condujo, según esta línea de argumentación, a paquetes de ayuda cada vez más cuantiosos para los países emergentes en crisis, primero en Asia en 1996-1997, y más tarde en Rusia (1998) y Brasil (1999), entre otros.

A raíz de la crisis asiática, los debates sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional giraron en torno a cómo reforzar la disciplina de mercado y cómo reducir este «riesgo moral». Para restaurar un funcionamiento adecuado de los incentivos de mercado era preciso que el sector privado soportara una mayor parte del coste de las crisis (lo que se denominó «Private Sector Involvement» –PSI– o participación del sector privado en la resolución de crisis).



Introducir la idea de PSI en las herramientas habituales de gestión de crisis exigía «desdramatizar» las quiebras soberanas, facilitando mecanismos de renegociación de la deuda cuando esta alcanzaba niveles insostenibles, a través de mecanismos como las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), que permiten reestructurar la deuda con el acuerdo de una supermayoría de acreedores. El «marco de Praga», acordado en la reunión del FMI de septiembre de 2000, proporcionó el esquema teórico para esta estrategia, y la crisis argentina, que en aquel momento se acercaba a su dramático desenlace, fue su banco de pruebas (véase Fernández de Lis y Ontiveros, 2009).

La idea de PSI se basa en una lógica inapelable –permitir que funcione la disciplina de mercado y reducir el riesgo moral–, pero su aplicación práctica tropieza con notables dificultades, como demuestra el tortuoso caso de Argentina. El motivo de esta dificultad reside en que, en el caso de la deuda soberana como en el de cualquier mercado de crédito, el impago es necesariamente un evento traumático y costoso, que no puede ser gratuito, obviamente, para el deudor, pero tampoco para el acreedor. Es difícil el equilibrio entre, por un lado, limitar los efectos desestabilizadores de una quiebra de un estado soberano en los mercados internacionales y, por otro, no incentivar comportamientos oportunistas de los deudores o de los acreedores, aprovechándose de la existencia de las redes de seguridad que proporciona la comunidad financiera internacional. En definitiva, se trata de encontrar un equilibrio entre la minimización del riesgo de contagio, por un lado, y del riesgo moral de deudores y acreedores, por otro.

Cuando, años después de la crisis argentina, se planteó el problema de la deuda soberana en Grecia –con el cual existen indudables analogías–, Alemania, que había sido el principal defensor de la idea de PSI en el primer caso insistió en que el sector privado debía contribuir a la resolución de la crisis, aunque en este caso fueran en medida importante sus propios bancos los principales tenedores de estos títulos. Esta posición demuestra, ciertamente, coherencia ideológica, pero su implementación práctica

ha adolecido de cierta torpeza y falta de pragmatismo<sup>2</sup>.

¿En qué es diferente la crisis griega (o la de otros países de la Eurozona) de la argentina? En primer lugar, los debates sobre PSI, reestructuraciones de deuda o cláusulas de acción colectiva en los países emergentes se referían siempre a deuda emitida en jurisdicción extranjera, normalmente denominada en moneda extranjera y en poder de no residentes; por el contrario, en el caso de Grecia (o de la Eurozona), se trata de deuda emitida en su mayoría en jurisdicción propia (véase gráfico 5), denominada en una moneda de reserva común (aunque el deudor soberano no tenga capacidad de emitir esta moneda a través de un banco central «nacional», lo que supone una diferencia crucial con un país «normal») y en poder tanto de residentes como de no residentes.

Estas diferencias son importantes porque el emisor soberano goza de inmunidad en su propia jurisdicción, de manera que no puede ser confiscado en caso de impago, pero no en el extranjero. En efecto, un soberano puede declarar un impago de la deuda emitida en su propia jurisdicción mucho más fácilmente, a través de una ley, mientras que un impago en jurisdicción extranjera conlleva un considerable riesgo de litigios y/o confiscación de activos. Por eso son necesarias, para la deuda emitida en jurisdicción extranjera, las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC). Su utilidad es mucho menos clara para la deuda emitida en jurisdicción nacional.

El diferente estatus del emisor soberano en su propia jurisdicción tiene que ver también con su capacidad de establecer impuestos y/o generar inflación para reducir el valor real de la deuda. La mayoría de los emisores soberanos «normales» (es decir, aquellos donde coincide un país, un Tesoro, un banco central y una moneda) pueden recurrir a estas vías alternativas para reducir su deuda en términos reales en caso de insostenibili-

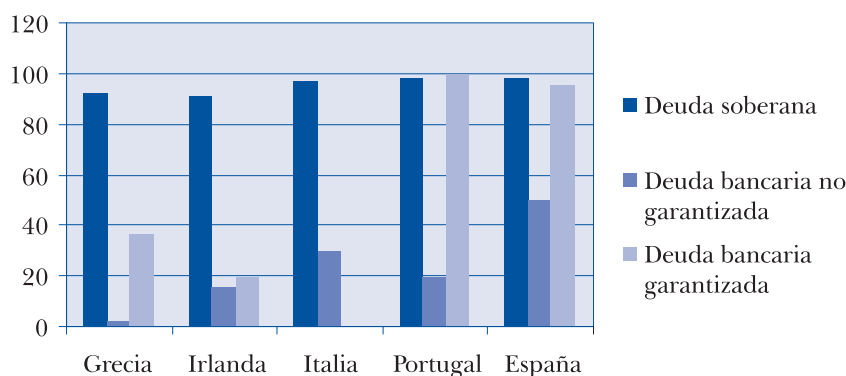
<sup>2</sup> Es justo reconocer que tampoco le importó a Alemania que, en caso de la crisis argentina, los principales tenedores minoristas de bonos fueran alemanes, junto con italianos y japoneses.



lidad. Si la deuda doméstica está mayoritariamente en manos de residentes, el coste de cualquiera de estas vías termina siendo soportado por el mismo colectivo de ciudadanos, aunque puede haber importantes diferencias en su reparto: no es lo mismo repartir el coste de una rebaja «X» sobre la deuda real entre los tenedores de esa deuda (en caso de impago), entre los contribuyentes (si se opta por subidas de impuestos) o

entre los tenedores de activos financieros a tipo de interés fijo o los que tengan fijadas sus rentas en términos nominales (si se opta por la inflación). En definitiva, la relativa discrecionalidad del soberano para el impago en su propia jurisdicción no es más que el correlato de su capacidad de imponer un coste similar a los ciudadanos por otras vías (véase Reinhart y Rogoff, 2009, y World Bank, 2010).

**GRÁFICO 5. % DE LA DEUDA EMITIDA EN JURISDICCIÓN NACIONAL**



Fuente: HSBC.

Pero los países de la Eurozona no son, en este sentido, países «normales», porque han renunciado a la posibilidad de reducir el valor real de su deuda a través de la inflación, al transferir la política monetaria a una entidad supranacional como el BCE, con un claro mandato de estabilidad de precios. En su caso, ante un problema de insostenibilidad de la deuda, las únicas opciones son los aumentos de impuestos (o reducciones de gastos, es decir, ajuste fiscal) o el impago. Como los títulos de deuda están relativamente repartidos en la Eurozona (véase tabla 1), y el euro es una moneda de reserva internacional, una importante diferencia entre ambas opciones es que en el primer caso el coste lo soportan los ciudadanos nacionales, mientras que en el segundo se distribuye a otros tenedores de deuda de la Eurozona o de terceros países.

En definitiva, el PSI en el caso de un país miembro de la Eurozona plantea problemas dis-

tintos de los abordados en su día para los países emergentes (véase Bini-Smaghi, 2010), y en cierto modo más graves, al tratarse de un activo de reserva que, hasta hace poco, estaba considerado como «libre de riesgo». Pero parece que estos problemas o estas diferencias no se tuvieron en cuenta al lanzar la idea de PSI, lo que explica en parte las dudas, vacilaciones, cambios de criterio e inconsistencias en su aplicación. Inicialmente se dijo que no se rescataría a Grecia, pero lo cierto es que en el momento de escribir este artículo se está estudiando el segundo paquete de rescate; las autoridades europeas anunciaron en primer momento que no necesitaban al FMI, pero luego rectificaron y ahora el FMI desempeña un papel de creciente importancia en los paquetes de ayuda; se establecieron condiciones fuertemente penalizadoras en los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal (en tipo de interés, plazos, etc.), que luego hubo que suavizar; se anunció



que el EFSF/ESM tendría consideración de acreedor preferente, para luego retirar esta propuesta (en todo caso innecesaria, porque el estatus de acreedor preferente del FMI tampoco está escrito en ninguna parte); se dijo que el EFSF/ESM no podría comprar deuda en el mercado secundario, ni podría prestar a los bancos, ni a los países sin programa, para luego rectificar en todos estos puntos; en fin, en la cumbre europea del 9 de diciembre se eliminó incluso la idea de que el PSI debe ser un componente habitual de los paquetes de rescate, y se remitió

a la metodología del FMI sobre este aspecto (según el cual, si la deuda es insostenible, debe reestructurarse).

Entretanto, los mercados de deuda pública periférica han reaccionado de manera muy negativa a todos estos anuncios, de modo que las rectificaciones no han corregido los daños iniciales. Se ha creado una nueva «clase de activos» que no es ni deuda doméstica ni deuda externa, con una base de inversores muy limitada (véase Marès, 2011), y se ha introducido una gran incertidumbre en el mercado.

**TABLA 1. TENEDORES DE DEUDA PÚBLICA PERIFÉRICA (MARZO 2011)**

TENEDORES DE DEUDA PÚBLICA PERIFÉRICA (MARZO 2011)						
	Grecia	Irlanda	Italia	Portugal	España	Bélgica
<b>Tenedores Nacionales</b>	40%	47%	58%	41%	56%	40%
Bancos Domésticos	14%	6%	8%	12%	32%	7%
Otros tenedores domésticos	26%	41%	49%	29%	24%	33%
<b>Tenedores Extranjeros</b>	60%	53%	42%	59%	44%	60%
UE	14%	10%	0%	13%	0%	0%
FMI	5%	5%	0%	7%	0%	0%
BCE	14%	8%	3%	9%	4%	0%
Bancos Extranjeros	10%	8%	11%	17%	12%	24%
Otros tenedores extranjeros	17%	23%	28%	13%	28%	36%
Total Deuda	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Bancos Extranjeros</b>	10%	8%	11%	17%	12%	24%
Bélgica	0%	0%	1%	1%	0%	n.a.
Francia	3%	1%	4%	4%	4%	11%
Alemania	3%	1%	2%	4%	3%	2%
Italia	1%	0%	n.a.	0%	1%	0%
Japón	0%	0%	1%	1%	1%	2%
España	0%	0%	0%	4%	n.a.	0%
Suiza	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Turquía	0%	0%	0%	0%	0%	0%
R.Unido	1%	2%	1%	1%	1%	1%
EE.UU.	0%	1%	1%	1%	1%	2%
Otros	1%	1%	1%	1%	1%	4%



Todos estos errores y vacilaciones, en fin, reflejan una cierta contradicción entre el discurso oficial (participación del sector privado en los rescates, ayudas muy limitadas a los países en crisis) y las actuaciones de las autoridades europeas (cuatro rescates en 18 meses, acompañados de mecanismos de apoyo cada vez más generosos, pero insuficientes, ya que se han ido adoptando a regañadientes, a medida que se intensificaba la presión de los mercados).

## 5. CONCLUSIONES. ALGUNAS IDEAS SOBRE LA SALIDA DE LA CRISIS

La crisis de los países periféricos europeos ha echado por tierra algunas de las certezas que parecían asumidas de antemano, dando lugar a un estado de confusión que está haciendo más difícil la salida de la misma. En primer lugar, la crisis soberana revela fallos en el diseño de la unión monetaria, que quizás se centró demasiado en los elementos de estabilidad ligados a la política monetaria y fiscal, sin prestar excesiva atención a los desequilibrios que pueden surgir (y de hecho han surgido) en el sector privado, por una variedad de motivos, afectando también al déficit externo. Hubo un exceso de optimismo en el funcionamiento de la disciplina de mercado, en los incentivos para flexibilizar las economías y en la capacidad de los políticos de aplicar las normas comunes de disciplina fiscal: PEC y regla de no rescate.

En segundo lugar, y ligado a lo anterior, las soluciones a la crisis que se están planteando están demasiado centradas en la disciplina fiscal como única receta, sin tener en cuenta la necesidad de avanzar hacia una genuina unión fiscal, en la que existan mecanismos automáticos de suavización del impacto de las perturbaciones asimétricas. Además, todo esto debe completarse con otras medidas que eviten en el futuro la formación de desequilibrios. Sin entrar muy en detalle, se pueden señalar políticas estructurales destinadas a prevenir burbujas en el sector inmobiliario, o a flexibilizar la formación de salarios para prevenir pérdidas de competitividad.

En tercer lugar, hay una discrepancia entre los mensajes de las autoridades sobre la participación del sector privado en las pérdidas y las políticas de rescate oficial adoptadas. La confusión en las propuestas de solución de la crisis y las rectificaciones bajo presión de los mercados, están generando desconfianza, amplificando el contagio y dificultando la salida de la crisis.

En cuarto lugar, es evidente que la regla de no rescate no es realista ni creíble. Debe reemplazarse por un nuevo marco coherente que, sin excluir la ayuda mutua entre los países de la zona euro, establezca los incentivos adecuados para la responsabilidad fiscal. La emisión conjunta de eurobonos deberá plantearse en algún momento del proceso.

En fin, la única posibilidad de seguir adelante con el proyecto del euro sin generar una crisis financiera más profunda es una reforma del Tratado ambiciosa y coherente, que cubra el vacío dejado por el abandono parcial de la cláusula de no rescate. Entretanto, será necesaria una provisión de liquidez extraordinaria en los mercados monetarios y posiblemente también en los de deuda, hasta que se restaure la confianza.

## REFERENCIAS

- Bini Smaghi, Lorenzo (2010): «The Challenges Facing the Euro Area», Speech at the OMFIF Meeting Abu Dhabi, United Arab Emirates, 1 November 2010 <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp101101.en.html>
- Fernández de Lis y Ontiveros (2009): «La reforma financiera internacional: de la crisis asiática a las crisis global», en Alonso, Fernández de Lis y Steinberg (eds): «La reforma de arquitectura financiera internacional», Ediciones Empresa Global 2009.
- Haldane, A. 2009. «Why banks failed the stress test», Speech at the Marcus-Evans Conference on Stress-Testing, London, 9–10 February. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech374.pdf>



- Marès, Arnaud (2010): «Sovereign Subjects: Curing Demotion Sickness, Morgan Stanley Research, December.
- Minsky, H.P. (1978): «The financial instability hypothesis: a restatement», Thames Papers in Political Economy, North East London Polytechnic. Reprinted in Arestis, P. and Skouras, T. eds (1985), Post Keynesian Economic Theory, Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.
- Rajan, R. (1994): «Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence.» The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 109(2), pages 399-441, May.
- Reinhart, C. and K. S. Rogoff (2009): «This time is different. Eight Centuries of financial folly», Princeton University Press.
- World Bank (2010): «Sovereign debt and the financial crisis», edited by C. A. Primo Braga and G.A. Vincelette.





**PARTE II.**

**LA CRISIS EUROPEA EN PERSPECTIVA**





# LA ARQUITECTURA FINANCIERA EUROPEA: DEL TRATADO DE MAASTRICHT A LA REALIDAD ACTUAL

**Román Escolano**  
**Técnico Comercial y Economista del Estado**

## 1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

Desde la turbulenta perspectiva de la Unión Europea de nuestros días, resulta sorprendente comprobar cómo se pudo lograr, en el periodo de tiempo relativamente breve que va desde 1988 a 1991, un acuerdo histórico en materias tan decisivas como la adopción irreversible de una moneda única, la creación de un Banco Central independiente, o la aprobación de reglas fiscales comunes y sujetas a sanciones en caso de incumplimiento.

En efecto, la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea tal y como la conocemos hoy quedó esencialmente diseñada en el Tratado de Maastricht de 1991. En rigor no se trataba de una idea nueva. El plan de crear una Unión Monetaria en Europa estaba ya recogido veinte años atrás, y de forma bastante detallada, en el llamado Plan Werner.

Ese Plan, aprobado en París en 1970, estableció el principio de evolución en fases hacia la Unión Monetaria, a partir de una primera inicial que debería completarse el 1 de enero de 1973. Como es bien conocido, todo el proceso descarriló al poco tiempo dadas las circunstancias internacionales que llevaron al colapso del sistema de tipos de cambio fijo establecido en Bretton Woods, y de forma especial a partir de la devaluación del dólar norteamericano en agosto de 1971.

El Plan Werner, sin embargo, no solo dejó una notable huella intelectual en Europa sino también algunas consecuencias prácticas de importancia. Aunque las tensiones en los mercados de cambio impidieron el cumplimiento del Plan, algunos elementos del mismo sobrevivieron, y en particular el establecimiento de la «Serpiente monetaria» en 1972, que en buena medida prefiguró el Sistema Monetario Europeo establecido en 1979, verdadero embrión de la Unión Monetaria posterior.

El SME ha sido profusamente analizado por los economistas y sus ventajas e inconvenientes se conocen bien. Pero es importante tenerlo presente porque sin duda la experiencia del funcionamiento del SME –y de su Mecanismo de Tipos de Cambio, o ERM– influyó de forma esencial en el debate europeo en favor de la Unión Monetaria plena.

En los años en los que se produce la negociación de Maastricht, sin duda las ventajas del SME eran, o al menos así se percibían, superiores a sus inconvenientes<sup>1</sup>. Las monedas participantes habían mantenido una relativa estabilidad en torno a las bandas permitidas ( $\pm 2,25\%$  ECU,  $6\%$  en casos excepcionales), con menos reajustes que en años anteriores (no hubo ninguno desde

---

<sup>1</sup> Recordemos que la crisis de 1992–93 del Sistema Monetario Europeo (salida de la libra del ERM, devaluaciones de la lira y la peseta, etc.) son posteriores al Tratado de Maastricht.



enero de 1987 hasta la crisis del verano de 1992). Pero nadie pensaba en el SME como una solución monetaria permanente para Europa.

El aparente buen funcionamiento del SME no fue la única razón, ni siquiera la principal, del alcance del acuerdo de Maastricht. Si echamos la vista atrás, existen otras razones de fondo que explican la relativa facilidad con la que se llegó al mismo:

- 1) En primer lugar, la traumática experiencia del primer Gobierno Mitterrand de 1981-1983 dejó una huella profunda en la política económica europea. No solo demostró que no existía ningún «*trade-off*» permanente entre inflación y desempleo sino que mostró las dificultades de llevar una política nacional autónoma y deliberadamente inconsistente con la del resto de socios principales del SME.

Por un lado, esto favoreció la tesis a favor de la *independencia* de los Bancos Centrales. A finales de los ochenta, la ortodoxia tradicional del Bundesbank alemán formaba ya parte del consenso general. El prestigio de los Gobernadores creció, y ello explica en buena medida la enorme influencia que tuvieron como grupo en el posterior diseño de la UEM<sup>2</sup>, a través del denominado Comité Delors.

Por otro lado, si la autonomía de acción nacional era de hecho nula, entonces la «solución europea» se imponía por defecto, como una consecuencia de pura lógica. Una autoridad monetaria común e incluso una moneda única significarían políticamente *recuperar* soberanía, aunque fuese compartida, no tanto perderla.

---

<sup>2</sup> En particular, a través del denominado Comité Delors (1988), compuesto por los Gobernadores de los Bancos Centrales de los doce Estados Miembros más tres expertos independientes: Alexandre Lamfalussy, Niels Thygesen y Miguel Boyer. El «Informe Delors», presentado en el Consejo Madrid (junio de 1989) prefigura los elementos centrales de la UEM aprobada en Maastricht.

Este razonamiento estuvo muy presente en la mente tanto de los principales actores franceses de la época (Delors, Jacques de Larosière, Balladur o incluso el propio Mitterrand) como también en los del resto de Estados Miembros distintos de Alemania.

- 2) En segundo lugar, no debe olvidarse el impacto favorable en la opinión pública que tuvo la aprobación del Acta Única Europea en 1986 y en particular el proyecto de Mercado Interior para 1992. En esa época la relación entre Mercado Interior y la Unión Monetaria era explícita. De hecho, una de las cláusulas de la propia Acta Única establecía que la culminación del mismo no sería posible sin una integración monetaria. Este paralelismo es todavía relevante en nuestros días.

Este vínculo entre Mercado Interior y Unión Monetaria aparecía también de forma abierta en el influyente Memorandum del entonces Ministro de Exteriores alemán Genscher («*A single European Currency and an Independent Central Bank*»), que desembocaría en el Consejo de Hannover que designó al mencionado «Comité Delors».

Desde un punto de vista más técnico, en mente de todos también estaba que la plena libertad de circulación de capitales, prevista para 1990 tras el Acta Única, podía aumentar los elementos de inestabilidad del ERM, como así se demostró de hecho a partir de 1992. Dado que el objetivo del Mercado Interior parecía políticamente irrenunciable, parecía llegado el momento de plantear una solución monetaria definitiva y estable que sustituyese al SME, que no podía ser sino la Unión Monetaria.

- 3) Por último, y por encima de estas consideraciones, no cabe olvidar el impacto



histórico de la reunificación alemana. Apenas seis meses después de que en Madrid se aprobase el «informe Delors» se producía la caída del Muro de Berlín y el comienzo del rápido proceso que llevó a la reunificación de las dos Alemanias. Thomas Mayer (2011) afirma en este sentido:

*«La caída del Muro de Berlín en 1989 no solo fue un acontecimiento capital para el mundo, sino que también cambió fundamentalmente la naturaleza de la integración europea. Por una parte, este acontecimiento histórico indujo a Alemania a prescindir de su querido marco, el símbolo de su éxito durante la postguerra. Ese fue el precio que el Presidente Mitterrand exigió al Canciller Kohl para conseguir el apoyo francés a la reunificación alemana»<sup>3</sup>.*

La reunificación cambió de repente las reglas de juego en Europa comenzando por la propia diplomacia de la «República de Bonn», que hasta la fecha se había guiado por la conocida cita de Thomas Man: *«Wir wollen ein Europäisches Deutschland und kein Deutsches Europa»*.

La idea de la Unión Monetaria ya existía –se había puesto en marcha al menos un año antes en Hannover–, pero es tras el Muro de Berlín cuando se acelera y se convierte en una necesidad histórica. Cualquier duda o vacilación pasa a ser secundaria: el camino a la UEM debía cerrarse cuanto antes y de forma irreversible.

Las exigencias de ese nuevo equilibrio histórico se perciben claramente en el resultado final de Maastricht. Por razones evidentes, la exigencia prioritaria para Francia, más allá de cualquier exigencia de política económica, pasa a ser la irre-

versibilidad y la existencia de una fecha final cierta para la UEM (1999), de forma que ningún acontecimiento posterior de la política alemana pueda descarrilar el proceso, repitiendo lo sucedido con el Plan Werner.

A cambio, se acepta de forma mucho más clara que los elementos definitivos de la arquitectura de la UEM sean de inspiración alemana: criterios previos de convergencia para el ingreso en la Unión Monetaria; independencia plena del Banco Central Europeo; mandato antiinflacionista, sede en Frankfurt, etc.

## 2. LA ARQUITECTURA DE LA UEM EN MAASTRICHT

El Título VIII del Tratado de Maastricht refleja perfectamente este equilibrio. En efecto, la arquitectura de la UEM que el Tratado diseña se basa precisamente en estos tres grandes pilares:

- i) Una política monetaria única, cuya competencia está plena y permanentemente transferida al nivel comunitario y que se ejerce por un Banco Central Europeo independiente;
- ii) Unas políticas fiscales que permanecen como competencia nacional, pero sujetas a reglas comunes de cumplimiento obligatorio;
- iii) Unos mecanismos *soft* de coordinación del resto de políticas económicas, que se consideran sin embargo de «interés común».

### **POLÍTICA MONETARIA. INDEPENDENCIA DEL BCE**

El Tratado de Maastricht confiere la responsabilidad de la política monetaria única al BCE mediante un elaborado esquema institucional (recogido tanto en el propio Tratado como en los

<sup>3</sup> Mayer, Thomas (2011) *«The political economics of the euro»*.



Estatutos del BCE, anexos a éste) que constituye su núcleo central, su mayor novedad y una de sus grandes singularidades a nivel internacional. Esencialmente, establece:

- *Independencia.* La independencia del BCE es recogida de forma absolutamente explícita en el artículo 130<sup>4</sup> TFUE que afirma que: «Ni el BCE, ni los Bancos centrales nacionales, ni cualquier miembro de sus órganos de Gobierno podrán solicitar ni aceptar instrucciones de las instituciones, órganos y organismos de la Unión, de los Gobiernos de los Estados Miembros o de ningún otro organismo».

Esta independencia, para ser completa, debe afectar también al comportamiento de los propios Estados Miembros, que deben abstenerse de intentar cualquier influencia en el BCE (art. 130), así como a los Miembros del Consejo de Gobierno del BCE (plazos amplios de mandato, no reelegibles) y a la propia autonomía financiera y presupuestaria del BCE.

- *Mandato.* El artículo 127 TFUE establece que: «El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales es el mantenimiento de la estabilidad de precios. El resto de políticas económicas de la Unión serán objeto del apoyo del SEBC, pero solo «sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios».

Posteriormente, en 1998 el Consejo de Gobierno del BCE definió de forma concreta este objetivo de estabilidad de precios como: «una evolución interanual del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) para el conjunto de la Eurozona menor al 2%<sup>5</sup>».

<sup>4</sup> En lo que sigue se cita por la numeración correspondiente al vigente Tratado de Lisboa y el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), no las del original de Maastricht.

<sup>5</sup> Una reforma posterior en 2003 lo definió como «inferior, pero cercana al 2%» para evitar toda interpretación de un posible sesgo deflacionario en la definición.

- *Toma de decisiones.* Al establecer su mecanismo de toma de decisiones, el Tratado y los Estatutos del SEBC definen al BCE como una institución esencialmente *federal*, dado que: (a) no existe necesariamente representación en su Comité Ejecutivo de cada uno de los Estados Miembros de la UEM<sup>6</sup>, y por lo tanto sus miembros deben responder al interés común y no al de su origen respectivo; y (b) en congruencia con lo anterior, las decisiones se toman por mayoría simple, con voto único e igual para todos ellos, ya procedan del Estado más poblado (Alemania) o del menor (Luxemburgo).

### **POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS BASADAS EN REGLAS**

Mientras las políticas fiscales y presupuestarias se mantienen como competencia nacional, el Tratado no deja de reconocer que unas políticas fiscales insostenibles no son compatibles con un adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria al crear reacciones adversas en los mercados de deuda o inducir a presiones políticas sobre las autoridades monetarias.

La solución a esta aparente paradoja –de evidente actualidad en estos momentos– se creyó encontrar en Maastricht mediante el establecimiento de un conjunto de *reglas fiscales*:

- 1) en primer lugar, se establece la prohibición absoluta de financiación monetaria de los déficit públicos («No monetización») (art. 124).
- 2) en segundo lugar, el Tratado establece que ni la Unión, ni ningún Estado Miembro individual podrá ser considerado responsable de las deudas contraídas por otro Estado Miembro («No *bail-out*», art. 125).

<sup>6</sup> En esto, por tanto, se fue mucho más allá de lo que sucede con la propia Comisión Europea, la institución comunitaria por excelencia y «guardiana de los Tratados».



3) finalmente, se establece la obligación de «evitar los déficit presupuestarios excesivos» (art. 126 y Protocolo de Déficit Excesivo), definidos de forma muy detallada de la forma siguiente:

- *«si la proporción del déficit efectivo o esperado supera el 3% del PIB y, en este caso:*
  - *si la proporción no ha declinado sustancial y continuamente hasta un nivel cercano al 3%;*
  - *o alternativamente si el exceso con respecto al 3% es temporal y excepcional, permaneciendo cercano al 3%;*
- *si la proporción de deuda pública con respecto al PIB supera el 60% y, en este caso, si dicha proporción no disminuye suficientemente ni se acerca al 60% a un ritmo satisfactorio»*

Estas reglas fiscales originales se reforzaron de forma muy importante en 1997, cuando quedó claro que la UEM iba a incorporar finalmente a un número más amplio de países que los del «núcleo duro» previsto inicialmente por algunos de los inspiradores de Maastricht<sup>7</sup>.

En este sentido, con la introducción del llamado «Pacto de Estabilidad y Crecimiento»<sup>8</sup> se estableció un marco mucho más exigente para las políticas fiscales, al establecer no ya un límite del 3% –que ya figuraba en el Tratado– sino el nuevo objetivo de una situación «cercana equilibrio o en superávit», para lo que se establece un mecanismo presupuestario a medio plazo (MTO), un sistema de supuestas «alertas tempranas» y finalmente un mecanismo de sanciones a través de un «brazo corrector».

### COORDINACIÓN DE POLÍTICAS ECONÓMICAS

Finalmente, el Tratado de Maastricht establece la *obligación* para todos los Estados Miembros de

coordinar sus políticas económicas (artículo 121 TFUE) puesto que se acepta que estas son «una cuestión de interés común» y que deben realizarse «con vistas a conseguir los objetivos de la Unión» (art. 120).

La forma en que esta obligación se materializa no es otra que las «Grandes Orientaciones de Política Económica» (GOPEs), que debe aprobar el Consejo, tras recomendación de la Comisión Europea, y que, en caso de incumplimiento, o disconformidad con las políticas económicas nacionales realmente llevadas a la práctica, pueden incluso dar lugar a sanciones.

El hecho de que en los más de diez años de funcionamiento de la UEM solo en un polémico caso –el de Irlanda en 2001– se hayan solicitado estas sanciones, y de que poca gente más allá de las burocracias nacionales –incluso entre los círculos informados en materia económica– sigan el proceso anual de aprobación de las GOPEs, dice mucho sobre sus limitaciones y sobre la falta de contenido real de este supuesto mecanismo de coordinación de políticas económicas.

Estos son los rasgos centrales de la arquitectura de la UEM tal y como ha llegado hasta nuestros días. Años más tarde, el largo proceso de debate político e institucional que condujo al proyecto de Constitución para Europa y posteriormente al Tratado de Lisboa introdujo pocos cambios de calado<sup>9</sup>.

La llamada «Convención Europea» dedicó uno de sus Grupos de Trabajo, el VI, a la Gobernanza Económica<sup>10</sup>. Lo presidió Klaus Hänsch, antiguo Presidente del Parlamento Europeo quien, tras un considerable debate interno y constatado que las claras discrepancias ideológicas impedían un consenso claro, optó por mantener el esquema fundamental del Tratado anterior.

No obstante, algunos cambios importantes sí se introdujeron en el Tratado Constitucional y

<sup>7</sup> Lammers y Schäuble (1994).

<sup>8</sup> El PEC consiste en realidad en una Resolución del Consejo Europeo y en dos Reglamentos, 1466/97 y 1467/97.

<sup>9</sup> En Escolano (2004) se resumen los cambios planteados en el entonces proyecto de Constitución.

<sup>10</sup> Ver su informe final en CONV 357/02, de 21 de octubre de 2002.



posteriormente, en el Tratado de Lisboa, entre los que podemos destacar:

- 1) la transformación del BCE en una verdadera institución europea y la consagración legal del denominado Eurosistema (art. 282);
- 2) la confirmación del carácter exclusivo de la competencia de política monetaria de la Unión (art. 3);
- 3) el aumento de las competencias de supervisión de la Comisión en lo que respecta a las GOPEs (art. 121) y al procedimiento de Déficit Excesivo (art. 126).
- 4) finalmente, y quizá con mayor interés, se reconoce legalmente la existencia del Eurogrupo, como entidad capaz de tomar decisiones aplicables de forma exclusiva a los «Estados cuya moneda es el euro» en materia tanto de supervisión presupuestaria mutua como de orientaciones generales de política económica (art. 136 y Protocolo sobre el Eurogrupo). Dicho Eurogrupo tendrá un Presidente permanente nombrado por dos años y medio (Protocolo, art. 2).

Del mismo modo, se establece la necesidad de una representación externa adecuada e integrada de la Eurozona en las instituciones financieras internacionales.

### 3. ¿UN ERROR FUNDAMENTAL DE DISEÑO?

La reciente crisis de deuda comenzada en 2010 con el caso de Grecia ha vuelto a plantear las dudas –que ya existían desde los inicios de la UEM– sobre la existencia de errores fundamentales de diseño en la arquitectura de la UEM tal y como antes se ha descrito. Éstos estarían detrás de la aparente incapacidad de la Eurozona para tratar los problemas de deuda soberana de un

Estado relativamente pequeño (apenas un 2% del PIB) y, sobre todo, de evitar los problemas de contagio.

¿Cuáles son, si existen, estos errores? No es fácil decirlo de una forma inequívoca. Se ha repetido habitualmente que la UEM es un gran éxito histórico. No faltan datos que lo corroboren. Al fin y al cabo, la UEM, como se ha visto, se planeó para conseguir un objetivo primordial: una moneda fuerte, definida por una baja tasa de inflación.

Desde ese punto de vista, los primeros trece años de la UEM pueden considerarse un éxito indudable. La inflación del euro durante este periodo es menor que la del marco alemán en toda su historia y muy próxima a la de su objetivo de referencia del 2%. El euro, por otra parte, ha alcanzado una amplia aceptación internacional como moneda global de reserva.

Sin embargo, el diseño institucional de Maastricht deja algunas dudas en lo que se refiere a la estabilidad financiera. Esa no era la preocupación inicial de sus redactores: el «núcleo» central de la UEM de Maastricht está pensado, para evitar cualquier deriva inflacionista.

La moneda única debe nacer blindada contra cualquier amenaza a la estabilidad de precios que, a principios de la década de los noventa, y tras numerosas experiencias históricas negativas, dentro y fuera de Alemania, se consideraba como el principal riesgo para la supervivencia futura de la moneda única.

La estabilidad financiera no parecía, entonces, un riesgo de la misma magnitud, y ello por varios motivos:

- 1) Los sistemas bancarios, a la altura de 1991, se mantenían esencialmente limitados a sus mercados nacionales de origen. Veinte años después, la integración bancaria transfronteriza aún sigue siendo insuficiente en la UE, pero en ese momento era bastante marginal. No parecía haber grandes motivos de preocupación por ese lado. Los supervisores y los esquemas de garantía nacionales parecían perfectamente





capacitados para atender cualquier situación de crisis, como ya habían mostrado durante los años 70 y 80.

- 2) Por otra parte, el explosivo crecimiento de los balances bancarios en términos de PIB que se experimentó desde finales de los noventa no se había producido todavía. Una vez más, los sistemas bancarios nacionales parecían manejables con los instrumentos existentes.
- 3) Finalmente, no cabe olvidar que la propia regulación financiera internacional estaba dando apenas sus primeros pasos. Si el acuerdo de Basilea I data inicialmente de 1988, su traslación a la legislación europea es estrictamente contemporánea a Maastricht.

El Tratado difícilmente pudo prever en 1991 la creciente complejidad que alcanzaría en las dos siguientes décadas la regulación internacional de los sistemas financieros, que entonces seguían siendo relativamente simples, pequeños y de alcance nacional. Este hecho dejó una huella importante en la arquitectura de la UEM. En particular, el Tratado es bastante poco ambicioso en lo que respecta a la *supervisión bancaria*.

Los Bancos Centrales han estado tradicionalmente vinculados, de una u otra forma, a la supervisión bancaria. Este vínculo era si cabe más evidente en los años en los que se diseñó la UEM (principios de los noventa), antes de asistir a la popularización de modelos distintos basados en agencias especializadas, tales como la antigua FSA británica.

No hubiera sido extraño, por tanto, que el Tratado hubiese planteado al nuevo SEBC un papel importante en materia supervisora, en línea con el que le corresponde en materia monetaria. En este sentido, alguna de las iniciales contribuciones académicas, como las del llamado «Groupe Louis»<sup>11</sup> propusieron que el BCE

debería estar a cargo de la coordinación de la supervisión de las «entidades de crédito» sujetas a la misma según la legislación comunitaria.

También el propio Informe Delors (1988), compuesto esencialmente por Gobernadores de Bancos Centrales, planteó que el SEBC tuviera un papel central en la «política macroprudencial» y a su vez pudiera «participar en la coordinación de las políticas de supervisión bancaria de las autoridades supervisoras». Unas ideas muy similares a las que remitió el Comité de Gobernadores en su informe a la Conferencia Intergubernamental (CIG) que redactó el Tratado de Maastricht.

Como es sabido, el resultado recogido finalmente en el Tratado, dadas las resistencias mostradas por los Estados Miembros, fue bastante más restrictivo en sus aspiraciones. En definitiva, el texto aprobado estableció que (art. 127<sup>12</sup>):

*«El SEBC contribuye a la buena conducción de las políticas llevadas a cabo por las autoridades competentes en materia de control prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero».*

Mientras, por su parte, los Estatutos del SEBC establecen que meramente corresponde al BCE (y a este solo), en su artículo 25.1:

*«El BCE puede aconsejar y ser consultado por el Consejo, la Comisión y las autoridades competentes de los Estados Miembros sobre el alcance y la puesta en marcha de la legislación comunitaria relacionada con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y la estabilidad del sistema financiero».*

En suma, una interpretación estricta de lo finalmente aprobado en Maastricht mostraría que el papel del SEBC en materia supervisora es apenas el de *asesor* del BCE.

Esta «timidez» pudo tener en su momento razones plenamente justificadas de soberanía nacional o de impacto presupuestario en situaciones de crisis, pero plantea interrogantes en materia de estabilidad financiera, de plena actualidad en nuestros días.

En efecto, en ocasiones se ha hablado del «Trilema» institucional planteado en Maastricht,

<sup>11</sup> Jean-Victor Louis (1989).

<sup>12</sup> Antiguo 105.5.



según el cual se pretenden alcanzar tres objetivos de forma simultánea, pero que resultan incompatibles entre sí: la integración de los mercados

Europeos, la estabilidad financiera y el mantenimiento de la supervisión en manos nacionales (ver gráfico).

---

### GRÁFICO. EL «TRILEMA DE MAASTRICHT»

---

Estabilidad financiera

Integración de mercados

Supervisión Nacional

---

No resulta difícil ver que es imposible alcanzar los tres objetivos a la vez, Si se intentan lograr dos cualesquiera, entonces el tercero produce los resultados contrarios a lo buscado. En particular, en un sistema con mercados integrados y libre circulación de capitales y en el que se mantiene la supervisión nacional, existen elementos potencialmente importantes de inestabilidad financiera y bancaria.

Esta situación se conocía ya desde el comienzo de la UEM. El propio Tratado lo reconoce indirectamente estableciendo la posibilidad de aumentar los poderes supervisores del BCE (art. 127.6) cuando, establece que:

*«El Consejo (...) por unanimidad y tras consulta del Parlamento Europeo y del BCE, podrá confiar al BCE misiones específicas en materia de supervisión prudencial de establecimientos de crédito»*

Por otra parte, en la época anterior a la crisis de 2008 se aprobaron una serie de «Memorandum of Understanding» (MoUs) entre el BCE y los supervisores nacionales para tratar, con este problema en mente, de asignar con mayor detalle las responsabilidades en situaciones de crisis. La crisis, en efecto, llegó y nadie recuerda hoy estos textos. Difícilmente se puede afirmar ya que este problema de diseño esté bien cubierto por la arquitectura actual.

#### 4. CONCLUSIÓN: DE MAASTRICHT A LA ACTUALIDAD

La arquitectura de la UEM se diseñó en 1991, hace ahora exactamente veinte años. Surgió como resultado de un gran pacto europeo, en un momento decisivo tras la caída del Muro de Berlín. Francia aceptaba un marco institucional *sui generis* trazado al modo alemán (una mezcla de ordoliberalismo presupuestario y de ortodoxia monetaria tradicional de Frankfurt), a cambio de asegurar de forma irreversible una Unión Monetaria que permitiera andar a la nueva Alemania en una Unión Europea fuerte.

Esta arquitectura es hija de su época. La moneda única –posteriormente denominada euro, tras descartar el feo y polémico nombre de ECU– tenía un gran enemigo, la inflación, que había sido el principal problema económico durante las dos décadas anteriores. Para combatirla debía estar respaldada por un Banco Central independiente y comprometido de forma casi exclusiva a mantener la estabilidad de precios.

El euro, así concebido, ha sido sin duda un gran éxito. Es una moneda estable y sólida, comparable en este terreno con las mejores del mundo. El núcleo institucional dispuesto para



preservar al BCE de las presiones políticas y asegurar su credibilidad antiinflacionista ha demostrado ser robusto y resistir bien el paso del tiempo.

No cabe decir lo mismo de otros elementos claves del sistema que, o bien no quedaron bien cerrados en el Tratado (como las reglas disciplina fiscal, erosionada con la crisis alemana de 2003 y posteriormente con el caso griego) o bien quedaron simplemente omitidos, como la supervisión integrada de los sistemas bancarios.

Estas carencias han demostrado ser una fuente de preocupación para la UEM una vez comenzada la crisis. El sistema ha mostrado ser capaz de mantener la inflación baja, pero no de tratar la delicada interacción entre las crisis presupuestarias nacionales y la estabilidad de los respectivos sistemas bancarios. Estos problemas resultan difíciles de diagnosticar y más difíciles aun de tratar dentro el actual esquema de competencias previsto en el Tratado.

Por eso, más allá de las reformas puntuales, la persistencia de la crisis de deuda soberana está indicando que ha llegado la hora de una reforma de los Tratados. Así lo acaban de proponer conjuntamente la propia Canciller alemana Merkel y el Presidente francés Sarkozy<sup>13</sup>. Sería la primera revisión importante de la arquitectura institucional de la UEM desde Maastricht.

Esta reforma será jurídica e institucionalmente compleja (¿debe realizarse sobre el TFUE a 27 o ser un Tratado paralelo exclusivamente para los 17 Estados de la Eurozona?) y llega con la opinión pública agotada por las anteriores reformas e irritada por los efectos de la propia crisis económica.

Sin duda esta reforma anunciada no será fácil, pero resulta inexcusable.

Es necesario acabar con las carencias detectadas. El reto no será tanto crear un Tesoro europeo único, que no es realmente imprescindible en esta fase, como extender una red de seguridad bancaria al conjunto de la Eurozona, establecien-

do como lógica contrapartida política una fuerte capacidad de supervisión integrada y un sistema común de garantía de depósitos. De esta forma se atacaría la raíz del contagio.

Y también es preciso dotar a las reglas de disciplina presupuestaria con un conjunto realmente eficaz de sanciones, que vayan más allá de las puramente nominales que establece el Pacto de Estabilidad. No es posible seguir descubriendo casos de incumplimiento cuando ya sea demasiado tarde y la crisis de los mercados de deuda ya haya comenzado.

En este sentido, hay cuatro grandes cambios que podrían ser incluidos en esta próxima reforma y que completarían la arquitectura original de Maastricht:

- 1) **Sistema Europeo de Supervisores Bancarios.** Se crearía un Sistema Europeo de Supervisores Bancarios (SESB) formado exclusivamente por los Estados pertenecientes a la Eurozona. Con sede en Frankfurt, tendría en su centro una nueva Autoridad Bancaria de la Eurozona (EUBA). A su frente estaría un Presidente que sería a su vez Vicepresidente nato del BCE. Mientras todas las entidades de crédito serían supervisadas por el SESB, aquellas de carácter sistémico y transfronterizo serían objeto de una supervisión directa por parte de la EUBA. Este SESB asumiría también las funciones del actual Consejo de Riesgo Sistémico.
- 2) **Sistema Europeo de Garantía de Depósitos.** Se dotaría en cada Estado individual de la Eurozona un Fondo de Garantía de Depósitos, siempre pre-financiado, dotado de acuerdo a un tipo único (por ejemplo, un 1,5 por mil) y bases con definición idéntica. Este Fondo nacional asumiría en todo caso las primeras pérdidas en caso de crisis, estando el reparto de costes adicionales regulado *ex ante* de forma explícita según la clave de reparto del capital del BCE.

<sup>13</sup> «Merkel, Sarkozy Claim Broad Deal», The Wall Street Journal, 10 de octubre de 2011.



El conjunto de estos Fondos se organizaría en un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos. A su cabeza estaría un Consejo formado por los responsables nacionales de cada Fondo, dirigidos todos ellos por el Presidente del SESB. Este Sistema tendría acceso, en su caso, a financiación excepcional del BCE en situaciones de emergencia.

- 3) **EFSE.** El actual EFSF –o su eventual sustituto permanente– tendría la capacidad exclusiva de recapitalización de entidades de crédito en situaciones de crisis<sup>14</sup> directamente o a través de vehículos nacionales creados a tal efecto. A esta se sumarían las funciones ya aprobadas (21 de julio de 2001) de intervenir en los mercados secundarios de deuda y además coordinaría los calendarios de emisiones nacionales, etc. A frente de este EFSF estaría el Presidente del Eurogrupo, quien realizaría de esta forma funciones análogas a un «Ministro de Finanzas europeo».

- 4) **Disciplina presupuestaria y sanciones.** Las sanciones recogidas en la reciente reforma del PEC siguen sin ser creíbles. Para dotarlas de un real efecto disuasorio tienen que tener un efecto directo en el mercado. A tal efecto, se establecería un sistema de «señales» que transmitan a los mercados de deuda en tiempo real las consecuencias del deterioro presupuestario.

A tal efecto, el Eurogrupo podría decidir, a propuesta de la Comisión, y con informe favorable del BCE, que las emisiones de Estados con indicador «rojo» (incumplimiento grave y reiterado de la disciplina presupuestaria durante, por ejemplo, dos o tres años seguidos) tengan: (a) un

tratamiento progresivamente más exigente en materia de consumo de capital; o (b) que los «haircuts» aplicables a las operaciones de descuento del BCE sean cada vez mayores. Los Estados con indicador «ámbar» empezarían a emitir señales al mercado, aunque tendrían tiempo para corregir su situación. Con este sistema de sanciones se cerraría el mecanismo de disciplina entre déficit, deuda y sistemas bancarios.

Alguna de estas reformas se podrían adoptar mediante legislación derivada, pero otras sí exigirán cambios en el Tratado. Con esta reforma de la arquitectura de la UEM, la Eurozona se adentra en un terreno tan difícil como imprescindible. La hoja de ruta anterior ya no sirve y no hay muchas oportunidades para el error. Nuestra época exige hoy una ambición similar a la que se dio hace veinte años en Maastricht.

## REFERENCIAS

- ECB (2008): «10th Anniversary of the ECB», Monthly Bulletin, en [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
- Delors, J. (1989): «Report on economic and monetary union in the European Community», en [www.ec.europa.eu/economy\\_/delors\\_report.htm](http://www.ec.europa.eu/economy_/delors_report.htm)
- Dyson, K. y Featherstone, K. (1999): «The road to Maastricht», Oxford University Press.
- Escolano, R. (2004): «La Gobernanza económica en la Constitución Europea». ARI Real Instituto Elcano, en [www.realinstitutoelcano.org](http://www.realinstitutoelcano.org)
- Lammers, K. y Schäuble, W. (1994): «Überlegungen zur europäischen Politik» en [www.cduc-su.de](http://www.cduc-su.de)
- Louis, J.V. (1989): «Vers un système européen de banques centrales – Projet de dispositions organiques», Editions Université de Bruxelles, Bruxelles.
- Meyer, T. (2011): «The Political Economy of the Euro», Deutsche Bank Research, julio, en [www.dbresearch.com](http://www.dbresearch.com)

<sup>14</sup> Quizá con la excepción de un umbral *de minimis* para instituciones nacionales o regionales muy pequeñas.



Priollaud, F-X. y Siritzky, D. (2008): «Le Traite de Lisbonne: texte et commentaire». La Documentation Française, Paris.

Smits, R. (2008) : «The role of the ESCB in Banking Supervision», en [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

Werner, K. (1970): «Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of the Economic and Monetary Union in the Community», en [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)





# LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA EUROPEA: UNA VISIÓN GENERAL

**David Martín Heredero, Economista Senior,  
Servicio de Estudios Banco Santander**  
**Antonio Cortina García, Director Adjunto,  
Servicio de Estudios Banco Santander**

Aunque los críticos de la Eurozona ya se encargaron de subrayar en su día las deficiencias en el diseño de la Unión Económica y Monetaria y los problemas que de ello se podrían derivar, la crisis de la deuda soberana europea ha sorprendido a los mercados, que hasta 2009 apenas discriminaban la calidad crediticia de los estados participantes. Y también han sorprendido a las autoridades económicas y monetarias, que se han visto obligadas a adoptar una sucesión de medidas extraordinarias, algunas de ellas impensables hasta hace unos meses.

Para llegar a este punto ha sido necesaria una crisis financiera y económica sin parangón desde la Gran Depresión, una crisis de confianza en todos los órdenes sin precedentes en la historia reciente y serias dificultades políticas para alcanzar un consenso que permita resolver los desafiantes pasos que requiere solventar la situación.

El cuestionamiento de la solvencia de una parte de los estados miembros de la UEM no solo representa un lastre para la estabilidad financiera y la recuperación económica europea y global sino también para la propia unión monetaria, y exige para su resolución avanzar en el proyecto de integración de Europa con determinación. Las medidas adoptadas hasta ahora<sup>1</sup> no han

afrontado los problemas de fondo y no resultan por tanto suficientes para estabilizar la situación.

En este artículo trataremos de dar una visión general del problema de la deuda soberana explicar brevemente los mecanismos que han conducido a la Eurozona en su conjunto y a algunos países en particular a la situación actual, las medidas que se han adoptado hasta el momento y sus principales efectos y, por último, las posibles vías de futuro.

## SOSTENIBILIDAD

La Comisión Europea define la sostenibilidad de las finanzas públicas de la siguiente forma «la capacidad de un gobierno para financiar su deuda actual y los gastos esperados. Es un concepto de largo plazo y no existe una definición concisa. Una posición sostenible supondría un nivel de deuda que no implique unos pagos por intereses a los que no se pueda hacer frente. Por tanto, es la capacidad de un gobierno para pagar los costes de la deuda mediante futuros ingresos».

La solvencia de un estado es, en todo caso, un concepto difuso, pero, en resumen, lo que hace solvente a un estado es la capacidad para estabi-

<sup>1</sup> La fecha de cierre de este artículo es octubre de 2011, por consiguiente no recoge las medidas que se han ido adoptando hasta la publicación del Estudio, como las tomadas

en el Consejo Europeo de diciembre de 2011, que siguen la línea con las iniciativas de mejora del marco de gobernanza europeo contempladas en este artículo.



lizar su deuda a medio plazo y, en determinadas circunstancias estabilizarla a un nivel que no supere un determinado umbral que, como referencia, algunos autores sitúan en torno al 85%.

$$D_t - D_{t-1} = DP_t + (D_{t-1} * (i_t - y_t / 1 + y_t)) + FS_t$$

Donde D, DP, y FS son la deuda, el déficit primario y los ajustes de flujos/stocks (operaciones financieras realizadas y revalorización) en porcentaje del PIB, i es el coste de la deuda e y la tasa de crecimiento del PIB nominal.

Para que el crecimiento de la deuda sea cero, el superávit primario debe de ser mayor o igual que:

$$(D_{t-1} * (i_t - y_t / 1 + y_t)) + FS_t$$

Por lo tanto, habría cinco tipos potenciales de problemas fiscales: (i) déficit primario, (ii) ratio de deuda pública, (iii) coste de financiación, (iv) potencial de crecimiento y (v) asunción de deudas del sector privado.

En el ámbito de una unión monetaria habría que sumar un sexto factor: el sentimiento del mercado. La inexistencia de la opción de devaluar o estimular la inflación –posibilidades de las que carecen también los miembros de una unión monetaria– y la carencia de un banco central propio, capaz de actuar como prestamista de última instancia en situaciones extremas, conduce a que la desconfianza de los inversores y las consiguientes ventas de activos de un país miembro puedan generar una crisis de liquidez. El consiguiente aumento del coste de financiación acaba tornando en insolvente a un estado que, a priori, no lo era. Todo ello explica que el mercado perciba de manera tan distinta las posiciones fiscales de, por ejemplo, EEUU o Reino Unido frente a España. Este factor es especialmente relevante cuando las necesidades de financiación externa son elevadas y la estructura de vencimientos de la deuda muestra periodos de elevada concentración.

## UN PROBLEMA CON DISTINTAS CARAS

Con arreglo a las variables indicadas, la Eurozona en conjunto no se encuentra en una posición

La evolución de la deuda pública se puede descomponer de la siguiente forma:

particularmente confortable, sobre todo, tras la Gran Recesión. La ratio de deuda pública sobre PIB alcanza el 85% del PIB, el déficit público se sitúa en el 6,5% del PIB en 2010 y el potencial de crecimiento es modesto. Desde una óptica de medio plazo el área habrá de afrontar reformas importantes, pero éstas son manejables y, con la necesaria decisión política, la sostenibilidad fiscal del área no está en cuestión.

Sin embargo, la Eurozona está lejos de ser una unión política y fiscal y, por tanto, el análisis del área agregada no es, hoy por hoy, el relevante. Si descendemos al análisis de los estados la situación es más complicada. Así lo interpretan los mercados financieros, como reflejan los diferenciales de las rentabilidades de la deuda pública de cada uno de los países frente al bono alemán –activo de referencia del área–, muy especialmente en los casos de Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia.

Tales diferenciales esconden, sin embargo, situaciones de muy distinta naturaleza y envergadura.

- Grecia presenta deficiencias acusadas en todos los frentes. El déficit público es del 10,5% (2010) el déficit primario del 3,2%, la deuda se sitúa en el 142% del PIB, la competitividad del sector privado no es sólida, el endeudamiento privado ha crecido sustancialmente (75 puntos de PIB entre 1999 y 2009) y las necesidades netas de financiación externa son muy elevadas.
- Irlanda no mostraba al inicio de la crisis en 2007 problemas fiscales, ni de crecimiento. En este caso la clave estaba en la deuda del sector privado (pasó del 60%





del PIB al 200% en 2008 alentada por un boom inmobiliario), y el tamaño del sector financiero (los activos totales del sistema superaban el 1000% del PIB en 2009), fuertemente dependiente de los mercados mayoristas globales. La crisis doméstica e internacional llevó al sistema financiero a una situación límite, en la que el gobierno reaccionó garantizando todos los pasivos de la banca. Sin embargo, el tamaño potencial del problema era demasiado grande para el gobierno, que tras rescatar a varias entidades financieras tuvo que reconocer un déficit del 32% del PIB en 2010 y la deuda pública se elevó del 25% del PIB en 2007 al 96% del PIB en 2010. La crisis financiera está por tanto detrás, en este caso, de los problemas fiscales.

- Portugal no manifestaba problemas de solvencia bancaria como los de Irlanda, con un tamaño del sector financiero inferior a la media de la Eurozona, ni una burbuja inmobiliaria que pudiera amenazar su solvencia, ni su posición fiscal era comparable a la griega. Sin embargo, el crecimiento económico de Portugal medio de la última década bajó por debajo del 1% anual, la menor tasa de la UEM tras Italia. La expansión post entrada en la UEM no se aprovechó para reducir a las deficiencias estructurales por el lado de la oferta de Portugal, que se traducían en unos niveles de competitividad relativamente bajos, el endeudamiento de las familias era relativamente alto y la dependencia de la financiación externa también era notable.

La situación fiscal se deterioró con rapidez; la crisis empujó el déficit al 10% en 2009 y la, deuda al 93% del PIB, lejos de las cifras mostradas por Grecia, pero la debilidad del gobierno y las modestas perspectivas sembraron la incertidumbre en los mercados, que dudaban de la capacidad de Portugal para generar un crecimiento nominal suficiente para estabili-

zar la ratio de deuda pública. La incapacidad del gobierno para sacar adelante reformas, hizo que se adelantaran las elecciones y eso precipitó la tensión y la necesidad de solicitar ayuda.

- España gozaba de una posición fiscal aparentemente confortable, pero tras quince años de expansión intensa había acumulado desequilibrios importantes: fuertes necesidades de financiación exterior, frágil posición financiera de las familias y de las promotoras inmobiliarias, una burbuja inmobiliaria, un mercado laboral ineficiente y un sector exportador dinámico pero de una dimensión insuficiente. Todos estos factores acabaron cuestionando severamente la fortaleza de su sistema financiero (particularmente de las cajas de ahorro) y de las finanzas públicas, lo que a su vez a puesto freno a la recuperación, realimentando el proceso.
- Italia no presenta un déficit público elevado; se deterioró menos que el de la media y se mantuvo por debajo tras la crisis. Incluso el saldo público primario se mostraba prácticamente equilibrado en 2010. La evolución de la deuda privada, con uno de los pesos más bajos de la UEM, tampoco representa un problema. Sin embargo, Italia arrastra una deuda pública muy elevada, la más elevada de la UE, mayor al 100% en 2007 y del 120% del PIB en 2010, que le hace soportar una carga de intereses del 4,4% y la expone al mercado debido a las necesidades de refinanciación. Además, Italia sufrió una de las mayores contracciones de PIB durante la crisis (-7,5% de pico a valle) y se está recuperando lentamente (el PIB creció un 1,3% en 2010 y sólo un 0,1% trimestral en el 1T11 vs al 0,8% de la Eurozona). Datos que han dejado en evidencia el problema estructural de crecimiento. El PIB per cápita y la productividad son más bajas en 2010 que en 2000 y según el FMI, el nivel de producción en 2015 será un 10% infe-



rior a la tendencia pre-crisis. La inestabilidad política ha hecho dudar de la capacidad para realizar las reformas estructurales necesarias para elevar el crecimiento potencial y el ajuste fiscal necesario. Además, si bien los bancos no se vieron particularmente afectados por la crisis financiera gracias a su modelo de negocio más centrado en el crédito comercial, sí tienen una comparativamente elevada exposición a la deuda soberana italiana, lo que representa otro canal de contagio y tensiones.

No fue hasta final de 2009 cuando los mercados comenzaron a poner el foco en la situación soberana de los países de la eurozona. En octubre de 2009 una fuerte revisión del estado de las cuentas públicas en Grecia desencadenó una pérdida de confianza, que se contagio a otros países con situaciones fiscales relativamente débiles y que desembocaron en lo que podemos llamar la crisis soberana de mayo de 2010, que obligó al anuncio de las primeras medidas para Grecia y otras para luchar contra el incremento de spreads en otros países de la periferia.

## ELEMENTOS COMUNES DE LA CRISIS SOBERANA

Si hay una crisis del euro ha de haber causas comunes. Algunas de ellas están relacionadas con la propia configuración/funcionamiento de la UEM. Otras, con una percepción inadecuada del riesgo.

La Eurozona es una unión monetaria sin una unión política y fiscal desarrollada. Las políticas fiscales (junto a otras facetas de la política económica) permanecen en el ámbito de competencia de cada uno de los países miembro de la Unión y apenas están sujetas a procedimientos de coordinación, que además no se han respetado.

El buen funcionamiento de la UEM requiere que los gobiernos nacionales garanticen la sostenibilidad de sus propias finanzas públicas, así como la competitividad de sus economías nacionales y la estabilidad de sus sistemas financieros.

La historia nos ha mostrado que el surgimiento de desequilibrios fiscales severos y su monetización fueron la causa de los fallos de algunos ejercicios previos de unión monetaria. Los creadores de la UEM, obviamente, conocían estos riesgos y para evitarlos establecieron la independencia de Banco Central Europeo, le prohibieron la compra de bonos soberanos en el mercado primario y firmaron el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Tratado contiene dos disposiciones clave, cuyo fin es evitar la excesiva acumulación de deuda a nivel nacional y proteger la independencia del BCE: (i) la cláusula de no corresponsabilidad financiera (artículo 125); y la prohibición de la financiación monetaria (artículo 123), disposiciones que prohíben las transferencias y la monetización de la deuda pública en caso de crisis de deuda de un estado miembro.

Sin embargo, la crisis actual ha puesto de manifiesto las deficiencias tanto en el diseño como en la aplicación del este marco institucional.

Los gobiernos nacionales no mostraron la disciplina presupuestaria necesaria, a pesar de la existencia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. De hecho, hasta 2010, se han observado 97 casos (países y año) de déficit por encima del 3%, de los que menos de un tercio coincidieron con recesiones domésticas considerables. Los estados miembro siempre se mostraron dispuestos a reinterpretar y redefinir el acuerdo, para hacer las condiciones menos exigentes, en particular en aquellos países con una capacidad de negociación elevada.

El Pacto preveía sanciones para la violación de los criterios de déficit, como colocar un 0,2% del PIB en un depósito sin intereses, que se convertiría en multa si el déficit persistía más de dos años. Hasta hoy, no se ha impuesto ninguna sanción a ningún país de la UE.

La UEM tampoco contaba, ni cuenta, con las herramientas de gestión adecuadas para hacer frente a la prevención y resolución de crisis de deuda soberana. Simplemente no se contemplaba esta posibilidad.

Finalmente, los mercados tampoco han impuesto la disciplina ni han valorado adecuadamente los riesgos que asumían. La introducción



del Euro y la consiguiente eliminación del riesgo de cambio impulsó los flujos de capital entre los países miembros del área desde el núcleo de la Eurozona (Alemania) a las economías periféricas, en un proceso que tendía a realimentarse. La financiación fluida, abundante y barata impulsaba el precio de los activos, la deuda y el crecimiento económico animando nuevas entradas de capital atraídas por las expectativas de una expansión sin fin. Los desequilibrios acumulados en este proceso (desequilibrios exteriores, sobrevaloración de activos y tipos de cambio, sobre endeudamiento...) y la localización ineficiente de recursos han pasado factura.

De forma paralela, los mercados valoraron los bonos de todos los países de la Eurozona (públicos y privados) de forma muy similar. Se produjo una convergencia de las rentabilidades de la deuda a la baja, hacia el nivel de Alemania, el país más seguro. Lo que quiere decir que la introducción del euro impulsó a los mercados a asignar el mismo riesgo de crédito a todos los países de la UEM. Este «fallo de mercado», junto con el prolongado periodo de bajos tipos de interés dio lugar a unas condiciones financieras extremadamente benignas, una infraestimación de los riesgos y una localización inadecuada de los capitales.

Una complicación adicional proviene de los mercados financieros altamente integrados. Esto implica que normalmente los bonos de un gobierno están en manos de inversores de algún otro país de la unión. Por lo que, cuando un país se ve afectado por un proceso como el anterior, otros países de la unión se terminarán viendo afectados.

Como los bancos suelen ser los principales inversores en bonos domésticos, una crisis soberana puede degenerar también en crisis del sector bancario, como en el caso de Grecia o Portugal. Una unión crea externalidades, principalmente a través del contagio.

## LA GESTIÓN DE LA CRISIS

La gravedad de la crisis llevó a gobiernos y bancos centrales a adoptar medidas drásticas para

lidiar con la crisis financiera y contener la recesión. Además de las medidas al uso, como son las bajadas de los tipos de interés oficiales (hasta alcanzar niveles próximos al 0%) o las políticas fiscales expansivas, las autoridades fueron adoptando una sucesión de medidas excepcionales.

En la gestión de la crisis distinguimos dos etapas: la primera, con medidas enfocadas a la contención de la crisis financiera-económica global, y la segunda identificada propiamente con la crisis soberana de la eurozona.

### **PRIMERA ETAPA (CRISIS ECONÓMICO-FINANCIERA)**

Los gobiernos de los principales países del mundo tuvieron que introducir una serie de medidas sin precedentes para abordar la primera etapa de la crisis, esencialmente de naturaleza financiera. En una primera instancia los riesgos sistémicos parecían relativamente contenidos y en un primer momento los gobiernos respondieron con medidas ad hoc diseñadas para las necesidades de entidades individuales. No obstante, según la crisis se intensificaba y se hacía más sistémica, se hizo patente que las intervenciones tendrían que extenderse a un grupo de bancos más amplio. Esto requería una visión más integral en el diseño de los mecanismos de apoyo. El primero de estos esquemas integrales fue el TARP de EEUU. Pero pronto otros países siguieron, como por ejemplo el Fondo para la Estabilización de los Mercados Financieros alemán.

El apoyo normalmente se ofrecía a petición de las entidades, si bien, en algunos casos a los bancos se les obligó a aceptar el apoyo. Las medidas normalmente han ido acompañadas de ciertas restricciones en las actividades de las entidades, como limitaciones a los dividendos o compensaciones. Además, en algunos países, el apoyo iba acompañado de objetivos específicos para el crecimiento del crédito, por ejemplo, en Francia, Irlanda o Reino Unido.

El primer grupo de medidas de los gobiernos iba dirigido a reforzar la posición de liquidez del



sistema a través de la ampliación de los fondos de garantía de depósitos y de garantías a la emisión de bonos por parte de las entidades financieras.

A medida que las tensiones financieras persistían y la recesión se agudizaba se hizo evidente que los problemas en determinados casos –y en la percepción de los mercados, ante la situación de desconfianza, en muchos casos– no se limitaban a la liquidez sino también al capital. Así, los gobiernos comenzaron a complementar las medidas anteriores con inyecciones de capital, menos usuales en la Eurozona (1,3 del PIB) que en Reino Unido (5,1 del PIB) o EEUU (2,6 del PIB).

Por último, la incertidumbre sobre la valoración de algunos activos de los balances de los bancos (los activos tóxicos) y las pérdidas relacionadas con ellos, hicieron patentes que la limpieza de los balances debía de ser una pieza clave de los mecanismos de ayuda para acelerar el proceso de recuperación. Por consiguiente, se desarrollaron esquemas de apoyo a los activos, que adoptaron dos formas básicas: esquemas de extracción de activos, que los transferían a una institución separada, los llamados bancos malos, y los esquemas de aseguración de activos.

El BCE adoptó también numerosas medidas, algunas de ellas verdaderamente heterodoxas, a fin de tratar de resolver dos problemas. Por un lado, la crisis financiera generaba importantes tensiones en los canales de transmisión de los tipos de interés oficiales a los del mercado monetario y a los tipos bancarios y de mercados financieros. Por otro lado, las entidades de crédito tenían dificultades para acceder a financiación, lo que presionaba el activo del balance de dichas entidades, alentando el riesgo de contracción acusada y repentina de la oferta de crédito.

El BCE adoptó directamente la función de intermediación en la provisión de liquidez a entidades de crédito individuales: (i) cambió las subastas a tipo de interés variable por subastas a tipo fijo con adjudicación plena de la liquidez demandada, (ii) la lista de activos de garantía admitidas para las operaciones de financiación se amplió, (iii) se amplió también el plazo de las operaciones de financiación a más largo plazo

hasta 12 meses, con el objeto de proporcionar certidumbre, (iv) se realizaron operaciones de inyección de liquidez en dólares y francos suizos y (v) se instauró un programa de adquisiciones de bonos garantizados, dado que su emisión era una de las principales fuentes de financiación de las entidades financieras. Todo ello, contribuyó a estabilizar los diferenciales de los mercados monetarios en niveles inferiores a los observados durante las turbulencias financieras.

### **SEGUNDA ETAPA (CRISIS SOBERANA)**

El 22 de abril de 2010, Eurostat anunció que el déficit fiscal de Grecia de 2009 había alcanzado el 13,8% del PIB. Moody's y S&P llevaron a cabo una nueva rebaja de su calificación. La presión de los mercados se intensificó aún más (los spreads de la deuda griega pasaron de 335 pb a inicio de mes a 605 pb al final) y el 2 de mayo los países de la UE, junto al FMI, acordaron el primer rescate para Grecia. Este incluía una ayuda financiera de €110 mm (€80mm de ayuda bilateral de los países de la UE y €30mm del FMI) con que cubrir las necesidades de financiación de deuda de largo plazo hasta 2011, que se iría liberando trimestralmente siempre que se cumplieran los compromisos de ajuste y reformas.

El préstamo, siguiendo la metodología del FMI, estaba sujeto a una fuerte condicionalidad: Grecia se comprometió a seguir un fuerte programa de ajuste fiscal, que incluía un ambicioso programa de privatizaciones y un programa de reformas estructurales para mejorar el sistema fiscal y elevar el crecimiento potencial de la economía.

La crisis griega se extendió a otras economías de la periferia del euro, cuya situación fiscal ofrecía dudas a los mercados, fundamentalmente Irlanda y Portugal.

Ante esta situación, los países de la UE decidieron constituir el 7 de junio de 2010 el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), con objeto de financiar a estados miembros de la UEM con dificultades de acceso a la financiación de los mercados de capitales para evitar que tal situación



acabara amenazando la solvencia de estos países. La financiación del EFSF procede de la emisión de bonos garantizados hasta un importe total de €440mm (5% PIB de la Eurozona). El importe encaja dentro del paquete de rescate total por €750mm (con la participación del FMI). La ayuda prestada por este fondo está sujeta a las condiciones negociadas con la Comisión Europea en coordinación con el Banco Central Europeo y el FMI; a la vez debe ser aprobada por el Eurogrupo.

El mecanismo de financiación se utilizó para los rescates de Irlanda –noviembre de 2010– y Portugal –mayo de 2011–. €85mm para Irlanda a cambio de un programa que consistió en: la inmediata recapitalización del sistema financiero; un programa de consolidación fiscal y reformas estructurales. Y €78mm en tres años para Portugal, bajo un programa que incorpora una estrategia de conjunto enfocada en las reformas estructurales para elevar el crecimiento potencial, la consolidación fiscal y la estabilización del sistema financiero.

A pesar de los esfuerzos, poco a poco se fue haciendo cada vez más evidente que el ajuste exigido a Grecia no era realista, las condiciones de financiación no eran lo suficientemente laxas y que los supuestos sobre los que descansaban las previsiones de estabilización de la deuda eran demasiado optimistas. Los mercados seguían desconfiando de la sostenibilidad de Grecia y se desvanecía la expectativa de que el país pudiera financiarse en los mercados en 2012.

En el Consejo Europeo del 21 de junio de 2011 se reconoció que Grecia sería incapaz de cumplir los criterios del primer rescate. Los dirigentes de la eurozona acordaron un nuevo fondo de rescate para Grecia y medidas para evitar la inestabilidad en los mercados. El nuevo programa para Grecia incluye €109mm de ayuda financiera prestada a través del EFSF, con reducciones en los tipos de interés y alargamientos de los plazos (15 años), además de la participación del sector privado en el rescate. En principio la contribución privada ascenderá a €50mm entre 2011-14 y hasta €109mm en 2019.

Además, en el Consejo Europeo se acordó reformar el EFSF para permitirle la compra de

bonos en el mercado secundario y la financiación de gobiernos para ayudar a la recapitalización de bancos. Además, se redujeron los tipos y se alargaron los plazos de los préstamos del EFSF para Portugal e Irlanda en la misma cuantía que a Grecia.

### *Las medidas del BCE*

La crisis soberana provocó un nuevo deterioro de las condiciones financieras. Por un lado, las entidades financieras comenzaron a encontrar de nuevo más dificultades para financiarse en los mercados mayoristas y en el interbancario, por lo que el BCE decidió reactivar algunas de las medidas no convencionales que había programado ir retirando de forma progresiva, como por ejemplo las operaciones de financiación, con adjudicación ilimitada a 3 meses. Por otro lado, los mercados de financiación de algunos países, en particular la periferia, se comenzaron a ver sometidos a fuertes presiones, por lo que el BCE introdujo otra novedad, el programa de compra de valores (SMP por sus siglas en inglés), con el que se pretende hacer frente al mal funcionamiento de algunos mercados de valores (en concreto, los mercados de bonos soberanos) a la vez que mejorar la transmisión de la política monetaria.

Además, después de que las agencias de calificación crediticia recortaran el *rating* de los países sujetos a programas de rescate hasta niveles por debajo del umbral mínimo aceptado por el BCE para que sus bonos pudieran ser utilizados como colateral en las operaciones de financiación, el BCE decidió eliminar esta regla para estos países.

### **EL CORTO PLAZO**

Las numerosas y continuas medidas adoptadas por las autoridades europeas han erosionado la base contractual de la UEM, y la infraestructura institucional de la Eurozona ha evolucionado durante la crisis significativamente. Es cuestiona-



ble que los programas de rescate a Grecia, Irlanda y Portugal respeten la cláusula de *no bailout* (cláusula de no corresponsabilidad fiscal del Art.125). El BCE también ha matado varias de sus vacas sagradas. Al principio se oponía fuertemente a la participación del FMI en el rescate a Grecia. Además, se adoptaron los programas de compras de covered bonds y de bonos soberanos (SMP), a pesar de que inicialmente se consideraba que iba en contra de la prohibición de monetizar la deuda.

Sin embargo, los gobiernos no han conseguido afrontar con determinación los problemas de Grecia, ni restaurar la confianza de los mercados en la solvencia de unos países que si bien necesitan adoptar medidas estructurales importantes en distintos ámbitos, fundamentalmente afrontan problemas de liquidez y no de solvencia. Hasta ahora, las medidas han evitado sin duda que las economías y mercados alcanzasen situaciones críticas, pero no resuelven la situación de fondo.

Con frecuencia la comunicación, con mensajes contradictorios, lanzados incluso desde una misma institución, no ha ayudado a templar a los mercados. La solución del problema griego se ha ido retrasando, con consecuencias graves sobre la percepción de la situación del conjunto del área y para el contagio sobre el conjunto de los mercados. Los compromisos de reforma y ajuste de algunas economías no siempre se han satisfecho y la determinación de los países centrales para profundizar en la integración fiscal o incluso en dotar de más recursos a los mecanismos de apoyo financiero no ha sido suficiente. Por último, las sucesivas convocatorias electorales tampoco han hecho fácil adoptar medidas impopulares bien de ajuste o bien de apoyo financiero a los países más frágiles.

### *Medidas a adoptar a corto plazo*

La situación actual, con un crecimiento muy débil en el conjunto de la Eurozona, que incide sobre unos balances financieros del sector privado y del sector público frágiles, que a su vez rea-

limentan la debilidad de la actividad, dejan a la Eurozona en una situación vulnerable a cualquier tipo de accidente.

Es preciso afrontar de forma definitiva la situación de Grecia, involucrar al sector privado en la solución y ampliar el EFSF –tal vez por la vía de permitir su apalancamiento para apoyar a aquellos países que afrontan problemas de liquidez– a fin de evitar su contagio a otros sistemas financieros y países. Todo ello con un compromiso más firme con las políticas de reforma y ajuste de los países a cuya disposición se pongan los recursos.

El tamaño establecido para el EFSF, incluso tras la ampliación actualmente en curso de aprobación por los parlamentos nacionales, solo es suficiente para hacer frente a los problemas en varios países pequeños de la UEM, pero no para dotar de estabilidad al conjunto del área. Se necesita un fondo con mayor capacidad. Su función la ha estado cubriendo hasta el momento el BCE, comprando bonos de España e Italia. Su programa de compra de bonos al igual que su apoyo en liquidez implican un avance; una asunción conjunta de riesgos. Esto significa es que el BCE debe de mantenerse ahí como comprador de última instancia para que la confianza financiera de la eurozona se reestablezca.

### **VÍAS DE FUTURO**

Las declaraciones de los jefes de gobierno de los países de la UEM son consistentes con el deseo de conservar y reforzar la unión, lo que tiene todo el sentido a la vista de los beneficios que aporta la moneda única –sobre todo si se ajustan las debilidades de diseño– y los costes que en términos económico-geopolíticos que una eventual ruptura conllevaría.

### **MEJORAS EN LA GOBERNANZA**

Por el momento se ha producido un avance importante en el marco de gobernanza que resuelve algunas de las debilidades reveladas por la crisis.



- En el Consejo de los días 24 y 25 de marzo de 2011 se aprobaron una serie de medidas para el reforzamiento de los mecanismos preventivos y correctores frente a los desequilibrios internos y externos, en especial los fiscales y los problemas de competitividad, antes de que pudieran llegar a plantear riesgos sistémicos.

El nuevo marco de gobernanza económica está formado por distintos elementos: (i) establece prioridades y objetivos a nivel nacional y de la UE para impulsar el crecimiento de la economía europea; (ii) refuerza la supervisión ejercida por la UE sobre las políticas económicas y presupuestarias, creando nuevos instrumentos para prevenir el riesgo de finanzas públicas insostenibles y de importantes desequilibrios en materia de competitividad; (iii) crea el nuevo marco de coordinación para supervisar los compromisos a nivel de la UE en el denominado Semestre Europeo: en enero, la Comisión Europea iniciará cada ciclo presentando su Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento, con orientaciones para nuevas acciones prioritarias a escala de la UE y de los Estados miembros; en marzo el Consejo Europeo debatirá y aprobará este programa de reforma económica y política fiscal; en abril-mayo cada estado miembro presentará su programa nacional de reforma y su programa de estabilidad; en junio, tras evaluar los estos informes nacionales, la Comisión presentará al Consejo proyectos de recomendaciones específicas por país. El Consejo Europeo de junio debatirá estas recomendaciones y las adoptará seguidamente. Los estados miembro deberán tener en cuenta las orientaciones del Consejo al elaborar sus presupuestos para el año siguiente. Los proyectos de presupuesto seguirán siendo enviados por los Gobiernos a su Parlamento para debate en el segundo semestre del año.

- Estas medidas se complementan con otras enfocadas a fortalecer el sector financiero, subrayando la necesidad de desarrollar un enfoque integrado para la prevención, gestión, y resolución de crisis. Los planes no son tan ambiciosos como para proponer un marco plenamente integrado bajo el control de una autoridad europea, sino más bien un marco de coordinación: en enero de 2011 se lanzó una nueva estructura de supervisión financiera con la creación del ESRB y ESAs. Se está llevando a cabo un proyecto de resolución de crisis, para abandonar la actual situación de riesgo moral de las intervenciones públicas en el rescate a los bancos. Los estrés tests seguirán realizándose.

- Por otro lado, se acordó que los mecanismos provisionales de apoyo (EFSF) serán sustituidos en 2013 por un mecanismo permanente de gestión de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM). Estas medidas están sujetas a rigurosos programas de reforma y de saneamiento fiscal y se establecen en estrecha cooperación con el FMI. En la medida en que el riesgo de crisis nunca se puede eliminar por completo, el ESM servirá de apoyo financiero temporal a países de la UEM, para facilitar su financiación puente durante el periodo necesario para aplicar un profundo programa de ajuste.

Contamos, por tanto, con elementos que permitirán como mínimo reforzar el marco institucional presente. Pero la extrema tensión que han alcanzado los mercados financieros parece indicar que no es suficiente.

### **ALTERNATIVAS**

La solución tal vez más plausible es moverse hacia una unión de transferencias, con el ESM y, como contrapeso, un endurecimiento del Pacto



de Estabilidad y Crecimiento. Para que funcione, necesitaría límites explícitos para la soberanía nacional sobre la política fiscal, en particular para los saldos presupuestarios y la senda de deuda pública. Esta solución, podría llegar a facilitar incluso un acuerdo para emisión de eurobonos.

La alternativa, probablemente la más deseable, pero un tanto irrealista en las condiciones actuales sería avanzar de forma cualitativamente distinta hacia una integración fiscal.

Otmar Issing, ex economista jefe del Bundesbank y miembro del Consejo de Gobierno del BCE afirmó en una ocasión que no hay ejemplo de unión monetaria duradera en la historia que no esté ligada a un estado. El propio presidente del Bundesbank, Hans Tietmeyer afirmaba en 1991 que «la divisa europea dará lugar a la transferencia de la soberanía de la política salarial y financiera de los estados y es una ilusión que los estados puedan mantener el control de la política fiscal». En 1995, el Bundesbank afirmaba en su informe anual que «como una unión monetaria representa un compromiso duradero de integración que usurpa usurpa el núcleo de la soberanía nacional, los participantes deben estar preparados para una unión política más profunda».

La integración supondría la creación de un ministerio de finanzas de la Unión con responsabilidades directas sobre: (i) la vigilancia de las políticas fiscales y la competitividad; (ii) las responsabilidades para la integración del sistema financiero de la Unión; (iii) la representación de la unión en las instituciones financieras internacionales y (iv) razonamiento en la línea con la lógica pasada de llevar adelante la integración europea mediante una secuencia de pasos en los dominios económicos y financieros que eventualmente resultará en la unión política.

La crisis de la deuda europea puede parecer a priori algo puramente destructivo, y sus primeras consecuencias así lo están siendo. Pero gestionada de la forma adecuada puede terminar haciendo que la Eurozona esté mejor equipada para hacer frente a restos económicos y políticos de largo plazo. A pesar de las tensiones políticas a

nivel europeo y de las presiones de los mercados financieros, el euro se mantiene fuerte. Las transformaciones sufridas fortalecerán a la unión en su conjunto y a los países más débiles de la periferia, que habrán llevado a cabo reformas dramáticas. Asimismo, el BCE se habrá fortalecido, haciendo la estabilidad financiera una de sus prioridades. Pero para todo ello, hace falta la voluntad política que transforme esta crisis en una oportunidad.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO: *Boletines mensuales*.
- BCE (2011), Boletín mensual, abril.
- BCE (2011), Boletín mensual, junio.
- BCE (2011), «El impacto de las actividades de venta y titulización de préstamos en la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IMF a las sociedades», Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), «El mecanismo Europeo de Estabilidad», Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), «El nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de las crisis financieras», Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), Anexos, Boletín mensual, julio.
- BCE (2011), Boletín mensual, septiembre.
- European Central Bank (2011), *The Monetary Policy of the ECB*.
- ECB, International and European Co-operation, *Reinforcing economic governance in the euro area*. 10 June 2010.14p.
- BIS Quarterly Review, International banking and financial developments, March 2010.
- BIS Quarterly Review, International banking and financial developments, June 2010.
- Quarterly report on the euro area Vol. 9 N° 1 (2010). Special report: *The impact of the global*





- crisis on competitiveness and current account divergences in the euro area*. Brussels: European Commission, 2010; 42 p.
- Quarterly report on the euro area Vol. 8 N° 1 (2009). Special report: *Competitiveness developments within the euro area*. Brussels: European Commission, 2009; 55 p.
- Public Finances in EMU*, European Economy n°4, European Commission, 2010; 289 p.
- Directorate-General for internal policies. Policy Department. Economic and scientific policy A. «Household Indebtedness in EU». European Parliament, 2010.
- «Global Crisis: How did we get here? Where do we stand? Where is the exit», Moneda y Crédito, 230, Fundación Banco Santander, 2010.
- OECD Economic Surveys: Euro Area. Volume 2010/20. December 2010.
- SUERF– Société Universitaire Européenne de Recherches Financières. «Contagion and Spillovers: New Insights from the crisis». *SURF Studies* 2010/5. Vienna, December 2010.
- IIF (Institute of International Finance). 2011. *Eurozone Quid Pro Quo: Is a Berlin Consensus Emerging?* (February 2011).
- IMF (International Monetary Fund) *Portugal: First Review Under The Extended Arrangement*, September 2011. IMF Country Report N° 11/279. Washington DC.
- IMF (International Monetary Fund) *Ireland: Third Review Under the Extended Arrangement— Staff Report; Letter of Intent; Memorandum of Economic and Financial Policies; Technical Memorandum of Understanding; Letter of Intent and Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality (College of Commissioners); Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion*. September 2011. IMF Country Report N° 11/276. Washington DC.
- IMF (International Monetary Fund) *Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria*. July 2011. IMF Country Report No. 11/175. Washington DC.
- IIE (The Peterson Institute for International Economics) *Europe on the Brink*, Peter Boone, Policy Brief Number PB11-13, July 2011.
- Eichengreen, Barry (May 2007) *The Breakup of the Euro Area I*, University of California, Berkeley Draft. Paper presented by Barry Eichengreen at an NBER Conference in Milan, Italy on 17 October 2008.
- Wyplosz, Charles (2011) *Why is the debt crisis spreading through the euro area?*
- Paper prepared for the seminar at Bank of Spain at the occasion of the delivery of the Germán Bernácer Prize, June 1.
- De Grauwe, Paul (2011) *Debt Sustainability Inside and Outside a Monetary Union*.
- Paper prepared for the seminar at Bank of Spain at the occasion of the delivery of the Germán Bernácer Prize, June 1.
- Mayer, Thomas (2011): *The political economics of the euro*, Deutsche Bank Research, July 1.
- Heinen, Nicolaus (2011): *A European Transfer Union. How large, how powerful, how expensive?*, Deutsche Bank Research, 2, August.
- Stolz, S. and M. Wedow (2010), *Central Bank Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States*, *Intereconomics*, 45(6).
- Stolz, S. and M. Wedow (2011), *Government Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States*, *Intereconomics*, 46(1).
- De Lucia, Clemente, *The eurozone: an optimal currency area?* *Conjoncture*, Vol. 2011, N° 3, p. 28-38, BNP Paribas Economic Research Department.
- EEAG (2011), *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo, Munich 2011.





# LA CRISIS GRIEGA: UN PROBLEMA FISCAL

**Antonio García Pascual y Piero Ghezzi**  
Economic Research, Barclays Capital

## RESUMEN

Grecia ha alcanzado un punto en el que, en cualquier escenario económico plausible, la deuda pública seguirá creciendo más rápidamente que el PIB. La consolidación fiscal no bastará por sí sola para solucionar la falta de solvencia. Será precisa una reducción sustancial de la deuda. Incluso después de la reestructuración de ésta, no existen garantías de que el gobierno vaya a tener éxito en su doble objetivo de recuperar la solvencia fiscal y resolver la falta de competitividad. Sin embargo, creemos que Grecia tendrá más fácil la consecución de estos objetivos desde dentro de la UEM que fuera de ésta. Este capítulo repasa los factores que han llevado a la explosión de la deuda pública, la pérdida de competitividad y el fracaso del primer programa UE-FMI. También presentamos nuestra opinión acerca de los probables escenarios de reestructuración de la deuda (y la post-reestructuración).

## 1. INTRODUCCIÓN

En abril de 2010, Grecia había perdido el acceso a los mercados, ya que la economía se había contraído un 3% en términos reales, el déficit fiscal –debido en parte al gasto público no declarado– había alcanzado el 15% del PIB y la deuda pública había crecido hasta superar el 125% del PIB. ¿Cómo llegó Grecia hasta ese punto? Al igual que otros países periféricos, tras unirse a la zona euro, el acceso a crédito de bajo coste disparó la demanda. Años de sólido crecimiento habían

enmascarado las debilidades subyacentes que socavaban la competitividad y producían grandes ineficiencias en el sector público.

En mayo de 2010, el gobierno griego solicitó un rescate financiero al FMI y la UE. El gobierno aceptó un paquete de políticas económicas y financieras para un programa de tres años propuesto por la llamada «troika»: el FMI, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo. El programa establecía el pago trimestral de créditos por valor de 110.000 millones EUR durante un período de tres años a cambio del compromiso del gobierno griego de implementar un ambicioso plan de ajuste macroeconómico. El programa de la UE-FMI tenía el doble objetivo de emprender un gran ajuste fiscal para atajar el problema de la insolvencia fiscal y, al mismo tiempo, conseguir una «devaluación interna» para resolver la falta de competitividad.

El programa tuvo unos inicios prometedores, con la aprobación de una importante reforma de las pensiones y una primera ronda de reformas del mercado de trabajo. Sin embargo, pronto quedó claro que la implementación del programa empezaba a retrasarse respecto a lo previsto. El gobierno no fue capaz de afrontar unas decisiones políticas complicadas, como los grandes recortes en las nóminas de los funcionarios. De igual forma, el control de los presupuestos de los gobiernos regionales resultó mucho más difícil de lo que preveía el programa. Y, lo que es aún peor, la combinación de la austeridad fiscal, la «devaluación interna» y la contracción del crédito lanzaron a la economía helena a una espiral descendente.



Los bancos griegos tampoco han sido inmunes. Hasta la fecha, se han perdido más del 20% de los depósitos desde que comenzara la crisis a principios de 2010. También se ha cerrado el acceso de los bancos a los mercados de capitales internacionales. En la actualidad, dependen plenamente de la financiación del BCE a través de operaciones en el mercado abierto convencional y la ayuda a la liquidez de emergencia que dispensa el banco central del país. Al mismo tiempo, la acusada y prolongada contracción de la actividad económica está pasando factura a la calidad de las carteras de crédito.

La dinámica de la deuda pública ha alcanzado en estos momentos un punto en el que, en cualquier escenario económico plausible, la deuda crece más rápidamente que el PIB (véase, «Greece: the long countdown to restructuring», mayo de 2011). Grecia se enfrenta a una falta de solvencia que la austeridad fiscal por sí sola no puede resolver. En la cumbre de la UE celebrada el 26 de octubre, los líderes europeos, junto con representantes del sector privado, acordaron una quita del 50% de la deuda en manos de inversores privados. Aunque en el momento de escribir este documento todavía se están produciendo discusiones entre el sector público y el privado, creemos que una quita del 50% es el mínimo exigible a los titulares de bonos. Y el nivel total de deuda pública sólo podrá reducirse por debajo del 100% a largo plazo si el sector público (es decir, los créditos de la UE) concede también un importante alivio de la deuda (además de los créditos a más largo plazo, más sustanciales y más baratos ya comprometidos) (véase: «Greece, what works and what does not» y «Greece: love me tender»).

Incluso después de una reestructuración ordenada de la deuda, es poco probable que Grecia recupere el acceso a los mercados de capitales internacionales en un futuro próximo. Tendrá que confiar en un estrecho control bajo el paraguas financiero de un programa UE-FMI. Ése es el precio que tiene que pagar por la relajación política de la última década. Y lo que es más importante, incluso después de la reestructuración, no existen garantías de que el gobierno

vaya a lograr su doble objetivo de recuperar la solvencia fiscal y resolver la falta de competitividad. Pero creemos que Grecia tendrá más posibilidades de lograrlo desde dentro que desde fuera de la UEM.

El resto de este capítulo está organizado como sigue. En primer lugar, revisamos los problemas estructurales que han lastrado durante la última década la competitividad de Grecia en comparación con los demás países. Luego, examinamos las debilidades fiscales y las inexactitudes en los datos declarados que han llevado a la rápida acumulación de deuda pública. En tercer lugar, analizamos el programa UE-FMI y su fracaso. Después, explicamos por qué la austeridad fiscal no basta por sí sola para estabilizar la dinámica de la deuda pública. En quinto lugar, estudiamos la relación entre la insolvencia del Estado y las quitas de deuda. Y, por último, discutimos por qué Grecia y la zona euro probablemente salgan mejor paradas si Grecia permanece dentro de la unión monetaria.

## **2. UNA HISTORIA DE PRODUCTIVIDAD DESCENDENTE Y PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD**

Tras integrarse en la unión monetaria en 2001, Grecia experimentó un marcado descenso de su competitividad, ya que la inflación superaba constantemente la media de la zona euro. En base a los precios y el costo unitario del trabajo (CUT), el tipo de cambio efectivo real se ha apreciado un 20% y un 40%, respectivamente, desde 2001. Como consecuencia de ello, Grecia ha perdido cuota de mercado frente a sus iguales.

¿Cuáles son los principales factores que explican esta pérdida de competitividad? Creemos que los culpables son en gran medida los problemas estructurales que están profundamente enraizados a todos los niveles, incluidos los elevados gastos administrativos, los altos márgenes en la mayor parte de las actividades económicas y el creciente coste de la mano de obra. La mala gobernanza y una inadecuada regulación también han supuesto un obstáculo a la entrada de



inversión extranjera directa (IED), que ha sido escasa durante todos estos años. Las empresas estatales han sido especialmente ineficientes; muchas registran pérdidas y, por tanto, han sido una de las causas de la escasa recaudación fiscal (tal y como se explica más adelante).

Dada la naturaleza estructural de los problemas, el proceso para recuperar la eficiencia y la competitividad será probablemente lento y doloroso. Será preciso implementar cambios estructurales al menos en tres áreas clave. En primer lugar, las ineficiencias en la administración pública exigen una reestructuración, con la privatización de las entidades públicas que generen pérdidas. Esto implicaría también una mejora de la transparencia de las cuentas públicas y sus resultados. En segundo lugar, sería preciso mejorar la competencia tanto en los mercados productivos como de servicios. Es preciso reducir las trabas administrativas en todos los sectores, incluida la liberalización de las industrias de red y la apertura de todos los servicios profesionales «cerrados» y el comercio minorista. En tercer lugar, es esencial reformar el mercado laboral para recuperar la competitividad en términos de costes, lo que incluiría los siguientes cambios normativos: 1) legislación en materia de protección del empleo; 2) el régimen de negociación colectiva para favorecer la moderación salarial; y 3) la promoción del trabajo a tiempo parcial para impulsar la inclusión de los jóvenes y las mujeres en el mercado laboral.

### **3. UNA BOMBA DE RELOJERÍA FISCAL: DÉFICITS NO DECLARADOS Y DEUDAS OCULTAS**

Un año antes de que la crisis llegara a Grecia, el Artículo IV de 2009 del FMI sobre el país heleno describía muy claramente los problemas esenciales de su baja rentabilidad: «[...] *el incumplimiento de los planes presupuestarios, las medidas excepcionales que contribuyen a aumentar el déficit, el gasto descontrolado y los esfuerzos ad hoc para la obtención de ingresos han coincidido con un déficit persistente superior al 3% desde 2000.*»

Tras integrarse en la zona euro, con unas condiciones monetarias muy acomodaticias, la posición griega fue extremadamente laxa durante los años de bonanza. Los gastos del sector público aumentaban continuamente. El gasto social también creció en más de 3 puntos porcentuales del PIB desde 2000, superando las contribuciones sociales. Las debilidades en la administración fiscal limitaron los ingresos fiscales. La carga fiscal griega sigue estando distribuida de forma muy irregular, ya que una gran parte de los autónomos y PYME no declara muchos de sus ingresos. Como consecuencia de estas debilidades persistentes en 2008, justo antes de que explotara la crisis soberana, Grecia soportaba un déficit fiscal del 5% y su deuda pública había aumentado hasta casi el 100% del PIB.

La falta de información también ha sido un problema recurrente, lo que arroja bastantes dudas con respecto a la fiabilidad de las cifras del sector público. Las grandes discrepancias (incluidos «ajustes entre flujos y fondos») entre las cuentas de efectivo y las del Pacto de estabilidad y crecimiento (PEC) daban lugar una y otra vez a un déficit peor que el que se declaraba a Eurostat. De hecho, la deuda pública crecía de manera continuada más rápidamente de lo que indicaban los déficits del PEC comunicados a Eurostat.

Los cambios de gobierno suelen sacar a la luz déficits no declarados y deudas ocultas. En octubre de 2009, el nuevo gobierno reveló que los datos fiscales habían estado mal declarados en gran medida. El déficit de 2008 se revisó y pasó del 5% al 7,7% del PIB. El déficit previsto para 2009 se revisó del 3,7% al 13,6% del PIB (y en 2010 se volvió a revisar al alza hasta situarlo en el 15,4% del PIB). La cifra de deuda pública correspondiente también se corrigió del 100% al 115% del PIB a finales de 2009 (y posteriormente se aumentó hasta el 129% del PIB).

Las considerables revisiones fiscales reflejaban carencias críticas en la cobertura de los datos del sector público. Se encontraron importantes agujeros negros en las cuentas fiscales regionales, especialmente en las empresas públicas con pérdidas, que no se clasificaban como parte del sec-



tor público. Entre ellas estaban incluidas empresas estatales de los sectores ferroviario, del transporte público y de defensa.

Los retrasos también han sido una fuente recurrente de revisiones fiscales, incluidos los relativos a las devoluciones de impuestos y los pagos únicos a los funcionarios públicos que se jubilaban. Otras correcciones en las cuentas de la seguridad social se debían a pagos por intereses devengados, doble contabilidad de ingresos y otras imprecisiones.

#### 4. EL PROGRAMA UE-FMI DESCARRILÓ AL CABO DE UN AÑO

Los mercados acogieron sorprendidos una importante revisión de los déficits fiscales correspondientes a 2008-2009, ya que duplicaban los originalmente previstos y publicados por las autoridades. La crisis de confianza también se contagió rápidamente al sistema bancario. Las sucesivas rebajas de la calificación de la deuda soberana ejercieron presión sobre la liquidez de los bancos. La recesión, a su vez, hizo subir los índices de morosidad, que, a finales de 2009, suponían el 8% del total de los préstamos. Los bancos perdieron prácticamente cualquier posibilidad de acceder a los mercados mayoristas, pero también muchos depósitos durante la primera mitad de 2010, con lo que el Eurosistema pasó a ser su principal fuente de financiación.

Las autoridades griegas no tuvieron más alternativa que pedir ayuda a la UE y el FMI. En mayo de 2010, suscribieron un programa de tres años por el que recibirían 80.000 millones EUR procedentes de países de la zona euro y 30.000 millones EUR del FMI. Dicho programa incluía, por su parte, determinados compromisos, como unos objetivos fiscales y estructurales trimestrales.

El programa giraba en torno a una estrategia muy ambiciosa para alcanzar la consolidación fiscal con vistas a recuperar la solvencia fiscal y conseguir al mismo tiempo una «devaluación interna» para recuperar la competitividad. Una com-

binación así de austeridad fiscal, aumento del desempleo y rebajas salariales conllevaría, sin duda, una importante contracción de los ingresos disponibles y de la actividad económica. El programa proponía una hoja de ruta fiscal con medidas por valor del 7,5% del PIB en 2010, del 4% en 2011, y del 2% del PIB tanto en 2012 como en 2013. El objetivo era que el ratio deuda/PIB alcanzara su nivel máximo del 150% en 2013 para empezar a bajar posteriormente. El programa también incluía varias reformas estructurales a largo plazo para liberar el potencial de crecimiento griego.

La UE y el FMI eran conscientes de que los riesgos del programa eran altos desde el primer momento: «[...] los ajustes necesarios no tienen precedentes y llevarán su tiempo, por lo que podría instalarse el cansancio». Y, de hecho, los primeros problemas no tardaron en surgir. A continuación revisamos en mayor profundidad los resultados de este programa.

Primera revisión del programa (septiembre de 2010): las autoridades griegas sorprendieron positivamente a los mercados y aprobaron unas significativas reformas de las pensiones y del mercado laboral (en este último caso, su primera fase). El gobierno también alcanzó los objetivos cuantitativos fijados para finales de junio.

Sin embargo, desde un primer momento, el programa ya dio señales de lo que finalmente se convertiría en un agujero negro: se detectaron desviaciones fiscales en las entidades de los gobiernos regionales, los hospitales y las empresas estatales, donde los retrasos se acumulaban más rápidamente de lo que nadie había previsto. Para compensar estas desviaciones, el gobierno central «infra-ejecutó» su propio gasto.

Segunda revisión del programa (diciembre 2010): la evaluación de la troika pasó de «bajo control» a «bajo control en términos generales» en la segunda revisión. Los malos resultados de crecimiento, junto con los problemas continuados en el control del gasto de los gobiernos regionales obligaron a seguir «infra-ejecutando» el presupuesto por parte del gobierno central. La troika también señaló que probablemente no



se alcanzaría el objetivo de déficit como consecuencia de los malos resultados fiscales y un crecimiento inferior al previsto inicialmente en el programa. La liquidez del sistema bancario se mantuvo muy limitada (la financiación del BCE se situó en los 95.000 millones EUR, lo que suponía más del 20% de los activos del sistema bancario).

En ese momento, también se puso de manifiesto que las revisiones de los datos fiscales de 2008-2009 eran incluso mayores de lo previsto al comenzar el programa. El déficit de 2009 aumentó del 13,6% al 15,4% del PIB, y la deuda subió del 115% al 127% del PIB, debido en gran medida a la reclasificación de algunas empresas con pérdidas en el gobierno general y la acumulación de retrasos en los pagos, incluidas las pensiones.

La percepción del mercado también cambió para peor después de que los líderes políticos de la UE mencionaran la necesidad de que «los titulares de bonos compartieran la carga» en caso de que la dinámica de la deuda pública se volviera insostenible. Puesto que Grecia cuestionaba la dinámica de la deuda pública, los inversores revaluaron los riesgos de un posible impago por parte del país heleno. Esa decisión marcó un punto de inflexión, ya que los temores de los inversores ante una posible reestructuración se vieron refrendados por las propuestas del sector oficial.

Tercera revisión del programa (marzo de 2011): el crecimiento del PIB real del -4,5% en 2010 fue peor de lo previsto. El gobierno consiguió una consolidación fiscal equivalente a 5 puntos porcentuales del PIB en lugar de los 7,5 previstos. Las condiciones de liquidez para los bancos siguieron siendo extremadamente duras y se siguió produciendo una merma en los depósitos bancarios.

Cuarta revisión del programa (junio/julio de 2011): los retrasos en la implementación de las políticas aparecían ya claramente indicados en el informe. Para compensar las desviaciones fiscales, el gobierno presentó una estrategia de ajuste fiscal a medio plazo (MTFS) con el objetivo de

reducir el déficit por debajo del 3% del PIB en 2014. Bajo la presión de la UE, el MTFS se sometió también a su aprobación parlamentaria. Dentro de esa estrategia a medio plazo, el gobierno aprobó además un ambicioso plan de privatizaciones hasta el año 2014 por valor de 50.000 millones EUR (estimaciones del Ministerio de Finanzas griego).

También quedó claro que el programa se había diseñado (de forma optimista) para devolver a Grecia a los mercados de deuda durante el primer semestre de 2012. De acuerdo con las normas internas del FMI, eso creaba un déficit de financiación identificado. El FMI pidió a la UE que comprometiera recursos adicionales para cubrir dicho déficit. Pero, a cambio de ello, varios países europeos exigieron que el sector privado se implicara también en el alivio de la deuda. Se planteó una propuesta para la implicación del sector privado que suponía una contribución (relativamente limitada) por parte del sector privado (véase «Greece: assessing the new debt proposal», julio de 2011). El sector público, sin embargo, concedió un alivio adicional de la deuda para Grecia en forma de créditos más sustanciosos, más largos y más baratos procedentes del FEEF.

Quinta revisión del programa (septiembre/octubre de 2011): en medio de la creciente preocupación por la incapacidad del gobierno para implementar muchas de las medidas incluidas en el MTFS, las negociaciones entre la troika y las autoridades griegas se estancaron. La troika señaló claramente que el programa ya estaba fuera de control. Los líderes europeos admitieron que la implicación del sector privado que se había propuesto en julio (equivalente a un alivio de la deuda medio del 5% del valor presente neto) no sería suficiente para hacer frente a los problemas de solvencia.

En el momento de escribir este documento, la UE, el FMI y el gobierno griego siguen discutiendo acerca de los compromisos que debe contraer este último para liberar el 6.º tramo de ayudas (8.000 millones EUR). Una crisis de gobierno ha dado lugar a un gobierno unitario de tran-



sición que se espera que apruebe los ajustes fiscales y estructurales exigidos por la troika. Esto desbloquearía el siguiente tramo antes de las elecciones generales que deben celebrarse a comienzos de 2012.

## 5. ¿Y AHORA QUÉ? REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PARA SUPERAR EL EXCESO DE DEUDA

En 2011, la deuda del sector público griego alcanzó un punto en el que, en cualquier escenario macroeconómico plausible, seguirá creciendo más rápidamente que el PIB (véase «Greece: the long countdown to restructuring», mayo de 2011). Es preciso reducir la deuda para resolver el exceso de deuda y reconducir la dinámica de la deuda pública a la senda de la solvencia. Es probable que la reestructuración de la deuda griega se produzca a finales de 2011 o en la primera mitad de 2012.

Dadas las desviaciones fiscales del programa, los malos resultados de crecimiento y las discrepancias estadísticas puestas de manifiesto por las revisiones de Eurostat, hemos ajustado nuestras previsiones fiscales. De acuerdo con las estimaciones de Barclays Capital, la deuda pública superará el 160% del PIB cuando termine 2011 y el saldo primario se situará en torno al -2,5% del PIB. A partir de ahí, creemos que, si las dimensiones totales del ajuste fiscal acumulativo previsto se mantienen en aproximadamente el 9%, sería realista que el saldo primario alcance un superávit del 2%-3% del PIB en 2015 y que se mantenga en ese nivel a medio plazo.

Aunque el plan fiscal a medio plazo heleno y, en particular, los planes de privatización podrían aportar cierta ganancia fiscal a nuestras previsiones, estamos empleando unas premisas conservadoras en nuestro ejercicio de sostenibilidad fiscal puesto que los acontecimientos en Grecia han sido en todo momento decepcionantes con respecto a los objetivos de la UE/FMI. En particular, asumimos que el gobierno podría conseguir unos 10.000 millones EUR con las privatizaciones. Nuestro escenario macroeconómico a medio

plazo presume un crecimiento nominal de aproximadamente el 3,0% (es decir, un deflactor del PIB del 1,5% y un crecimiento del PIB real del 1,5%). Dentro de este escenario de base, cualquier tipo de interés razonable genera una dinámica de la deuda precaria. Dicho de otra forma, se necesitaría un tipo de interés exageradamente bajo del 4,6% a partir de 2013 para estabilizar la dinámica de la deuda.

## 6. CUANTIFICACIÓN DE LAS POTENCIALES QUITAS EN GRECIA

Puesto que está claro que resulta política y económicamente inviable emprender el ajuste fiscal necesario para estabilizar la dinámica de la deuda de Grecia, la alternativa consiste en presentar una combinación de reducción del valor nominal/cupón de la deuda y ampliación del vencimiento que, complementado con un ajuste fiscal viable, devuelva la solvencia.

Las decisiones relativas a pérdidas del valor presente neto (VPN) (es decir, quitas) por parte de los inversores no pueden adoptarse en el vacío. El marco de sostenibilidad de la deuda nos permite calcular la reducción necesaria para recuperar la solvencia. La ecuación de dinámica de la deuda estándar es:

$$\Delta \left( \frac{D}{Y} \right)_t = \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) \left( \frac{D}{Y} \right)_{t-1} - pb_t \quad (1)$$

donde  $D$  es la cuantía de la deuda,  $Y$  es el PIB nominal,  $r$  es el tipo de interés nominal medio,  $g$  es la tasa de crecimiento nominal,  $pb$  es el saldo fiscal primario (es decir, ingresos menos gastos no vinculados al servicio de la deuda) como una parte del PIB, y  $\Delta$  indica un cambio con respecto al año anterior. Si, por motivos de sencillez (y a los fines de la presente exposición) se asume que el tipo de interés nominal ( $r$ ) y la tasa de crecimiento ( $g$ ) no varían en el tiempo, el saldo primario ( $pb^*$ ) necesario para estabilizar la dinámica de la deuda se define como sigue:





$$pb^* = \left( \frac{r-g}{1+g} \right) \left( \frac{D}{Y} \right) \quad (2)$$

Sin embargo, si resulta imposible alcanzar ese objetivo de saldo primario ( $pb^*$ ), la alternativa sería rebajar la parte derecha de (2), es decir, reducir la cuantía de la deuda (D), los cupones pagados (r) o ambos, para así alinear el servicio de la deuda con el saldo primario que sí puede alcanzarse.

La figura 1 presenta combinaciones de reducción de deuda y saldo primario que alcanzarían un 60% de ratio deuda/PIB en 2050. La reducción de la deuda debe complementarse con un ajuste fiscal como el que precisa Grecia para situarse de forma creíble en la senda del superávit primario. De lo contrario, ni siquiera una reducción total de la deuda (es decir, la devolución de la totalidad de ésta) sería compatible con la sostenibilidad.

En nuestro escenario básico (un saldo primario del -2,5% en 2011), Grecia tendría que sus-

traer en torno al 60% de todos sus titulares de deuda (o aproximadamente el 90% del PIB) en 2012 (con un saldo primario del 4%, en el escenario más optimista, la reducción de deuda necesaria sería de cerca del 45%).

La correlación entre la reducción de la deuda necesaria y las quitas de los bonos de deuda no es un proceso automático. En primer lugar, existe el problema del vencimiento de la deuda. La deuda del sector público griego se sitúa actualmente en cerca de los 345.000 millones EUR (incluidos los 47.000 millones EUR correspondientes a créditos de la UE y los 18.000 millones EUR en créditos del FMI), y aproximadamente una tercera parte está en manos de residentes griegos y los otros dos tercios restantes en las de no residentes. De los residentes griegos, unos 50.000 millones EUR corresponden a bancos helenos y unos 30.000 millones EUR a fondos de la seguridad social/pensiones y aseguradoras. El BCE, dentro del programa de compra de bonos (PCB) posee aproximadamente 45.000 millones EUR (véanse los detalles acerca de la titularidad de la deuda en la Figura 2).

**FIGURA 1. GRECIA - COMBINACIONES DE AJUSTE FISCAL Y QUITA DE DEUDA**

Combinaciones de ajuste del saldo fiscal y reducción de la cuantía de la deuda compatibles con un ratio deuda/PIB del 60% en 2050		
Ajuste del saldo primario en 2011-2015 (% del PIB)	Saldo primario final a partir de 2015 (% del PIB)	Reducción excepcional de la cuantía total de la deuda pendiente en 2012 (%)
12,8	7,9	0
11,5	6,6	15
10,2	5,3	30
8,8	3,9	45
7,4	2,5	61
6,6	1,7	75
4,8	-0,1	90
3,9	-1,0	100

Fuente: Barclays Capital.

**FIGURA 2. DESGLOSE DE LOS PROPIETARIOS DE LA DEUDA GRIEGA**

Propiedad de la deuda griega (en miles de millones de €)	
FMI (crédito)	18
UE (crédito)	47
BCE (bonos)	45
Fondos de la seguridad social griega (bonos)	30
Subtotal 1	140
Bancos (bonos y letras)	79
Seguros (bonos y letras)	12
Bancos centrales/instituciones oficiales	38
Otros inversores (dinero real, etc., bonos y letras)	76
Subtotal 2	205
Total deuda griega negociable	280
Total deuda griega no negociable	65
Total deuda griega	345

Fuente: Barclays Capital, Banco Central de Grecia, FMI, Autoridad Bancaria Europea.

Es probable que algunos titulares de deuda queden excluidos de una reestructuración. Probablemente la deuda del FMI se quede al margen. También es poco probable que se reestructuren las letras del Tesoro, sobre todo debido a los problemas en dicho mercado (unos 13.000 millones EUR). También existen préstamos gubernamentales bilaterales de la UE dentro del programa UE/FMI. Aunque no se trata oficialmente de deuda prioritaria (a diferencia del FMI, no tiene un estatus de acreedor preferente implícito), a nuestro entender, resulta políticamente difícil imaginar que sean objeto de una quita.<sup>1</sup>

Sin embargo, se obtendrá cierta reducción implícita de la deuda del sector oficial. Dentro del programa actual, los rendimientos de los préstamos están por debajo de su valor residual (el rendimiento que prevalecería después de la reestructuración) y, por tanto, ya están ofreciendo cierto alivio de la deuda. Unos créditos más sustanciosos, más largos y más baratos de la UE

suponen un importante alivio para la deuda. Por ejemplo, si asumimos que el vencimiento de todos los préstamos de la UE (unos 170.000 millones EUR, incluido un 2.º programa para Grecia) se ampliara en 15 años (y si los tipos se redujeran del 5% actual al 3,5%), el porcentaje de alivio de la deuda obtenido del sector oficial correspondería al 23%, o casi el 17% del PIB.

Con esta reducción de la deuda implícita obtenida por el sector oficial (cerca del 17% del PIB), la deuda consolidada tendría que seguir aportando otros 170.000 millones EUR. Puesto que la deuda consolidada representa aproximadamente el 125% del PIB, esto equivale a una quita del 65% (o incluso superior, del 74% si se excluye al BCE)<sup>2</sup>. La Figura 3 muestra la evolución del ratio deuda/PIB que podría esperarse con una quita de dos tercios de la

<sup>1</sup> La deuda internacional (18.600 millones EUR) podría quedar excluida de la reestructuración de la deuda para evitar impagos y situaciones propicias para los CDS. Excluyendo esa deuda de nuestro cálculo, éste no cambiaría significativamente.

<sup>2</sup> Debe tenerse en cuenta que la definición de quita no está del todo clara. Estamos asumiendo implícitamente que «reclamación» equivale al VPN de los flujos de caja viejos descontados al valor residual. La quita se obtiene comparando el VPN de los flujos de caja nuevos y antiguos al valor residual. Si asumimos que la reclamación es de 100 en su lugar (ya que todos los bonos se aceleran en caso de impago), el cálculo de la quita aumentaría hasta el punto de que los cupones de la deuda existente serían inferiores a los valores residuales. Más información en el Anexo 1.



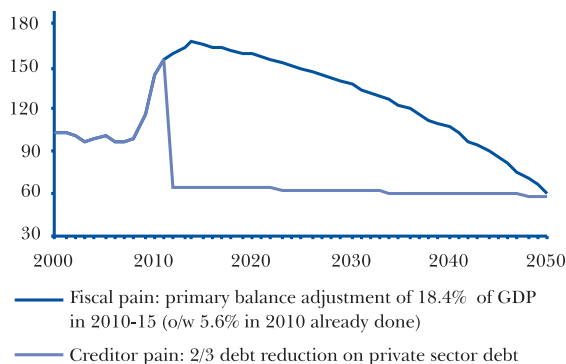
deuda consolidada (la Figura 4 compara las dimensiones de la quita potencial en Grecia con las recientes reestructuraciones de la deuda soberana que se han producido en los mercados emergentes desde 1999).

No creemos que sea posible obtener un alivio de la deuda sustancial del sistema bancario griego. Los bancos poseen en la actualidad 50.000 millones EUR en deuda del Estado griego (de los cuales, unos 13.000 millones EUR corresponden a letras del Tesoro), frente a un capital de 28.000 millones EUR. Una quita del 50% acabaría prácticamente con todo su capital. Para realizar cualquier reducción sustancial sería preciso una futura recapitalización por un importe importante (probablemente similar). El impacto sobre los bancos griegos también se dejaría sentir en su rentabilidad, especialmente si se tiene en cuenta que la calidad crediticia de la cartera de préstamos probablemente seguiría deteriorándose, que seguiría sin existir financiación en

los mercados y que los gastos de financiación seguirían siendo elevados.

Un riesgo adicional para el sector bancario asociado a cualquier reestructuración es el impacto que tendría en el valor colateral de los bonos del Estado griego, y su elegibilidad en el BCE. El colateral alternativo de que disponen probablemente sea insuficiente para cubrir sus préstamos con el BCE (77.000 millones EUR en operaciones en el mercado abierto u OMO) si el valor de los bonos del Estado griego se ve muy afectado. Por tanto, el movimiento hacia más ayuda a la liquidez de emergencia (ELA) ofrecida por el banco central griego (39.000 millones EUR a mediados de noviembre) probablemente se amplíe aún más a expensas de unas OMO inferiores. Téngase en cuenta que el BCE a través de las OMO y el banco central griego a través de la ELA siempre prestarían a cambio de un colateral (o garantías gubernamentales), por lo que sería preciso sustituir cualquier reducción en el valor del colateral.

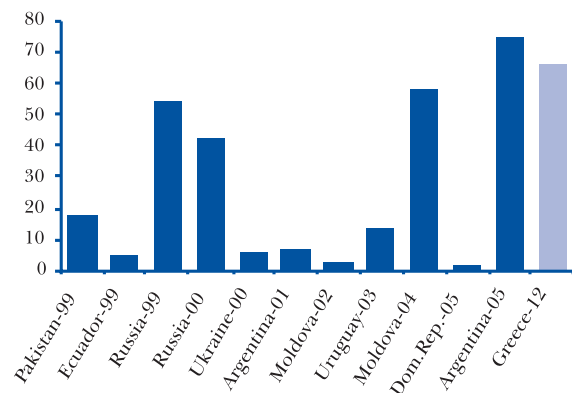
**FIGURA 3. CAMINOS HACIA LA SOLVENCIA (deuda/PIB, en %)**



(Traducción Figura 3 (parte no editable): Esfuerzo fiscal: ajuste saldo primario del 18,4% del PIB en 2010-2015 (del cual un 5,6% en 2010 ya realizado) Esfuerzo de los acreedores: quita de 2/3 de la deuda del sector privado.)

Fuente: Barclays Capital.

**FIGURA 4. REDUCCIÓN DEL VPN DE LA DEUDA EN LAS RECIENTES REESTRUCTURACIONES DE DEUDA**



Fuente: Barclays Capital, FMI.



Puede obtenerse una aproximación útil de los valores de recuperación empleando un cálculo de la quita asumiendo que toda la deuda consolidada helena actual sujeta a reestructuración está representada por un bono sintético con un cupón de aproximadamente el 5,15% (el tipo de interés medio de la deuda griega) con un vencimiento superior a ocho años (el vencimiento medio de la deuda griega). Luego asumimos que en una reestructuración, el principal nominal de los bonos incluidos en la misma se redujera en determinado porcentaje (digamos, del 65% en un escenario básico). Para obtener los valores de recuperación, simplemente obtenemos el precio (es decir, el VPN) de un bono sintético con cupones del 5,15% y un principal nominal de  $100 \cdot (1 - 0,65)$  pagadero en 20 años (asumiendo ese nuevo vencimiento) y descontado a nuestro valor residual. El precio de ese hipotético bono sería el valor de recuperación (Figura 5). Utilizar varios valores residuales resulta arbitrario, pero para unos niveles del orden del 9%-12%, los valores de recuperación se situarían entre 23 y 17, respectivamente.

Las potenciales quitas implicadas en los cálculos de reestructuración de deuda son muy elevadas en comparación con situaciones de impagos ocurridas en el pasado en los mercados emergentes. Parte del problema es que los mercados subestimaron los costes y sobrevaloraron los beneficios de la pertenencia a la zona euro. En particular, los mercados no terminaron de darse cuenta de que, al carecer de prestamista de último recurso, el gobierno griego (al igual que otros gobiernos de la zona euro) posee realmente deuda denominada «en divisas». También está la asunción implícita de que un Estado de la zona euro no podría suspender pagos. Como consecuencia de todo ello, los mercados le prestaron a Grecia mucho más de lo que podía devolver.

La elevada cuantía de la deuda hace que el proceso de reestructuración resulte complicado. Sin embargo, creemos que la gran concentración de la estructura de propiedad en instituciones financieras de la zona euro aumenta las probabilidades de una reestructuración ordenada.

**FIGURA 5. VALORES DE RECUPERACIÓN PRELIMINARES CON DISTINTOS VALORES RESIDUALES Y SALDOS PRIMARIOS COMPATIBLES CON UN RATIO DEUDA/PIB DEL 60% EN 2050**

Ajuste del saldo primario 2011-2015 (% PIB)	Reducción de la cuantía de la deuda consolidada residual (en %)	Valor presente del precio de un bono sintético griego asumiendo:	
		Valor residual del 9%	Valor residual del 12%
12,8	0%	64,9	48,8
11,5	11%	57,7	43,5
10,2	30%	45,4	34,2
8,8	48%	33,7	25,4
7,4	65%	22,7	17,1
6,6	84%	10,4	7,8

Fuente: Barclays Capital.

**FIGURA 6. REDUCCIÓN DEL VPN DE LA DEUDA (EN %) A TRAVÉS DE UNA COMBINACIÓN DE AMPLIACIÓN DEL VENCIMIENTO Y DISTINTOS CUPONES MEDIOS – CÁLCULOS A PARTIR DE UN VALOR RESIDUAL DEL 9%**

Cupón medio	10 años	15 años	20 años	25 años	30 años	35 años
5%	26	32	37	39	41	42
4%	32	40	46	49	51	53
3%	39	48	55	59	62	63
2%	45	56	64	69	72	74
1%	51	64	73	79	82	85
0%	58	73	82	88	92	95

Fuente: Barclays Capital.

## 7. GRECIA DESPUÉS DE LA REESTRUCTURACIÓN: CONCLUSIONES

Incluso después de una reestructuración ordenada de la deuda, es poco probable que Grecia recupere el acceso a los mercados de capitales internacionales de bonos del Estado en un futuro próximo. Tendrá que confiar en un estrecho control bajo el paraguas financiero de un programa UE-FMI en los próximos años. Incluso después de reestructurar la deuda, no existen garantías de que el gobierno vaya a tener éxito en su doble objetivo de recuperar la solvencia fiscal y solventar la falta de competitividad. Sin embargo, creemos que Grecia tendrá más posibilidades de lograrlo desde dentro que desde fuera de la UEM.

En primer lugar, en el frente fiscal, la racionalización del sector público, el aumento de las facultades de la agencia tributaria, la garantía de una distribución más homogénea de la carga fiscal, el control del presupuesto de las entidades regionales y la mejora de la fiabilidad de los datos del sector público deberán ser los principales objetivos del gobierno griego bajo la supervisión de la UE. En segundo lugar, para el sector financiero, mantener la liquidez en el sistema bancario heleno, y contener el calado de la crisis

del crédito para facilitar la recuperación son objetivos que, sin la ayuda del BCE, resultarían muy difíciles de conseguir. Finalmente, para solucionar la falta de competitividad será preciso atacar vulnerabilidades estructurales muy enraizadas que tendrían que haberse afrontado de todas formas tanto dentro como fuera de la UEM.

Aunque una gran devaluación sin duda aportaría algunas de las ventajas a corto plazo derivadas de la sustitución de las importaciones, no está claro que esos beneficios cortoplacistas pudieran compensar su coste. La salida de la zona euro probablemente precipitaría la debacle en las instituciones financieras griegas. Y la recuperación en una economía «sin crédito» resultaría muy complicada. Además, la inflación podría llegar a alcanzar el nivel de la devaluación del tipo de cambio nominal, contrarrestando en gran medida las ganancias de competitividad derivadas de ésta.

Por otra parte, la pertenencia al euro no es inamovible. La zona euro terminará necesitando un «camino de salida de la UEM» para los países que no quieran o no puedan hacer lo que sea preciso para permanecer dentro. Y Grecia sólo lo logrará si sus decisiones políticas futuras caben dentro de la «estrecha camisa» de una unión cambiaria.

**ANEXO 1. CORRELACIÓN ENTRE LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA Y LA QUITA**

Al pensar en la reestructuración de la deuda, tiene sentido empezar por el marco de sostenibilidad de la deuda: ecuación (1) en el texto principal

$$\Delta\left(\frac{D}{Y}\right)_t = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t}\right)\left(\frac{D}{Y}\right)_{t-1} - pb_t \quad (1)$$

Para descartar esquemas Ponzi es preciso que se dé la siguiente condición intertemporal (en tiempo continuo para simplificar la notación):

$$\left(\frac{D}{Y}\right)_0 = \int_0^{\infty} \exp\left(-\int_0^s (r_v - g_v) dv\right) pb_s ds \quad (2)$$

Para una senda conocida de saldos primarios viables, es posible resolver lo anterior. La solución requiere que se dé la siguiente condición intertemporal:

$$(1 - \alpha)\left(\frac{D}{Y}\right)_0 = \int_0^{\infty} \exp\left(-\int_0^s (r_v - g_v) dv\right) pb_s^* ds \quad (3)$$

donde  $\alpha$  es la reducción necesaria para estabilizar la dinámica de la deuda.  $r_v$  y  $g_v$  son los tipos de interés y la tasa de crecimiento medios (variables en el tiempo) y  $pb^*(t)$  es la senda hacia el superávit primario económica y políticamente viable. A medida que pase el tiempo, el tipo de interés medio convergirá con el tipo de interés marginal.

De acuerdo con nuestro cálculo,  $\alpha$  equivale a la «quita». Esto se debe a dos razones:

En primer lugar, hemos definido la quita como:

*Recorte: 1 - VPN (flujos de caja por bonos nuevos, r)/  
VPN (flujos de caja viejos, r) (4)*

donde  $r$  es el «valor residual». La quita se define, pues, con respecto a una reclamación asociada a los flujos de caja de los bonos viejos.

En segundo lugar, el valor residual,  $r$ , en (4) equivale a la tasa de financiación marginal dentro de nuestra sostenibilidad de deuda en (2) y (3).

Los participantes en el mercado a menudo definen la reclamación (el denominador) en (4) como 100 con la idea de que todos los bonos se aceleran tras el anuncio de una reestructuración. Puesto que, en general, los cupones de los bonos emitidos antes de la reestructuración son inferiores a los valores residuales, la quita calculada con nuestro método preferido es superior.

La ventaja de nuestro método es doble a nuestro entender: (1) nos permite correlacionar de forma clara las quitas con la reducción de deuda dentro de un análisis de la sostenibilidad de ésta; y (2) cuantifica de forma más precisa las pérdidas sufridas por los inversores en una reestructuración.

**REFERENCIAS**

- Piero Ghezzi, Antonio García Pascual, Laurent Fransolet, «Greece: the (long) countdown to restructuring», Barclays Capital Research, mayo de 2011.
- Piero Ghezzi, Antonio García Pascual, Frank Engels, «Greece, what works and what does not», Barclays Capital Research, julio de 2011.
- Piero Ghezzi, Cagdas Aksu, Antonio García Pascual, «Greece: assessing the new debt proposal», julio de 2011.
- Cagdas Aksu, Antonio García Pascual, Piero Ghezzi, Donato Guarino, «Greece: love me tender», Barclays Capital Research, septiembre de 2011.



# LA CRISIS BANCARIA IRLANDESA

**Ignacio de la Torre**  
**Profesor de finanzas, IE Business School**  
**Socio, Arcano**

## LISTADO DE ABREVIATURAS

ALBK: Allied Irish Bank  
BKIR: Bank of Ireland  
EMU: European Monetary Union  
FMI: Fondo Monetario Internacional  
IPC: Índice de Precios al Consumo  
IPM: Irish Life and Permanent  
IRPF: Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas  
IVA: Impuesto sobre el Valor Añadido  
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico  
PIB: Producto Interior Bruto  
ROE: *Return on Equity*, retorno sobre fondos propios.

## RESUMEN EJECUTIVO

El 30 de Septiembre de 2008, como consecuencia de la dificultad de una entidad financiera para renovar su financiación mayorista, el gobierno irlandés anunció una garantía estatal a todas las deudas de seis bancos irlandeses. En Diciembre de ese año tres de los cuatro bancos cotizados presentaban capitalizaciones bursátiles entre el 5 y el 7% de su nivel de 2007, el cuarto banco estaba al 1%. La capitalización bursátil de la banca irlandesa represaba una octava parte de sus fondos propios, y la relación de precios partido por beneficios estaba a una vez<sup>1</sup>. ¿Qué había sucedi-

do para que la otrora alabada banca irlandesa acabara cayendo en una postración que terminó arrastrando en 2010 el propio Estado a una intervención por parte del FMI y la UE?

La crisis bancaria irlandesa se gestó por la conjunción de un entorno macroeconómico conducente a la expansión crediticia, de una cortoplacista gestión bancaria y de una pésima supervisión bancaria.

En el primer ámbito es de destacar los tipos reales negativos que vivió Irlanda tras el acceso al EMU, su repercusión en fuertes subidas de precios de activos, en especial inmobiliarios, la facilidad económica para financiar un creciente déficit de cuenta corriente con una divisa única, una progresiva pérdida de competitividad del país debido a fuertes subidas de costes laborales unitarios, y una política fiscal ilusoria y a todas luces errónea.

En el segundo, confluyeron factores como expansiones de balance continuadas de doble dígito, relajación en los estándares de concesión de préstamos, con niveles cada vez mayores de *loan to value*, una altísima exposición crediticia al segmento de *commercial real estate*, unos sistemas ineptos de control de riesgos y de auditoría interna y externa, una enorme dependencia de la financiación mayorista (con ratios de préstamos a depósitos superiores al 200%, muy por encima del nivel de España de 150% y el doble de la media de la zona euro, al 100%), con los consiguientes riesgos en la duración de activo y pasivo, un sistema de incentivos mal planteado y unas estructuras de gobernanza bancarias más que cuestionables.

En el tercero, Irlanda abogó por una supervisión *light touch*, que fue claramente inútil para

<sup>1</sup> HONOHAN, Pág. 1.



minimizar la catástrofe bancaria que se avecinaba. Los organismos supranacionales (ECB, FMI) fueron incapaces de advertir sobre cómo los crecientes desequilibrios en el sistema financiero estaban interrelacionados con los macroeconómicos, y los riesgos inherentes de esa debilidad en la solvencia bancaria. Una falta absoluta de coordinación entre supervisores bancarios, que permitía el arbitraje regulatorio.

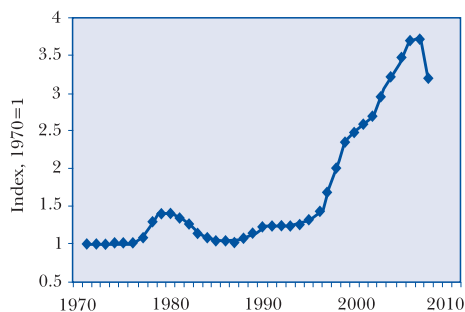
Qué mejor ejemplo del enorme fallo del supervisor supranacional que este extracto de un informe del BCE de Mayo 2007: «los efectos de bancos en países grandes sobre los principales bancos en países pequeños, incluyendo particularmente Finlandia y Grecia, y a veces Irlanda o Portugal, tienden a ser significativamente más débiles que los efectos sistémicos en los bancos de su propio país, por lo tanto, los países pequeños situados en la periferia de Europa parecen estar más aislados de contagio bancario europeo»<sup>2</sup>.

Este artículo aborda cada uno de los tres apartados, destacando cada uno de los elementos. Termina con unas conclusiones y sugerencias a tener en cuenta para prevenir un suceso similar.

## I. CAUSAS MACROECONÓMICAS DE LA CRISIS BANCARIA

Irlanda accedió a la Comunidad Económica Europea en 1973, para entonces, era el socio más pobre en términos de PIB *per capita*. Para 2007 Irlanda era el segundo país más rico por habitante de la Unión Europea sólo detrás de Luxemburgo. El intenso crecimiento económico que desde los años 80 posibilitó este salto cualitativo se ha denominado «el milagro irlandés». Dicho crecimiento fue consecuencia de acertadas políticas y de pactos entre el gobierno, sindicatos y empresarios, que desembocaron en una moderación salarial que posibilitó la conversión de Irlanda en una economía competitiva y exportadora. Además, un tipo de sociedades muy reducido atrajo numerosa inversión extranjera directa, lo que provocó la generación de muchos puestos de trabajo cada vez más cualificados, y por primera vez en su historia moderna, Irlanda se convirtió en un país receptor de población. La preferencia de los irlandeses a canalizar su ahorro hacia los inmuebles provocó que mucha de la riqueza generada estos años se invirtiera en viviendas, lo que desembocó en fuertes subidas de los precios de los inmuebles, comenzándose así a gestar el desequilibrio.

**GRÁFICO 1. PRECIOS DE LA VIVIENDA EN IRLANDA, 1970-2008, DEFLACTADOS POR IPC, 1970=1**



Fuente: Department of Environment, Heritage and Local Government, Gobierno de Irlanda.

<sup>2</sup> HARTMANN, Pág. 125.



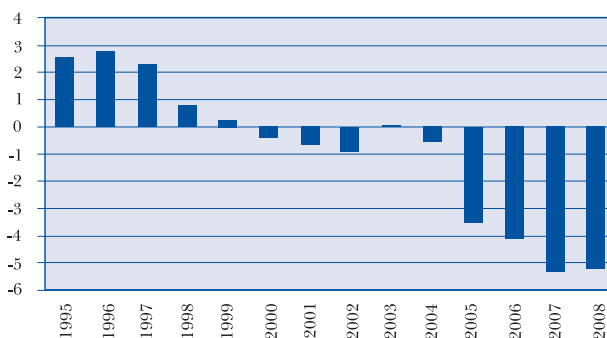


Desde 1997 Irlanda perdió su contención salarial, empeorando poco a poco la competitividad relativa. La entrada en el euro aceleró esta tendencia, y pronto Irlanda se convirtió en el segundo país de la UE con los costes laborales más altos, y el país con el mayor nivel de precios. Para 2000 Irlanda entró en déficit de cuenta corriente.

La entrada en la zona euro provocó una reducción a la mitad de los tipos de interés a largo plazo. En el periodo 1999-2005 se produjeron tipos reales negativos. Dada la preferencia de los irlandeses por el ahorro en forma de viviendas, se proyectó en un aumento relativo del peso del sector constructor: para 2006 éste

representaba un 13% del PIB, el doble de su media histórica<sup>3</sup>, con el consiguiente sobrecalentamiento económico, a medida que mayores precios inmobiliarios inducían mayor consumo y mayor apalancamiento. Los bancos, incapaces de hacer frente con depósitos a tanta demanda de crédito hipotecario, acudieron a los mercados mayoristas de la zona euro para solicitar esa financiación, lo que fue agravando progresivamente el déficit de cuenta corriente. Para entonces muy poca gente fue capaz de ver cómo las ventajas que ofrecía la EMU (financiación más barata, mercados mayoristas de financiación) podrían resultar perniciosas si no se utilizaban con la justa medida.

**GRÁFICO 2. POSICIÓN DE LA BALANZA EXTERIOR DE IRLANDA COMO % DE PIB**



Fuente: OCDE.

La gran disonancia de la economía irlandesa era precisamente su mayor dependencia del crédito para crecer. Cada incremento marginal del PIB requería de una mayor proporción de endeudamiento. Así, si en 1995 el ratio de préstamos bancarios sobre PIB estaba en el 67%, en 2003, antes del último ciclo de expansión crediticia, este ratio había aumentado hasta el 127%. Sin embargo nadie puso el acento ante esta anomalía de un crecimiento viciado por el endeudamiento masivo.

La mayor imposición ligada al sector constructor provocó un aumento de la elasticidad fiscal irlandesa. Así, cada incremento marginal de PIB en los años anteriores a la crisis provocaba

un incremento mayor en la recaudación fiscal. Los excesos provocados por la dependencia del sector inmobiliario se podrían haber compensado con una política fiscal anti cíclica. Sin embargo, el gobierno no procedió a mantener constante el peso del gasto público en la economía, y por lo tanto éste aumentó en proporción de PIB. Además, una gran parte del gasto fue a financiar gastos corrientes (aumento en el número de funcionarios de un 15%), lo que provocaba aún mayor inestabilidad en las cuentas públicas ante un cambio de tendencia.

<sup>3</sup> REGLING, Pág. 22.



Aunque las cuentas de 2007 mostraban un aparente equilibrio fiscal, la realidad es que el déficit estructural era ese mismo año cercano al 8,75%, si se ajustaba por los ingresos fiscales irregulares provenientes de la expansión inmobiliaria. El gobierno irlandés había ofrecido a empresarios y a sindicatos reducciones de impuestos de la renta como contrapartida a la política de moderación salarial, resultando en que el peso del impuesto sobre la renta como porcentaje del total fue cada vez más bajo, disminuyendo la estabilidad de la imposición ante un cambio de tendencia económica. Durante el periodo del milagro económico irlandés había sido parejo a una reducción del peso de los impuestos recurrentes (IRPF, IVA), dentro del sistema impositivo, sesgándose hacia bases no recurrentes (Impuesto de sociedades, impuestos de plusvalías), que subieron su peso en la imposición desde el 8% de los años 80 hasta el 30% en 2006.

Además, los subsidios fiscales a las hipotecas, mediante la deducibilidad de los intereses de éstas, los subsidios al mercado inmobiliario comercial y la ausencia de un impuesto sobre el patrimonio inmobiliario, agravaron la situación, provocando que el Tesoro se viera sin capacidad de adoptar una política fiscal expansiva ante un cambio de tendencia. Por otro lado, una importante porción de la mayor renta disponible de los ciudadanos consecuencia de las bajadas de impuestos fue canalizada a la adquisición de inmuebles, provocando mayores subidas de precios, lo que agravó los desequilibrios. En conjunto, el Tesoro irlandés fue incapaz de desarrollar herramientas de análisis que permitieran disociar los componentes coyunturales de los estructurales del presupuesto, convirtiendo a éste en una situación de extrema vulnerabilidad ante un cambio de ciclo<sup>4</sup>.

La expansión económica irlandesa la década anterior, que como hemos visto permitió a Irlanda superar los estándares de vida de la UE, y la preferencia de la sociedad irlandesa por los

inmuebles, en un contexto en que no se había producido hasta entonces una gran crisis inmobiliaria nacional, se podría haber mitigado con una política fiscal prudente y con una muy estricta supervisión bancaria, quizás provocando un *soft landing* que hubiera minimizado el impacto de la crisis. Sin embargo nada de esto se llevó a cabo.

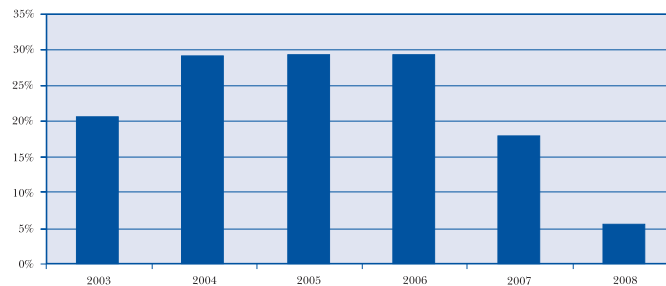
## II. UN SISTEMA FINANCIERO VULNERABLE

El boom irlandés comenzó en 1995, cuatro años antes de la entrada en el euro, con expansiones crediticias por encima del 32% en 1998 y 1999. La expansión se contuvo hacia 2002 y volvió con fuerza en 2004. La diferencia es que si a final de los 90 el volumen crediticio iba sobre todo enfocado hacia deuda corporativa, desde 2004 la expansión crediticia se centró más en inmuebles. Los tipos de interés bajaron desde el 10% en 1993 hasta tasas reales negativas entre 1998-2004.

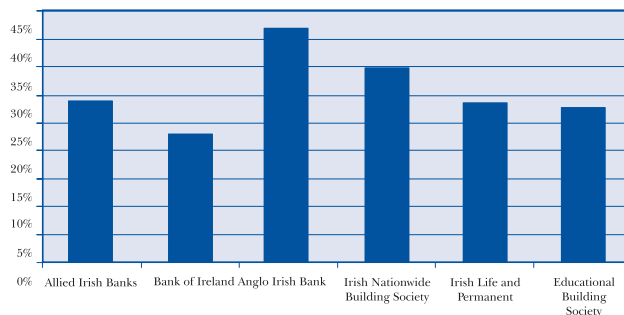
El sistema bancario irlandés adolecía de graves problemas: un crecimiento alarmante del volumen crediticio, una concentración crediticia excesiva en el sector inmobiliario, una dependencia excesiva de la financiación mayorista, un sistema muy cuestionable de control de riesgos, y unos controles de auditoría interna y externa a todas luces deficientes. Con todo, el regulador irlandés fue incapaz de poner orden, empezando por intentar limitar la expansión crediticia.

La situación se agravó con una competencia feroz en la banca comercial, a medida que bancos domiciliados en el Reino Unido pero con sucursal en Irlanda intentaron conseguir cuota de mercado con estrechos márgenes y relajados estándares de crédito, ofreciendo hipotecas que financiaban el 100% del valor del inmueble, todo con sencillos trámites de aprobación de préstamos, algo que azuzó a la banca irlandesa a responder con menores estándares de concesión y con evidentes errores en el control de riesgos, tanto en la documentación de las hipotecas como en la realización de test de stress.

<sup>4</sup> REGLING, Pág. 26.

**GRÁFICO 3. CRECIMIENTO PORCENTUAL DEL PRÉSTAMO PRIVADO EN IRLANDA**

Fuente: Banco Central de Irlanda.

**GRÁFICO 4. CRECIMIENTO ANUAL COMPUESTO DEL VOLUMEN CREDITICIO DE DIFERENTES BANCOS IRLANDESES, 2003-2006**

Fuente: REGLING, pág. 31.

El resultado de esta coyuntura fue demoledor: incrementos del crédito bancario en los activos de los bancos irlandeses entre el 20% y el 30% de 2003 a 2006, lo que provocó a nivel individual, incrementos crediticios medios exorbitantes, en esos años: el Anglo Irish Bank con crecimientos anuales medios por encima del 45%, Irish Nationwide Building Society al 40%, Allied Irish Bank, Educational Building Society y Irish Life and Permanent entre el 30% y el 35%, y el más «prudente» Bank of Ireland (el único que ya en 2011 no ha pasado a ser controlado mayoritariamente por el Estado), entre el 25% y el 30%.

Estos incrementos crediticios fueron en ocasiones no sólo coyunturales, sino estructurales. Anglo Irish Bank presentó incrementos de activos superiores al 20% en ocho de los nueve años anteriores al estallido de la crisis, con un creci-

miento anual compuesto de un 36% entre 1998 y 2007, y Irish Nationwide presentó un crecimiento medio superior al 20% en ese mismo periodo. Dichos incrementos crediticios hubieran sido menos peligrosos si hubieran sido parejos a un estricto control del riesgo, pero no fue el caso. Además, era de especial preocupación el hecho de que mucha de la cartera crediticia de la banca irlandesa fue generada en un periodo muy reciente, ya que este hecho aumentaba la vulnerabilidad de la banca ante un cambio de ciclo en los precios de los activos.

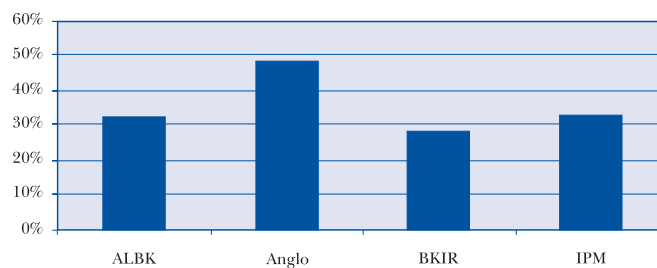
Por otro lado las expansiones de balance no se diversificaron entre diferentes sectores, sino que se centró en el sector inmobiliario, en especial en la promoción de *commercial real estate*, con el agravante de que el riesgo se interconectaba entre diferentes bancos expuestos a un mismo



promotor, generando una vulnerabilidad sistémica. Así, Anglo Irish Bank y Irish Nationwide Building Society presentaban en 2006 una exposición de balance a préstamos en el sector constructor e inmobiliario excluyendo hipotecas superior al 80%, o más de doce y siete veces en proporción de su base de capital. Por otra parte, los *loan to value* fueron aumentando año a año en el periodo 2004-2007, como consecuencia de la situación

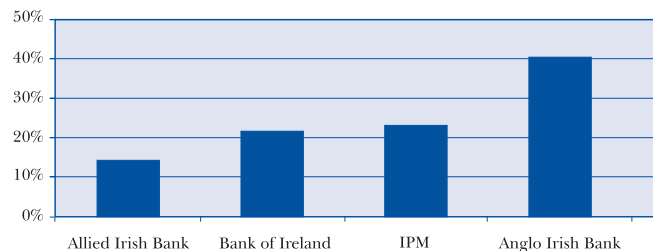
competitiva, hasta provocar situaciones como que en los años 2006 y 2007 el 30% de las hipotecas concedidas a primeros compradores presentaban *loan to value* del 100%. Por lo demás, la banca irlandesa también presentaba una relevante exposición al Reino Unido, por lo que la deflación de activos que experimentó ese país desde 2008 también afectó de lleno a la solvencia de la banca irlandesa.

**GRÁFICO 5. CRECIMIENTO DEL LIBRO DE PRÉSTAMOS DE LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS COMO PORCENTAJE DEL TOTAL DEL ACTIVO**



Fuente: CURRAN, Pág. 9.

**GRÁFICO 6. EXPOSICIÓN DE LA BANCA IRLANDESA AL REINO UNIDO, COMO % DEL TOTAL DE ACTIVOS**



Fuente: CURRAN, Pág. 26.

Con todo, el talón de Aquiles del sistema financiero residía en su liquidez. Con un ratio de préstamos a depósitos del 200%, la banca irlandesa no sólo duplicaba a la media de la banca de la UE, sino que estaba en una situación mucho peor que otros países vulnerables, como España y Portugal, con ratios cercanos al 150%. Los seis

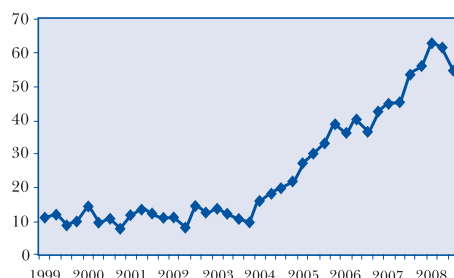
mayores bancos irlandeses presentaban una financiación mayorista equivalente al 39% de sus volúmenes de créditos. Esta situación era extremadamente vulnerable, ya que mucha de la financiación mayorista se conseguía en vencimientos cortos, lo que contrastaba con la muy superior duración de los activos. Entre 2003 y



2006 la financiación mayorista con vencimiento inferior a un año subió de € 11.000 mm. a € 41.000 mm<sup>5</sup>. Ante un shock, de liquidez como el que se inició en verano de 2007, la debacle estaba asegurada. A este respecto, es interesante la

reflexión de que existe una intensa correlación en la historia financiera entre la libertad de movimiento de capital y la incidencia de crisis bancarias internacionales, tal y como señalan Reinhard y Rogoff<sup>6</sup>.

### GRÁFICO 7. POSICIÓN NETA INTERNACIONAL DE LA BANCA IRLANDESA EN % DE PIB



Fuente: Banco de Irlanda.

Antes de la debacle oficial de Septiembre de 2008, el mercado ya percibía el enorme riesgo sistémico del que adolecía la banca irlandesa. Así, en un informe bursátil de Enero de 2008 sobre la banca irlandesa, los analistas de UBS exponían cómo los precios de *commercial property* habían subido un 131% en los últimos cinco años, y cómo la banca irlandesa había incrementado en ese periodo la exposición a ese segmento a razón de un 26% de crecimiento anual compuesto. Los mismos analistas señalaban cómo desde 1995 se había producido una caída de la morosidad, caída pareja a la inflación de activos; sin embargo, si se analizaban series más amplias de tiempo, la morosidad sí que subía en épocas de bajadas de precios de activos, por tanto, concluían los analistas de UBS, no había ningún motivo para pensar que una bajada de precios de los activos no repercutiera muy negativamente en la solvencia de la banca irlandesa, por lo que ya entonces aconsejaban vender los dos bancos más expuestos a este ciclo, el Allied Irish Bank y el Anglo Irish Bank<sup>7</sup>.

Quizás el mejor exponente de esta vulnerabilidad bancaria sea Anglo Irish Bank, que con apenas media decena de sucursales abordó una intensa expansión crediticia orientada a promotores de *commercial real estate*, lo que provocó su caída estrepitosa tras el estallido de la crisis, hasta alcanzar las acciones tan sólo unos centavos de valor, reflejando simplemente la opcionalidad de un salvamento por parte del Estado. Aparte de una estrategia fallida, AIB incurrió en cuestionables transacciones en forma de préstamos con los miembros de su consejo de administración, lo que provocó la dimisión del Presidente y primer ejecutivo de la entidad en Diciembre de 2008, y del director financiero y el responsable de riesgos en Enero de 2009.

Tras estos eventos, el Gobierno procedió a nacionalizar el AIB la noche del 15 de Enero de 2009, quizás en la aparente noción de que AIB era un «banco sistémico» para el sistema financiero irlandés. La nacionalización provocó el día 16 abruptas caídas del 13% en Allied Irish Banks y el Bank of Ireland, y el diferencial de riesgo irlandés subió de manera relevante ese mismo día, y sobre todo la semana siguiente, hasta alcanzar niveles de 260 puntos básicos (118 más que la semana previa), mostrando la correlación que existe entre el

<sup>5</sup> REGLING, Pág. 33.

<sup>6</sup> REINHART, ROGOFF, Pág. 22.

<sup>7</sup> CURRAN, Pág.1.



peso del sector bancario en un índice bursátil y el diferencial del bono soberano<sup>8</sup>.

En conjunto el sistema bancario irlandés adolecía claramente de un mal gobierno que explicaba la bomba de relojería sobre el que se estaba gestando. Los consejos de administración no realizaron su trabajo con una prudente supervisión, tampoco los comités de riesgos, ni los de auditoría, ni los auditores externos, y claramente el sistema de incentivos estaba perniciosamente planteado.

Se había acelerado la trilogía maldita: fuertes incrementos de crédito, incrementos de precios de activos, y financiación bancaria mayorista. Irlanda estaba sentada sobre bases tan peligrosas como la de los EEUU, el Reino Unido, o España, con el agravante de que los activos bancarios representaban un % superior frente al PIB en Irlanda que en los otros países.

Con todo, en 2006 ya había señales de extremado riesgo en el sistema inmobiliario, incluyendo un 15% del parque vacío. En palabras del Gobernador Honohan, «dada la relativa bonanza con la que los bancos irlandeses habían sobrevivido las severas recesiones a mediados de los 50, en los 70 y en los 80, incluyendo esta última una intensa reducción de los precios inmobiliarios reales, es sorprendente cómo estas instituciones bancarias, tradicionalmente tan conservadoras, sucumbieron a tan extravagante burbuja de precios y construcción»<sup>9</sup>.

### III. UNA SUPERVISIÓN FALLIDA

La peligrosa situación arriba expuesta se podría haber compensado con una regulación bancaria muy intensa, de forma que se asegurara el máximo control en la documentación de la concesión de créditos, para amortiguar así el exceso de liquidez. Sin embargo, el supervisor irlandés optó por una supervisión «ligera», en consonancia con otras supervisiones anglosajonas, partien-

do de la base que el sistema bancario era capaz de auto regularse y controlar su política crediticia y niveles de riesgos, nociones todas presentes en Basilea II.

El fracaso de la supervisión fue a todo nivel, comenzando por el FMI que fue incapaz de advertir en sus informes de estabilidad financiera ni siquiera en el de 2006 de los desequilibrios bancarios que se estaban generando en Europa, seguido del BCE, que tendría que haber advertido a los supervisores nacionales de las peligrosísimas confluencias entre el ciclo económico, entorno financiero y oleadas de liquidez. Así, en un estudio de 2005, el BCE mantenía en un análisis sobre Grecia, Irlanda y Portugal que los

*booms* generados por la adopción del euro habían comenzado tres-cuatro años antes de su entrada en vigor, alcanzando su máximo clímax el año del acceso a la moneda única; a pesar de los intensos incrementos de crédito, no se han observado consecuencias negativas en los sistemas bancarios; los bancos siguen siendo rentables y bien capitalizados, y la morosidad ha decrecido. Por lo tanto se puede observar cómo la fuerte expansión del crédito en dichos países como consecuencia del acceso al euro habían resultado inocuos para su sistema bancario<sup>10</sup>.

Paradójicamente ese mismo estudio afirmaba más adelante cómo «... la explosión hipotecaria provocó una subida de precios inmobiliarios, que durante los últimos seis años han visto incrementos anuales superiores al 20%, ..., aunque no hay evidencia clara de sobrevaloración de activos inmobiliarios, hay algo de riesgo que Irlanda se enfrente a una burbuja de precios en el mercado inmobiliario»<sup>11</sup>.

Ya hemos expuesto cómo en otro estudio del BCE de Mayo de 2007 se defendía que «los efectos de bancos en países grandes sobre los principales bancos en países pequeños, incluyendo particularmente Finlandia y Grecia, y a veces

<sup>9</sup> HONOHAN, Pág. 4.

<sup>10</sup> BRZOZA-BRZEZINA, Pág. 5.

<sup>11</sup> BRZOZA-BRZEZINA, Pág. 14.



Irlanda o Portugal, tienden a ser significativamente más débiles que los efectos sistémicos en los bancos de su propio país, por lo tanto, los países pequeños situados en la periferia de Europa parecen estar más aislados de contagio bancario europeo»<sup>12</sup>.

También es destacable la propia regulación bancaria ejemplificada en Basilea II, que no sólo cedió excesivamente a los bancos la evaluación de sus niveles de riesgos, sino que siguió poniendo el acento en la solvencia ignorando la liquidez, un error clave del que el sistema financiero habría de dolerse una vez que ésta desapareció. A nivel más local, el supervisor irlandés erró al no ligar la supervisión al ciclo económico y financiero, al no implantar políticas anti cíclicas en la concesión de créditos, al apenas realizar inspecciones *in situ*, y al no controlar los estándares de concesión de créditos.

A pesar de tantas alarmantes señales, la única tibia respuesta del regulador sobre el incremento de préstamos con *loan to value* del 100% fue elevar el consumo de capital de los mismos del 4% al 4,8%, en una regulación adoptada el 31 de Marzo de 2006 (esto suponía un mayor consumo de capital de tan sólo 4.000 euros en un préstamo de 500.000). Tan tibia reacción no impidió que siguieran acelerándose los préstamos de estas características.

La supervisión irlandesa adolecía de numerosos errores; era ligera, no era preventiva, apenas se daban inspecciones *in situ*, no se ponía énfasis en el gobierno corporativo, ni en los incentivos, ni se fijó el acento en la defectuosa documentación para la concesión de un crédito, ni en el progresivo aumento de los ratios *loan to value*. También falló el supervisor en señalar i) los riesgos de concentración crediticia, ii) los riesgos de liquidez asociados a la financiación mayorista, iii) la falta de análisis de sensibilidad ante correcciones inmobiliarias, iv) la concentración en pocos acreedores interconectados y v) las puntuales transacciones llevadas a cabo para «arreglar» el fin de

año. En general, el sistema supervisor erró estrechamente en advertir la interrelación entre la contabilidad financiera, la bancaria, la situación macro y el sistema financiero en su conjunto, sistema que podía experimentar una caída en cascada ante un cambio de coyuntura, como ya advirtió en los años setenta Hyman Minsky.

Por otra parte, la competencia en territorio irlandés de bancos sometidos a distintas supervisiones era consecuencia de la integración financiera que provocó la EMU. En general esta integración financiera fue vista con buenos ojos por los supervisores y por el poder político, pues ayudaba a financiar el crecimiento económico y además podría distribuir riesgos mediante la diversificación de carteras. Paradójicamente, la supervisión de los bancos que operaban con sucursal dependía no del supervisor irlandés, sino del supervisor del país de origen del banco. Por lo tanto, una política estricta del supervisor irlandés podría ser muy criticada, ya que si no era llevada a cabo en paralelo con el otro supervisor, la consecuencia sería una pérdida de cuota de mercado de los bancos domiciliados en Irlanda. Muy pocos advirtieron los riesgos asociados a estas paradojas.

## CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Tras la intervención de Irlanda por parte del FMI y de la Unión Europea en primavera de 2011, el país se vio sometido a un duro ajuste fiscal. Sin embargo, y a diferencia de Grecia, el ajuste fiscal y en salarios ha repercutido en unas finanzas más sólidas (el diferencial entre el bono irlandés y el alemán ha caído significativamente entre Julio y Septiembre) y en una progresiva recuperación de la economía (a la fecha de redacción de este artículo, Septiembre de 2011, la economía irlandesa ha vuelto a conseguir superávit de cuenta corriente). Con todo, serán muchos los años en que los irlandeses (padres e hijos, ya que expansiones de deuda pública superiores al 30% de PIB acaban siendo pagadas por la siguiente generación), tendrán que hacer frente a los desmanes producidos por ellos mismos, por los ban-

<sup>12</sup> HARTMANN, Pág. 125.



queros, por los políticos y por los supervisores. Para prevenir una situación así a futuro sugerimos posibles líneas de actuación.

Primero, la política fiscal ha de ser auditada por un organismo no político, para determinar su estabilidad (regularidad de gastos e ingresos), su posible contribución pro o contra cíclica, y sus vulnerabilidades. Segundo, mientras una unión de divisa no consiga una movilidad laboral de hecho, el déficit de cuenta corriente ha de ser interpretado como un elemento de riesgo a ser tenido muy presente por el poder político, por el supervisor bancario y por los bancos comerciales. Un déficit de cuenta corriente creciente habría de conllevar mayor exigencia de capital y de liquidez en el sistema bancario. La supervisión, aparte de intrusiva, habría de tener varios factores en cuenta, a) liquidez, b) dependencia de financiación mayorista, c) sistema de incentivos, d) niveles de control interno, auditoría interna y externa, y e) vinculaciones legales entre acreedores para dilucidar concentraciones de riesgos sistémicas. Todos estos esfuerzos habrían de llevarse a cabo en coordinación con el resto de la Unión Europea y los principales reguladores bancarios internacionales.

Por último, un brindis al sol. La crisis de crédito ha demostrado que la autorregulación en los sistemas de incentivos es prácticamente imposible, ya que el tiempo del cual dependen estos incentivos es una variable con diversos intereses. Así, un *hedge fund* accionista de un banco irlandés en Marzo de 2007 estaría interesado en incrementos de activos y mejoras de ROE para los resultados de Junio de 2007, no como inversor a largo plazo. El gestor del banco irlandés, incentivado mediante acciones y opciones, actuaría en consecuencia aumentando el apalancamiento del banco. El FMI emitía informes de estabilidad financiera en 2006 señalando al yuan y al déficit de cuenta corriente de los EEUU como factores de riesgo, ignorando los desequilibrios de la zona euro, y el ECB afirmaba como hemos expuesto que los bancos periféricos como los de Grecia, Portugal o Irlanda presentaban menos riesgos de contagio que los de los países grandes de la zona euro. Por su parte, los incentivos de los políticos

irlandeses eran en forma de votos y a una media de tiempo de dos años, por lo que su reacción aumentando el gasto público también era «racional», y el supervisor irlandés, aunque a todas luces inútil, no se distinguió en mucho de los supervisores de otras decenas de países. Todos estos agentes presentan un doble común denominador: a) sus decisiones serán pagadas durante decenas de años por el contribuyente, y b) apenas se han exigido responsabilidades penales.

Diversos miembros de la Federal Reserve han mantenido que si el regulador está tan sólo dos estadios por detrás de la banca será un ejercicio exitoso, ya que generalmente está muy por detrás. Con esta idea, quieren expresar que siempre la banca aprovechará los vericuetos regulatorios para explotarlos y generar productos que cumpliendo la regulación, la arbitren, y en esa génesis reside la inestabilidad financiera. Como no hay soluciones aparentes a esta paradoja, el *moral hazard* de los decisores estará siempre presente, y la crisis actual demuestra que la ética per se no sirve para mitigar dicho riesgo moral. En mi opinión, es necesario contrapesar este enorme peligro con el Código Penal, de forma que se tipifique como delito actuaciones bancarias que conlleven, a) a la toma de decisiones bancarias que busquen incrementar la rentabilidad a corto plazo de incurrir en un grave riesgo a largo plazo, b) la acción manifiesta de, una vez identificados dichos problemas, ocultarlos contablemente, y c) que como consecuencia de los anterior, la institución financiera haya de ser rescatada directa o indirectamente con dinero público o del depositante. A mi juicio, dicha normativa contribuiría en parte a reducir escabrosos y vergonzosos episodios como los aquí descritos.

## BIBLIOGRAFÍA

BRZOZA-BRZEZINA, MICHAL, «Lending Booms in the New EU member states, will euro adoption matter?», *ECB Working Paper Series N.º.543*, Noviembre de 2005.





- CURRAN, ROSS, «Irish Banks Outlook», *UBS*, Enero 2008.
- HARTMANN, PHILIP Y STRAETMANS, STEFAN, y DE VRIES, CASPER, «Banking system stability: a cross-Atlantic perspective», *European Central Bank, Risk measurement and systemic risk*, Abril de 2007.
- GERLACH, STEFAN, SCHULZ, ALEXANDER, WOLFF, GUNTRAM B., «Banking and sovereign risk in the euro area», *Deutsche Bundesbank*, Discussion Papers, 9/2010.
- HONOHAN, PATRICK, «Resolving Ireland's Banking Crisis», *UCD-Dublin Economic Workshop Conference: «Responding to the Crisis»*, Dublín 12 de Enero de 2009.
- MODY, ASHOKA, «From Bear Stearns to Anglo Irish: How Eurozone Sovereign Spreads Related to Financial Sector Vulnerability», *IMF Working Paper European Department*, Mayo de 2009.
- PISANI-FERRY, JEAN, Y SAPIR, ANDRÉ, «Banking Crisis Management in the EU: an Interim Assessment», *Bruegel working paper*, Septiembre de 2007.
- REGLING, KLAUS Y WATSON, MAX, «A Preliminary Report on The Sources of Ireland's Banking Crisis», Ministerio de Finanzas de Irlanda, Enero de 2009.
- REINHART, CARMEN M., y ROGOFF, KENNETH S. «Banking Crises: an Equal Opportunity Menace», *NBER, Working Paper 14587*, Diciembre de 2008.
- REINHART, CARMEN M., «This time is different Chartbook: country histories on debt, default and financial crises», *NBER, Working Paper 15815*, Marzo 2010.
- VON HAGEN, JÜRGEN, HO, TAI-KUANG, «Money Market Pressure and the Determinants of Banking Crises», *ZEI b, Center for European Integration Studies, Universidad de Bonn*, Febrero 2003.





## LA CRISIS DE PORTUGAL

**José Luis Martínez Campuzano**  
Estratega de Citi en España

### CONCLUSIONES

- Todos y cada uno de los países que han recibido asistencia financiera dentro del Euro presentan características diferentes. Pero, una común: no tienen acceso a la financiación del mercado.
- La Crisis de deuda, más allá de la zona Euro, es una crisis de excesivo endeudamiento en los países desarrollados. Desde el sector público al privado. Aunque, el problema de fondo es que las tensiones en la deuda pública suponen una clara limitación para las posibilidades de financiación, en términos de precio y cantidad, para el sector privado. Al final, una restricción que puede resultar insuperable para la recuperación económica.
- En conjunto la zona Euro presenta un perfil fiscal mucho mejor que el de otros países. Pero son las diferencias por países lo que el mercado premia (Alemania, por poner un ejemplo) o penaliza (Portugal).
- La convergencia nominal que fue el criterio de entrada en el Euro no fue suficiente para lograr que la Unión fuera óptima: no sólo falló la aplicación del Plan de Estabilidad y Crecimiento (PEC) que buscaba asegurar la convergencia fiscal como también ha fallado el propio grado de integración real.
- Portugal se ha visto contagiada por la Crisis de deuda (insolvencia) de Grecia. Pero presenta un caldo de cultivo apropiado: su escaso crecimiento económico que puede convertir en el futuro su problema actual de liquidez en uno de solvencia.
- La contradicción, en la práctica, en este caso se centra entre aplicar medidas fiscales para reconducir las finanzas públicas y otras estructurales para aumentar su crecimiento potencial. A corto plazo pueden pesar más las primeras, limitando la posibilidad de asistir a una deseada sostenible recuperación económica.
- El FMI ha pedido cohesión política interna para llevar a cabo el Programa de ajuste. Y se ha mostrado muy flexible en su ejecución valorando la debilidad del crecimiento en estos momentos.
- Pero, hoy por hoy, resulta complicado que la solución a la Crisis de Portugal no pase en algún momento por reestructurar su deuda. Aunque una hipotética reestructuración de la deuda tampoco es la solución a los problemas de Portugal. Rechazamos de plano la posibilidad de una ruptura del Euro o el abandono por algún país.
- La parte positiva de la Crisis de Deuda Soberana Europea es que el contagio de la desconfianza hacia otros países del Euro ha llevado a una mayor cohesión dentro de la zona y avance más rápido de



lo esperado en el Gobierno económico. La historia se sigue escribiendo en estos momentos.

## DIFERENCIAS Y SIMILITUDES EN LA CRISIS DE DEUDA EUROPEA

Irlanda no es Grecia... Portugal no es Irlanda ni es Grecia. Pero, en todos los casos pesa de forma

negativa su elevado endeudamiento. Tanto del sector público como del privado. Y esto es una norma en la mayoría de los países desarrollados tras quince años de fuerte crecimiento económico y enorme desarrollo de los mercados financieros. La Crisis financiera y económica iniciada hace tres años simplemente ha aflorado la imposibilidad de mantener este modelo de crecimiento.

**TABLA 1. INDEBTEDNESS AND LEVERAGE IN SELECTED ADVANCED ECONOMIES<sup>1</sup>**  
(Percent of 2010 GDP, unless noted otherwise)

	United States	Japan	United Kingdom	Canada	Euro area	Belgium	France	Germany	Greece	Ireland	Italy	Portugal	Spain
Government gross debt, 2011 <sup>2</sup>	100	229	83	84	87	97	88	80	152	114	120	91	64
Government net debt, 2011 <sup>2,3</sup>	72	128	75	35	67	82	78	55	n.a.	95	101	86	53
Primary balance, 2011 <sup>2</sup>	-9.0	-8.6	-5.5	-4.1	-1.7	-0.5	-3.5	-0.3	-0.9	-7.5	0.2	-1.6	-4.6
Households' gross debt <sup>4</sup>	91	74	107	93	72	55	69	62	68	129	50	103	90
Households' net debt <sup>4,5</sup>	-230	-231	-184	n.a.	-129	-204	-131	-130	-56	-60	-178	-126	-74
Nonfinancial corporates' gross debt <sup>4</sup>	76	138	128	n.a.	142	161	157	60	71	278	119	154	205
Nonfinancial corporates' debt over equity (percent)	105	176	89	72	106	43	76	105	216	113	135	145	152
Financial institutions' gross debt <sup>4</sup>	97	188	735	n.a.	148	139	148	95	21	664	99	65	113
Bank leverage <sup>6</sup>	13	23	24	18	26	30	26	32	17	18	20	17	19
Bank claims on public sector <sup>4</sup>	8	76	7	20	n.a.	22	19	25	27	28	32	16	22
Total economy gross external liabilities <sup>4,7</sup>	144	64	696	91	174	417	254	181	194	1,598	153	293	215
Total economy net external liabilities <sup>4,7</sup>	19	-52	14	7	13	-43	11	-39	99	102	20	106	90
Government debt held abroad <sup>8</sup>	32	7	27	20	29	68	64	53	61	59	47	57	50

Sources: Bank for International Settlements (BIS); Bloomberg, L.P.; EU Consolidated Banking Data; U.S. Federal Deposit Insurance Corporation; Haver Analytics; IMF, Internacional Financial Statistics, Monetary and Financial Statistics and World Economic Outlook databases; BIS-IMF-OECD-World Bank Joint External Debt Hub; and IMF staff estimates.

<sup>1</sup> Cell shaded in red indicate a value in the top 25 percent of a pooled sample of all countries shown in table from 1990 through 2009 (or longest sample available). Green shading indicates values in the bottom 50 percent, yellow in the 50th to 75th percentile. The sample for bank leverage data starts in 2008 only.

<sup>2</sup> World Economic Outlook projections for 2011.

<sup>3</sup> Net general government debt is calculated as gross debt minus financial assets corresponding to debt instruments.

<sup>4</sup> Most recent data divided by 2010 GDP.

<sup>5</sup> Household net debt is calculated using financial assets and liabilities a country's flow of funds.

<sup>6</sup> Leverage is defined as tangible assets to tangible common equity for domestic banks.

<sup>7</sup> Calculated from assets and liabilities reported in a country's international investment position.

<sup>8</sup> Most recent data for externally held general government debt (from Joint External Debt Hub) divided by 2010 gross general government debt.

¿Cuál es el Problema real de Portugal? El de Grecia era un problema de solvencia. Simplemente, sus finanzas públicas no son sostenibles en el tiempo. Los economistas discutimos si Grecia debería estar en el Euro. ¿Cumplía realmente con las premisas de partida de convergencia nominal? ¿Eran condiciones suficientes para

integrarse en el Euro? Si el Proyecto de Moneda Única Europea presenta importantes dificultades, especialmente por lo que respecta a la falta de coordinación fiscal, el debate teórico va más allá cuestionando que sea realmente una unión monetaria óptima ante las importantes discrepancias en renta, competitividad y evidentes des-



equilibrios fiscales. Grecia es el mejor ejemplo. Pero, lamentablemente no es el único caso. Aquí entraría Irlanda, al asumir los problemas de su banca. Y hablaríamos también de Portugal. De nuevo, ¿qué cuál es el Problema de Portugal? Que sus finanzas públicas pueden no ser sostenibles en el futuro, en un escenario de bajo crecimiento. La elevada deuda, privada y pública. Que el coste de su financiación, privado y público, es inasumible en un contexto de bajo crecimiento económico. Que mantiene una elevada dependencia del ahorro exterior, producto de su baja competitividad. Al final, este es el problema de fondo de este bajo crecimiento. El crecimiento potencial es producto de la suma del factor demográfico, de la inversión y de la productividad. La economía portuguesa presenta importantes déficits en los tres factores anteriores, lo que determina su baja competitividad y de nuevo sus bajas expectativas de crecimiento. Hasta el momento, los sucesivos gobiernos han sido incapaces de tomar medidas que mejoren el crecimiento potencial de forma que el desapalancamiento de los diferentes agentes económicos no sea traumático. De hecho, ha ocurrido todo lo contrario combinando la recesión de la economía con mayor acumulación de deuda.

Los problemas estructurales de la economía portuguesa se han desarrollado en un pasado del Euro donde la existencia de importantes desequilibrios en las balanzas exteriores nacionales no suponía el mayor problema si el conjunto se mantenía en equilibrio. El déficit de ahorro de una economía se financiaba con el exceso de ahorro del resto, sin cuestionarse en ningún momento la posibilidad de un impago dentro del área. De hecho, las autoridades europeas aún defienden que dentro de la zona no se producirán impagos en la deuda pública. ¿Tiene sentido? Al final, no siendo una zona «de transferencias» entre países (las autoridades alemanas lo repiten sin cesar), obliga a que aquellos con déficits en las balanzas de pagos los corrijan a través de ajuste económico y caída de precios internos. Un camino más largo que la mera depreciación de la moneda, aunque también más correcto y saludable a medio y largo plazo. Pero, natural-

mente, mucho más costoso a corto. Este es parte del coste que le ha pedido el triunvirato (EU+FMI+ECB) al Gobierno portugués como contrapartida del paquete de rescate a que accedió en mayo por 78 bn. Euro. ¿El resto? Proceder a un ajuste de las finanzas públicas. La combinación de un ajuste fiscal y estructural ha costado una dimisión de un gobierno, elecciones anticipadas y ahora más tarde un consenso entre los principales partidos políticos. Y sin embargo el mercado duda de que todo esto sea suficiente para evitar en el futuro una quita en la deuda pública. De hecho, nosotros mismos consideramos que en algún momento se debe considerar la combinación de ajuste fiscal y económico, al mismo tiempo que una reestructuración de la deuda. Pero esta no tiene por qué conllevar una quita, especialmente en el caso de Portugal. De cualquier forma, no consideramos que pueda incluso hablar de esta posibilidad antes de se inicie la andadura del ESM a partir de 2012.

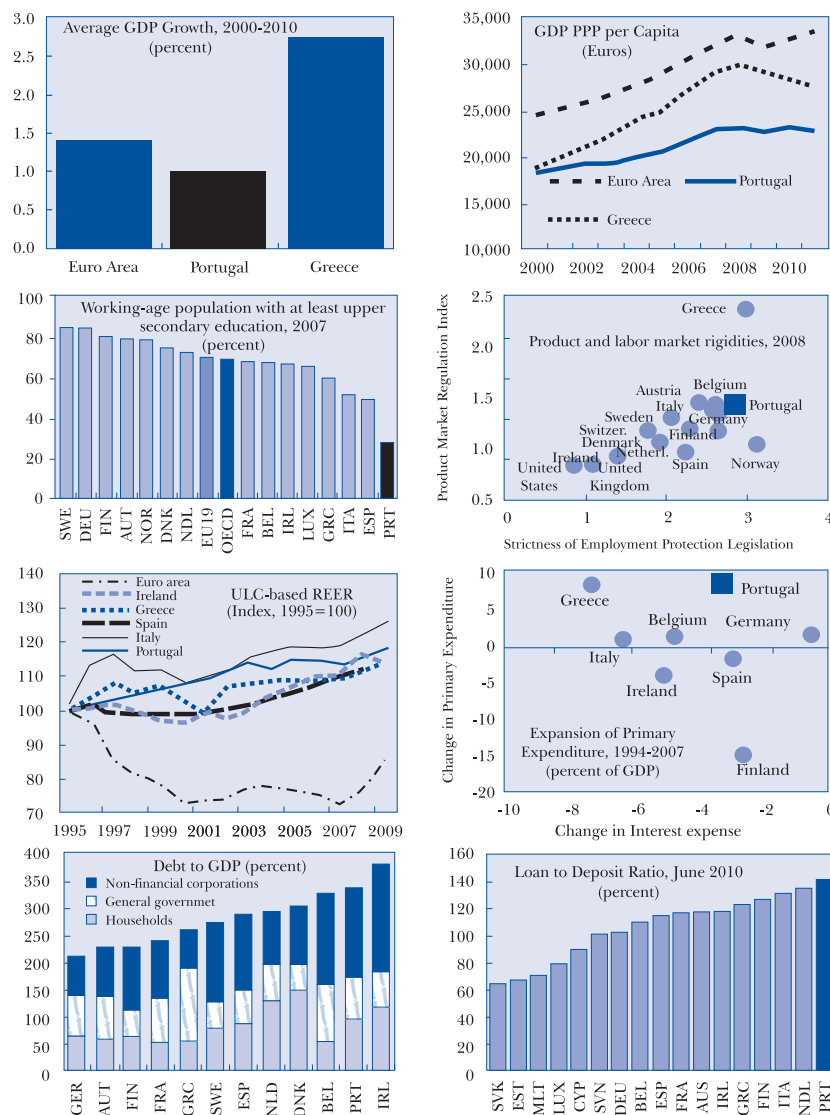
En los dos últimos años el Banco de Portugal ha sido especialmente incisivo al advertir de los riesgos sobre la economía portuguesa derivados de excesos pasados. Pero la frontera entre advertir de los peligros y minar la confianza del mercado no es tan amplia. Ganar la confianza del mercado puede tardar mucho tiempo; perderla puede llegar a ser inmediato. La Crisis del Euro es también una crisis de confianza. Una Crisis que mal manejada se puede retroalimentar, como realmente ha ocurrido. ¿Se podía haber dejado que Grecia quebrara a principios de 2010? Probablemente. La opción alternativa habría sido resolver su Problema de solvencia inyectado dinero y asegurando el cumplimiento de los ajustes obligados por el Programa de asistencia. Finalmente algo que se ha hecho, pero de una forma tan titubeante que ha dejado en el aire la consistencia de este mecanismo de solidaridad. La EMU ha tenido que desarrollar nuevos instrumentos, como son el EFSF y el ISM, pese a que el Tratado de adhesión prohibía explícitamente el rescate de los países en situación de insolvencia. Obligado por un desequilibrio entre las potenciales pérdidas en caso de no asistencia y el coste de aplicarla, los países han optado al



final por esto último convirtiendo de esta forma la Crisis de Grecia en una Crisis Europa con el riesgo de que se convierta finalmente en una Crisis del Euro. ¿Qué diferencia hay? Cuestionar la supervivencia de la Moneda Única tendría un coste difícil de asumir incluso para los países que ahora actúan de bechmark en la zona. Al final, a regañadientes, se han ido tomando medidas en teoría para fortalecer al Euro pero que en la práctica han convertido en

sistémica la Crisis de solvencia de un país pequeño. Cuando los países centrales (como contrapartida de los periféricos) piden austeridad para los países ahora cuestionados olvidan que para el mercado la clave ya no es la falta de competitividad o el elevado desequilibrio de las finanzas públicas como las posibilidades de que el país en cuestión recupere la senda de crecimiento. En un entorno internacional cada vez más complejo.

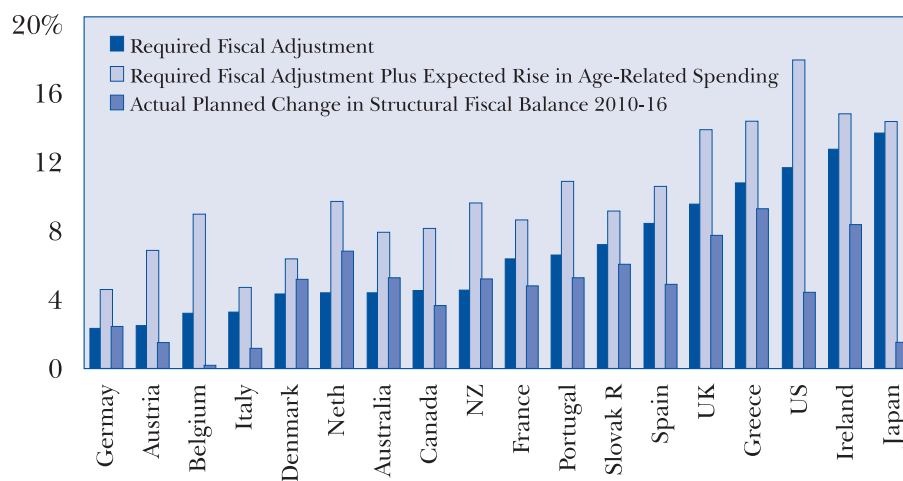
**FIGURA 1. BACKGROUND TO THE PROPOSED PROGRAM**



Sources: IMF; World Economic Outlook, OECD; Eurostat; and IMF staff calculations.

Veamos algunos números en el caso de Portugal. Considerando el ajuste fiscal total exigido al país en los próximos cuatro años equivalente a casi 10 puntos del PIB, al mismo tiempo que un coste de financiación en el mejor de los casos equivalente al 3.5 % (y esto partiendo de que el coste de financiación para Grecia aprobada en la Cumbre Europea de julio sea extrapolable al resto de los países «rescatados»), es muy difícil que se impida un mayor deterioro de las cifras de deuda pública en estos momentos en niveles del 90 % del PIB. Además, el tamaño del sector público empresarial cuya deuda no está consolidada supone un 17.4 % (un 40 % garantizada por

el estado. Nosotros esperamos que la deuda pública portuguesa supere el 140 % del PIB en 2014.... en el mejor de los escenarios posibles. La tentación política por el default y la reestructuración de la deuda será enorme en el futuro. Considerando que casi el 40 % de la deuda total es el préstamo desde el FMI/EFSE, sólo una quita equivalente al 45 % podría reducir el tamaño de la deuda hasta un 80 % del PIB. ¿Será evitable esta quita en el futuro? El FMI y las autoridades europeas así lo consideran. No seré yo el que les lleve la contraria. Aunque admitirán que no será fácil evitarlo.

**FIGURA 2.**


Mirando el gráfico anterior, extraído de un informe del FMI, la conclusión es evidente: aún siendo un ajuste importante el exigido, puede ser insuficiente a medio plazo. Claro, siempre nos quedará el consuelo de la difícil situación que atraviesan otros países desarrollados. Un triste consuelo.

### LA ECONOMÍA PORTUGUESA: MÁS QUE UN PROBLEMA DE COMPETITIVIDAD

Como diría el FMI, «Portugal sufre importantes problemas estructurales incluyendo baja produc-

tividad, débil competitividad y elevada deuda que suponen una importante restricción para su crecimiento potencial».

Desde la incorporación al Euro en 1995 la economía portuguesa ha ido acumulando importantes desequilibrios. Los bajos tipos de interés han favorecido el desarrollo de los sectores no comercializables, una importante apreciación del tipo de cambio efectivo real y un deterioro de la balanza de pagos al mismo tiempo que un creciente déficit público y deuda. La caída de la tasa de ahorro interno ha aumentado su dependencia de la financiación exterior, insoportable en un



momento como el actual de crisis de confianza de los mercados. La combinación de débil crecimiento económico, fragilidad y deterioro de las finanzas públicas y necesidad del ahorro exterior se ha convertido en una trampa de difícil salida sólo con decisiones de política económica interna. Pero las autoridades europeas han sido superadas por los acontecimientos, lo que ha agravado el problema de aversión al riesgo. La eficiencia de los mecanismos de ayuda financiera tampoco ha sido elevada, considerando tanto el tamaño del EFSF como su escasa flexibilidad. De acuerdo: Portugal tiene importantes cuestiones que solucionar, aunque el desarrollo de la Crisis en el último año y medio no ha hecho otra cosa que acentuarlos y agravarlos.

Según el FMI, el tipo de cambio efectivo real utilizando la relación de coste laboral unitario se ha apreciado más del 20 % desde 1995, producto de un aumento relativo de los salarios del 19 % y una fuerte desaceleración en la productividad laboral. Como dije antes, el importante aumento de los beneficios de los sectores no comercializables ha ido en detrimento de la competitividad del resto de los sectores y al final se ha materializado en un persistente deterioro de la balanza exterior. El déficit de la balanza corriente podría acercarse al 10 % del PIB en 2010, lo que contrasta con la importante desaceleración de la economía que este año se mantendría en el mejor de los casos con ligeros recortes. La realidad es que, pese al fuerte crecimiento de las exportaciones, es la resistencia a la caída de las importaciones la que determina el continuo deterioro de la balanza exterior.

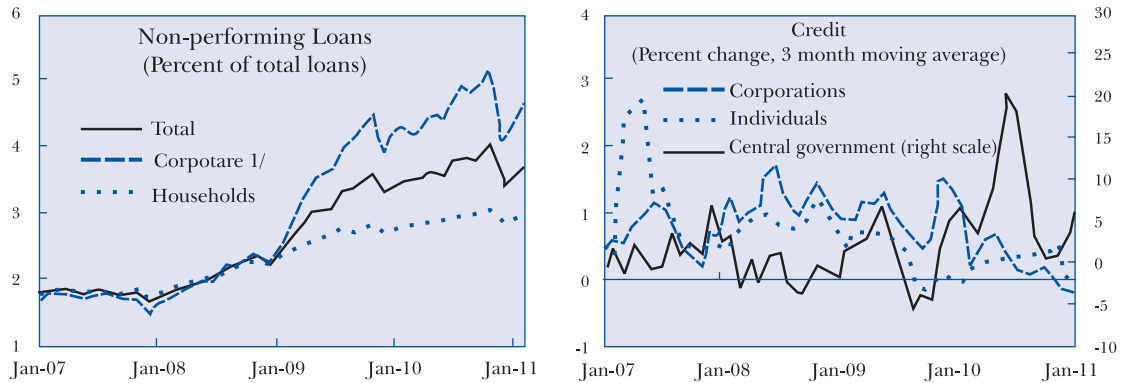
El importante descenso en los tipos de interés tras la incorporación en el Euro no fue utilizado por las autoridades portuguesas para profundizar en el saneamiento de sus finanzas, quizás todo lo contrario. El deterioro de las finanzas públicas queda reflejado en un importante crecimiento del déficit primario equivalente a casi ocho puntos del PIB, explicado por los beneficios sociales y de sanidad. Pero para muchos la inquietud sobre la evolución de las finanzas públicas es mucho mayor si consideramos a las empresas públicas y aquellas compañías que

resultan de la colaboración privada-pública. El déficit público podría superar este año el 10 % del PIB, cuando su mejora en 2009 fue explicada por un factor excepcional como la transferencia del Fondo de Pensiones de Portugal Telecom equivalente al 1.6 % del PIB.

La relación entre la banca y el sector público es demasiado estrecha en los países desarrollados para no contemplarlos como un todo. Y Portugal no supone ninguna excepción. Dicho esto es importante aclarar que Portugal no ha sufrido una burbuja hipotecaria. Pero la banca portuguesa presenta el mayor ratio de préstamos sobre depósitos de la zona Euro. El deterioro de las condiciones de financiación en los mercados ha obligado al ECB a actuar asegurando su liquidez (en estos momentos supone el 9 % del total de activos). Pero la conjunción de deterioro económico, altos costes de financiación y las propias expectativas de deterioro en la cartera de títulos públicos ha obligado a aumentar su base de capital en condiciones, como he dicho antes, muy complicadas. En estos momentos se estima que el ratio de capital Tier 1 del 8.3 %, por encima de niveles mínimos obligatorios, pero por debajo de la media soportada por la banca europea. El ratio de impagados crece rápidamente, en estos momentos en niveles del 5 % para las empresas y del 8 % para el crédito de consumo.

¿Qué cabe esperar en esta situación de la evolución del crédito interno? La caída del crédito bancario tanto a empresas (supone el 50 % del acceso a la liquidez) como familias se reduce en lo que llevamos de año entre un 2/3 %. Pero con costes que a medio plazo suponen tipos de interés inasumibles en un entorno de estancamiento económico. La deuda total del sector privado se estima en niveles del 260 % del PIB, con una deuda neta por encima del 100 %. Las empresas mantienen una deuda bruta del 140 % del PIB. De nuevo, la diferencia, positiva, con otros países del entorno es que su garantía es más sólida al no haber sufrido una burbuja de la vivienda. Aunque el escenario de bajo crecimiento no garantiza que estos activos no lleguen a infravalorarse.



**FIGURA 3. ASSET QUALITY AND CREDIT GROWTH**

Sources: Banco de Portugal; and IMF staff calculations.

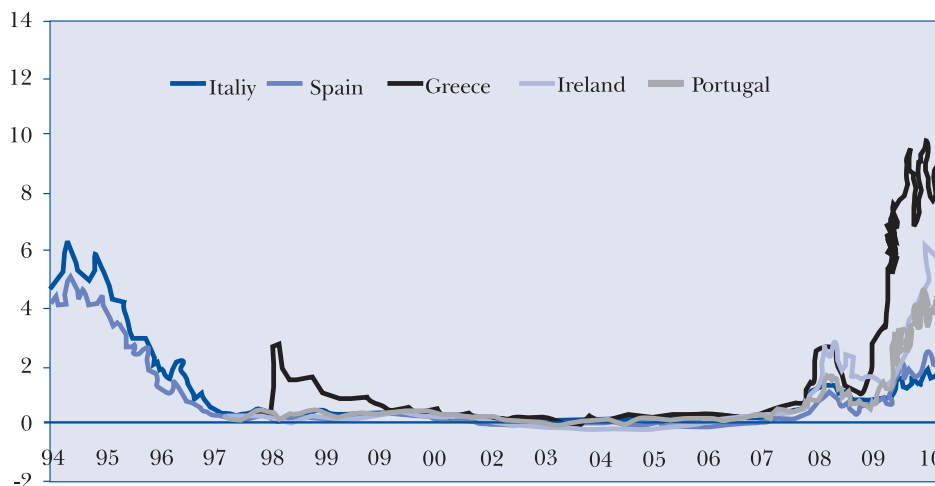
1/The break in the series in December 2010 is the result of a reclassification of NPLs of state-owned enterprises.

Al final, todos estos problemas estructurales de la economía portuguesa se han traducido en un práctico estancamiento económico con un crecimiento promedio desde el año del 2000 del 1.0 %, ampliando su diferencial en nivel de renta per cápita con respecto a la media europea. Falta de competencia, rigidez económica y de mercados (especialmente el mercado de trabajo), crecientes costes con un sector protegido no comercializable marcando la pauta salarial al resto. Muchos problemas para una economía con falta

clara de liderazgo de sectores competitivos y una clase política incapaz de llevar delante de forma solidaria las reformas que el país precisa.

#### ¿POR QUÉ AHORA Y NO ANTES?

Me hago una pregunta de forma recurrente en los últimos meses: ¿hubiéramos pasado por esta Crisis si hace un año y medio Grecia se hubiera declarado en default?

**FIGURA 4. 10Y-GOVERNMENT BOND SPREADS (PERCENT VS BUNDS)**

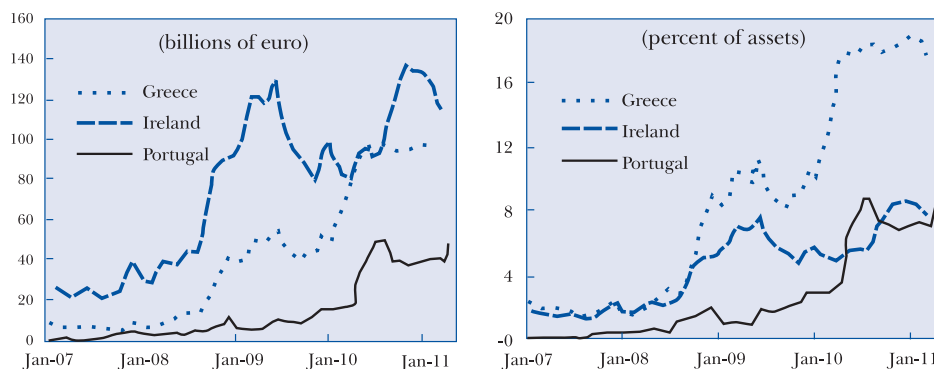


Aunque, quizás realmente lo necesario hubiera sido un mensaje contundente en aquel momento desde Europa rechazando esta posibilidad. Claro, pero poniendo de forma simultánea las condiciones para convencer al mercado de que esto sería así. Por el contrario, hemos vivido (aún lo sufrimos) un escenario dominado por la ambigüedad en los mensajes. Soluciones parciales de última hora, siempre insuficientes. Un escenario con posturas políticas dominadas por necesidades domésticas y no tanto europeas. Así, se aceptó desde el principio que la Crisis de Grecia no era europea para más tarde, una vez agravada, desdecirse. Y tras admitirlo, comenzar a valorar también que en el fondo es una Crisis del Euro. Precisamente en esta parte del Proceso es donde entra en consideración el rescate de Irlanda en un principio y el de Portugal después. Una ayuda financiera insuficiente que no pone freno al efecto contagio de la desconfianza. Falta crecimiento, pero ¿cómo puede asumir el sector privado de estos países una continua espiral en el coste de financiación? Ninguno de estos países se declarará en default, se repite. Pero las palabras son insuficientes ante una espiral destructiva de los mercados. ¿Queda en este punto superada la Crisis? En absoluto.

Al final, Portugal e Irlanda son dos ejemplos de países con problemas de liquidez originados ante la desconfianza sobre la solvencia en el futuro. Ambos han tomado medidas para reconducir el déficit público, aunque la debilidad de sus econo-

mías puede poner en entredicho la rigidez de las medidas restrictivas en política fiscal. Como ven, una crisis que se retroalimenta. Pero, ¿una Crisis con solución? Hace tiempo que ya he asimilado que la Solución parte de una combinación de medidas de ajuste fiscal, soporte financiero de sus socios financieros y mucho tiempo. También de medidas extraordinarias para limitar o directamente combatir el pánico de los mercados. El pánico lleva a la irracionalidad, cuando el miedo conduce a la cautela racional. Ya hemos tenido muchos ejemplos en los últimos meses de la dificultad para combatir el pánico de los inversores. Lo fundamental es ir por delante del mercado, no reaccionar a posteriori y de forma limitada. Si esperamos a que la racionalidad retorne a un mercado ahora dominado por el pánico puede ser muy elevado. Antes de acceder al Paquete de rescate internacional, el riesgo país de Portugal había ascendido a más de 650 p.b. sobre el bund alemán. Además, el Tesoro portugués obligado por un progresivo deterioro en los mercados se ha visto obligado sesgar su financiación en el corto plazo y emisiones privadas. Simplemente llegó un momento en que la desconfianza se tradujo en una evidente dificultad para financiarse: no era ya una cuestión de precio. Mientras, la banca portuguesa tuvo que recurrir al ECB en busca de financiación por una cifra cerca a los 50 bn. EUR ya a finales de abril equivalente al 9.0 % de su PIB. Por cierto, tras el rescate el riesgo país siguió evolucionando al alza hasta superar los 1000 p.b. ¿Qué ha fallado?

FIGURA 5. ACCESS TO ECB FINANCING

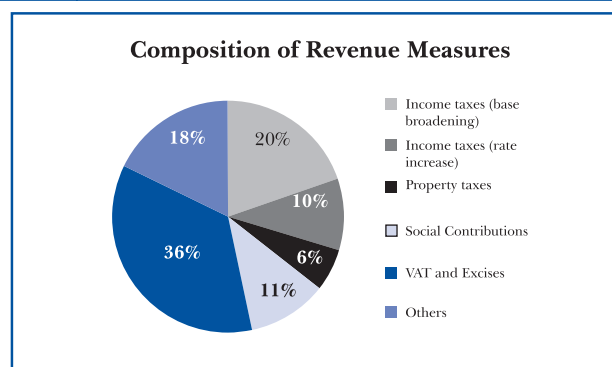
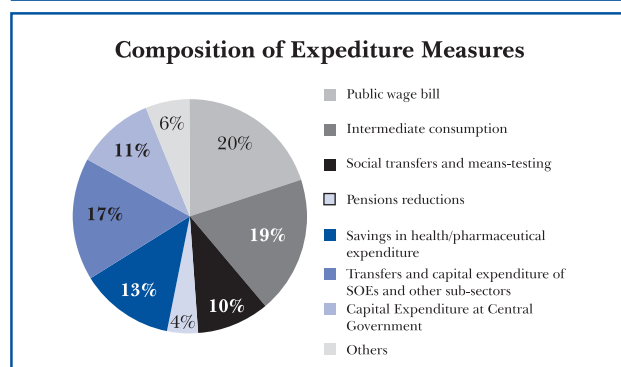


Sources: Banco de Portugal; and IMF staff calculations.



**FISCAL ADJUSTMENT MEASURES, 2011-13 (PERCENT OF GDP)**

Fiscal Adjustment Measures, 2011-12 (Percent of GDP)				
Measures (in percent of GDP)	2011	2012	2013	Total
<b>Revenue</b>	2.0	0.9	0.5	3.4
Income Taxes	0.4	0.3	0.3	1.0
VAT	0.8	0.2	0.0	1.0
Social Contributions	0.3	0.1	0.0	0.4
Excise taxes	0.0	0.1	0.1	0.2
Property taxes	0.0	0.1	0.1	0.2
Other (incl. tolls, capital revenue)	0.5	0.1	0.0	0.6
<b>Expenditure</b>	3.7	2.1	1.4	7.2
Wage bill	0.9	0.3	0.2	1.4
Intermediate consumption	0.5	0.4	0.4	1.3
Pensions cut	0.0	0.3	0.0	0.3
Social Transfers	0.6	0.0	0.1	0.7
Savings in health/pharmaceutical expenditure	0.3	0.3	0.3	0.9
Savings/transfers to SOEs, Funds, and local/regional governments	0.6	0.5	0.2	1.2
Investment	0.3	0.3	0.2	0.8
Other	0.4	0.0	0.0	0.4
<b>Total</b>	5.7	3.0	1.9	10.6



Source: National Authorities; and IMF staff calculations.

Pero, tras todo lo anterior no se equivoquen: los excesos de los mercados se producen por qué existe un caldo de cultivo propicio para ello. En nuestro caso, el modelo del Euro presentaba (hablo en pasado) importantes deficiencias que deben ser corregidas. Los problemas de solvencia no deben confundirse con los problemas de liquidez; pero esto no significa que podamos olvidarnos de que estos problemas de solvencia de algunos sectores públicos de países del Euro realmente existen. En presente y en futuro. Y los problemas de liquidez pueden llevar en el futuro

pueden llevar a problemas de solvencia. Combatirlos se ha convertido en una condición necesaria para superar la Crisis. La condiciones suficiente pasa por asistencia financiera y mayor control económico europeo que permita que se recupere la confianza perdida.

**RESCATE EUROPEO (Y DEL FMI)**

Como dije al principio, el Problema de Portugal no es de solvencia. Pero si no se ponen las medi-



das adecuadas, combinando el imprescindible ajuste fiscal con otras destinadas a aumentar su crecimiento potencial, podría llegar a serlo en el futuro. Y los mercados viven de descontar el futuro. Otra cuestión es el contagio de desconfianza ante la Crisis de Grecia no «reconducida» (solucionarla es muy complicado a corto plazo).

El 5 de mayo de 2011 se anunciaba el acuerdo por el FMI y la Unión Europea para proporcionar a Portugal un paquete financiero conjunto de 78 bn.Euro durante los tres siguientes ejercicios. La contribución desde el FMI se estimaba en 26 bn. bajo el Extended Fund Facility. El tercer miembro de la zona Euro, tras Grecia e Irlanda, en acceder a la ayuda de la Institución Supranacional (y del resto de sus socios europeos).

En definitiva, los elementos del Programa eran concretados por el FMI en los siguientes bullet points:

- Una estrategia conjunta y equilibrada política centrada en aplicar reformas estructurales para impulsar el crecimiento, adoptando una política fiscal de estabilización (soportada por reformas estructurales fiscales) al mismo tiempo que se salvaguarda la estabilización financiera y se previene el riesgo de credit crunch.
- La política fiscal requiere un equilibrio entre recuperar la credibilidad y la estabilización de la deuda pública, al mismo tiempo que se busca limitar un impacto adverso en el crecimiento.
- La resistencia del sistema financiero se verá reforzada incrementando los requerimientos de capital, a través de mecanismos del mercado, pero soportado por parte de los fondos aportados en el Programa. Al mismo tiempo, se reforzarán los mecanismos de acceso a la liquidez del Sistema.
- Las medidas estructurales enfocadas en el crecimiento incluyen un aumento de la

competencia, la reducción de los costes laborales, aumento del empleo y de la productividad

- Se produce un acuerdo de los principales partidos políticos para alcanzar los objetivos y las medidas precisas para alcanzarlos dentro del Programa

¿Compromete el FMI su credibilidad con el objetivo de combatir la Crisis de deuda europea? Para muchos Portugal, al igual que Grecia e Irlanda, no podrán evitar una declaración de quiebra y necesaria quita de la deuda pública en el futuro. Para el FMI el Programa aplicado de forma estricta, pero también flexible en términos de combinar una mejora en las expectativas de crecimiento con el ajuste fiscal, puede evitar este default ya descontado por el mercado. El mercado, a través de la prima de riesgo, se convierte en un estricto juez pero que ya tiene un veredicto. Y como una profecía autocumplida, la incapacidad para reducir la prima de riesgo supone una amenaza evidente para la recuperación en términos de la financiación del sector privado. La prima de riesgo no es sólo el sobrepago a pagar por el sector público cuando busca financiación en el mercado (por cierto, limitada financiación partiendo del propio Programa), cuando marca un suelo en el precio de la financiación del resto de los agentes económicos en el país en cuestión. Su continua subida supone tanto un indicador de desconfianza que reduce el acceso a fondos en el mercado tanto en términos de precio como de cantidad, como un factor que retroalimenta la inestabilidad. Y estamos hablando de economías cuya recuperación ya es limitada por el propio ajuste fiscal impuesto en el Programa financiero. Los líderes europeos han tratado en la Cumbre excepcional de julio de poner un límite a este círculo vicioso entre el mercado y la economía. Pero el desfase en su implementación, a través de la compra de deuda en secundario desde el EFSF, ha vuelto a ser un caldo de cultivo propicio a la desconfianza. Sigue siendo necesario que las autoridades, políticas y el ECB, vayan por delante del mercado y no respondiendo a sus demandas

hasta el momento nunca totalmente satisfechas. Ahora el debate se ha centrado sobre la posibilidad de aprobar la creación de Eurobonos que conlleven un paso más significativo hacia una unión monetaria y fiscal. Para algunos, esta sería la solución del Problema. Para otros, resultaría un coste elevado para los países que han aplicado políticas estrictas en política económica al mismo tiempo que no supondría garantía sobre el cumplimiento del ajuste fiscal del resto. Al final, para estos últimos, la emisión de Eurobonos es la culminación de un proceso de convergencia fiscal y no un atajo para lograrlo.

Volviendo a Portugal, un alto cargo del FMI ha reiterado la necesidad de que el Programa de ajuste sea profundo pero también flexible. Que se evite un rápido ajuste fiscal y desapalancamiento del sector financiero. Ir demasiado rápido en ambos objetivos, dice, podría provocar un

mayor deterioro de la economía mucho antes de que las medidas estructurales cumplan con su objetivo de mejorar las expectativas de crecimiento y aumentar su tasa potencial. Sin la ayuda financiera conjunta europea y del FMI la ortodoxia llevada a extremo del mercado habría forzado un ajuste fiscal más rápido y contundente llevándose la economía a una recesión profunda y estancamiento posterior. Ganar competitividad no sólo es cuestión de un ajuste de precios, pero si no hay alternativa, la deflación y estancamiento podría convertirse en el escenario más probable para Portugal en los próximos años. Esto es lo que se ha pretendido evitar con el Programa financiero. Ahora está por ver que las autoridades portuguesas lo implementen. Y que con ello convengan al mercado (o a sus socios europeos) de que sigan apoyando al País.

**TABLA 2. PORTUGAL: SELECTED MACROECONOMIC INDICATORS, 2009-2016**

Portugal: Selected Macroeconomic Indicators, 2009-2016								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	(in percent of GDP, unless otherwise indicated)							
Real GDP (percent change)	-2.5	1.3	-2.2	-1.8	1.2	2.5	2.2	2.0
Consumer prices (percent change)	-0.9	1.4	3.5	2.1	1.4	1.5	1.5	1.6
Unemployment rate (percent)	9.6	11.0	12.1	13.4	13.3	12.0	10.8	9.8
General government balance	-10.1	-9.1	-5.9	-4.5	-3.0	-2.3	-1.9	-1.8
General government debt	83.0	93.0	106.4	112.2	115.3	115.0	112.9	111.0
Current account balance	-10.9	-9.9	-9.0	-6.7	-4.1	-3.4	-2.7	2.2
Net IIP	-110.4	-107.5	-116.9	-123.3	-123.4	-121.4	-119.0	-116.4

Sources: Authorities and staff calculations.

Tras la aprobación del Programa las autoridades portuguesas han tenido que aplicar ajustes adicionales en el presupuesto para cumplir con el objetivo de reducir el déficit público hasta el 5.9 % del PIB este ejercicio desde el 10 % del año pasado. El último, la reducción de la paga extra a los funcionarios y aumento del impuesto sobre gas e hidrocarburos hasta el 23 % desde el 6 % anterior. El mayor deterioro económico sobre lo previsto

deja la puerta abierta a nuevas medidas, si fueran precisas, con el objetivo último de alcanzar un déficit del 3.0 % en 2013. La primera revisión de las medidas de ajuste por el FMI finalizado en agosto ha sido positiva, dejando la puerta abierta a una nueva entrega de otros 11.5 bn. EUR (4 bn. desde la Institución Supranacional) en septiembre. Hasta el momento ha accedido a 20 bn. de los fondos aprobados inicialmente por 78 bn.



## ¿Y EL FUTURO?

Hay distintas posiciones entre los economistas al aventurar la evolución de la Crisis de deuda pública en Europa. Algunos, como es el caso del inversor Soros, defienden que la mejor opción es la salida de algunos países y la mayor (o total) integración fiscal del resto. ¿Adivinan que países deberían salir del Euro de acuerdo a Soros? Grecia y Portugal. Otros, en el caso extremo, consideran que la combinación de ajuste fiscal y económico, en un escenario de creciente integración fiscal, será suficiente para que Portugal pueda reconducir su situación en el futuro. ¿Y Grecia? Esta es una cuestión diferente. En el fondo, la posición media del mercado se centra en la reestructuración futura (flexible o estricta, en este último caso con quita) de la deuda en los tres países ahora «rescatados» imprescindible para reconducir la situación. Al final, hay pocos que aún cuestionen la «solidez política» detrás de la supervivencia del Euro. Bajo la máxima de que las cosas deben empeorar para mejorar, la Crisis está sirviendo para superar las trabas existentes en una unión monetaria eficiencia comenzando por la coordinación fiscal y real control europeo de los desequilibrios nacionales. La contrapartida pasa por mayor solidaridad, un traspaso de confianza de los países más solventes a los países ahora cuestionados. ¿Será suficiente para superar la Crisis? Necesitamos tiempo para implementar las medidas fiscales que faciliten una sólida recuperación económica.

En el caso de Portugal, este tiempo necesario debe llevar a eliminar el gap ya estructural entre la demanda interna y la producción. Precisamente un desequilibrio que se ha acentuado tras la incorporación de Portugal al Euro en 1995 y la puesta en circulación de la moneda europea en 1999. Según la Comisión Europea, la competitividad de una economía supone la habilidad para proveer a sus ciudadanos con sostenible crecimiento de sus condiciones de vida y acceso al trabajo para aquellos que quieren trabajar. Incorpora conceptos como la productividad, la calidad de los productos, la capacidad de adaptación y la propia regulación. Naturalmente, la capacidad de competir se refiere también a la relación de precios, en términos de coste laboral y precios finales. Al final, Portugal necesita crecer. Un crecimiento que debe ser compatible con el duro ajuste fiscal previsto. A corto plazo, objetivos contradictorios. A medio y largo plazo, objetivos compatibles.

## BIBLIOGRAFÍA

- Informe Mensual del Banco Central de Portugal; Verano 2010.
- Request for a three year arrangement under the Extended Fund Facility. FMI; junio 2011.
- Informe de Estabilidad financiera. FMI; 2010/2011.
- Informe Anual 2010/2011. BIS; junio 2011.



# LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA Y PRIVADA ESPAÑOLA: UNA VISIÓN MACROECONÓMICA

José Luis Feito\*

El propósito de este artículo es analizar la dinámica de la deuda exterior neta española, esto es, de la suma de la deuda pública y privada menos los activos financieros de uno y otro sector, y derivar las medidas económicas necesarias para asegurar su sostenibilidad. En la primera sección se ilustra la importancia decisiva del nivel de deuda exterior neta en proporción al PIB y de su evolución esperada en la determinación de los costes financieros de la economía. En la segunda sección se muestra la raíz del elevado endeudamiento exterior de nuestra economía y se exploran las posibles sendas de evolución del mismo a partir de una simple ecuación de la dinámica de dicha deuda. Finalmente, en la última sección se enumeran las medidas esenciales de política económica que se deberían adoptar para asegurar la estabilización primero y la reducción después del ratio deuda exterior neta/PIB.

## 1. DEUDA EXTERIOR NETA Y COSTES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La elevada deuda acumulada conjuntamente por los sectores públicos y privado en proporción a sus activos financieros es la fuente principal de la severa restricción de financiación que padece la economía española. Cuando la suma de la deuda

contraída por el sector privado y por el sector público en un año determinado supera la adquisición anual de activos financieros por dichos sectores, la suma de la formación bruta de capital por el sector privado y del déficit público supera el ahorro del sector privado. Dicha diferencia, que constituye el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, se ha de cubrir mediante una importación de ahorro exterior con el consiguiente aumento de la deuda exterior neta del país.

El cálculo de la sostenibilidad de la deuda exterior neta del país es el ejercicio fundamental que efectúan los mercados financieros y las agencias de calificación para medir el riesgo de prestar al país en cuestión y consiguientemente es el principal determinante de las diferencias entre los tipos de interés de los distintos prestatarios dentro de un área monetaria. Por tanto, para juzgar la solvencia financiera de un país tiene poco sentido económico analizar aisladamente la deuda del sector público o la del sector privado. Este fue precisamente uno de los graves errores cometidos por nuestras autoridades económicas en la gestión de la crisis de 2008: pensar que el relativamente bajo nivel del endeudamiento del sector público permitía tolerar abultados déficit presupuestarios, ignorando la vulnerabilidad que entrañaba el elevado nivel y rápido crecimiento de nuestra deuda exterior neta.

Así pues, el nivel de la deuda exterior neta en proporción al PIB y su evolución esperada son las

---

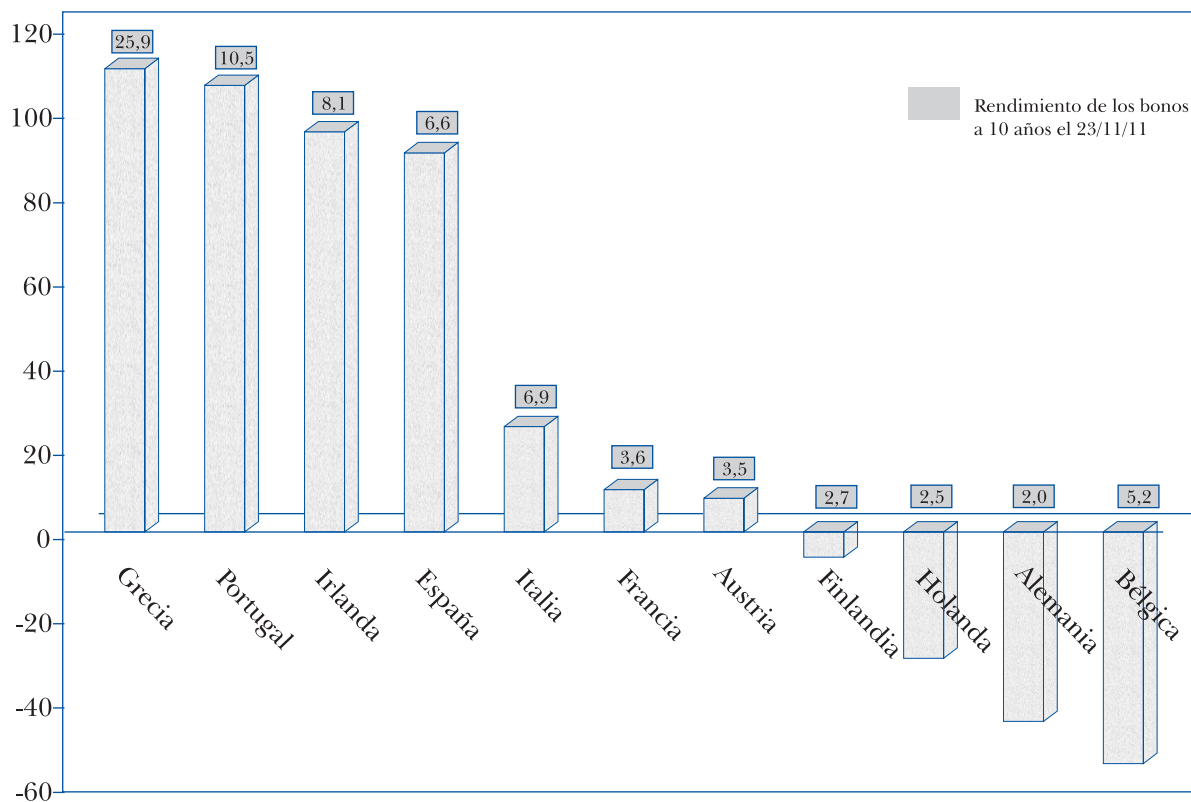
\* Presidente del Instituto de Estudios Económicos.



variables que mejor explican las primas de riesgo de los países europeos y, por ende, sus condiciones de financiación. El cuadro 1 recoge, ordena-

das de mayor a menor, las cifras de la deuda exterior neta en % del PIB correspondientes a los principales países de la eurozona.

**CUADRO 1.- DEUDA EXTERIOR NETA EN % DEL PIB EN 2011**



*Nota: Las cifras negativas indican una posición internacional acreedora neta.*

*Fuente: Eurostat y elaboración propia.*

Aunque no se incluyen en el cuadro 1 los rendimientos anuales medios de la deuda pública a corto y largo plazo en los países seleccionados, el lector interesado podrá constatar que la correlación positiva entre dichos rendimientos y los niveles medios de deuda exterior neta desde la crisis del euro es prácticamente del 100%. A título ilustrativo, en el cuadro 1 sí se incluyen los rendimientos de los bonos a 10 años de los países de la eurozona a finales de Noviembre, un periodo de volatilidad especialmente elevada en el mer-

cado de la deuda pública europea. La estructura de primas de riesgo que recoge el cuadro 1, con valores variables pero esencialmente con la misma ordenación entre países, refleja el comportamiento de los mercados de deuda soberana europea desde la acentuación de la crisis del euro en el verano de 2011 hasta el momento actual. Estos datos indican claramente que la prima de riesgo, y con ella el coste de financiación de los países de la eurozona, viene determinada por el nivel de la deuda exterior neta en proporción al





PIB y por las expectativas de evolución de dicha variable. Estas expectativas, a su vez, dependen esencialmente de las posibilidades de control de la deuda y de crecimiento económico que los mercados asignen a cada país. La influencia de estas expectativas en la determinación de las primas de riesgo explica porqué Italia y Bélgica soportan tipos de interés sobre sus bonos superiores a los que se justificarían atendiendo únicamente a su posición de financiación internacional neta.

El papel que desempeñan el nivel y las expectativas de la evolución de la deuda exterior neta en la determinación del coste y demás condiciones de financiación de las economías europeas ha sido resucitado por la crisis internacional de 2008 y sobredimensionado después por la crisis del euro. La crisis económica internacional llevó a considerar como deuda exterior de cada país lo que antes se consideraba meramente deuda interna, cuando apenas se discriminaba entre los distintos riesgos soberanos. Con la crisis del euro, al descontar la posibilidad de quiebra de un país de la eurozona primero y del abandono del euro e incluso de la desaparición del euro después, las rentabilidades y diferenciales de los diversos bonos públicos de los países del euro se han disparado en dirección y monto proporcionales al nivel de la deuda exterior neta de cada país en relación con el tamaño de su economía. Es evidente que aún cuando en el futuro inmediato se disipen los temores sobre una ruptura parcial o total del euro, temores intensos y extendidos en el momento de escribir estas líneas, el nivel de la deuda exterior neta y las expectativas sobre su evolución continuarán siendo durante mucho tiempo los determinantes fundamentales de las condiciones de financiación de la economía española y de las restantes economías de la eurozona. Así pues, para relajar las condiciones de financiación que oprimen la economía española se han de cumplir dos requisitos. Ante todo, normalizar el funcionamiento del euro, despejando las dudas sobre su supervivencia. En segundo lugar, estabilizar primero y reducir después el nivel de nuestra deuda exterior neta en proporción al PIB. La primera cuestión no es objeto de este

artículo y la segunda se aborda en los epígrafes siguientes.

## **2. DINÁMICA Y SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EXTERIOR NETA**

En la primera sección de este epígrafe se analiza la relación entre la cuenta corriente de la balanza de pagos y el crecimiento económico desde la introducción del euro. El análisis baraja implícitamente los principales determinantes de la dinámica de la deuda exterior. En la segunda sección se explicitan estos determinantes y se establecen formalmente las condiciones de sostenibilidad de nuestra deuda exterior neta.

### **2.1. LA DEPENDENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DEL ENDEUDAMIENTO NETO EXTERIOR**

Antes de analizar las condiciones de sostenibilidad del ratio deuda exterior neta/PIB es conveniente examinar brevemente la dinámica de acumulación de deuda exterior que ha seguido nuestra economía. En el cuadro 2 se muestra la relación entre el crecimiento anual medio del PIB y el saldo anual medio de la balanza por cuenta corriente en proporción al PIB. Como se ha señalado anteriormente, el déficit (superávit) anual de la cuenta corriente de la balanza de pagos es el monto de aumento (disminución) de la deuda exterior neta en dicho año.

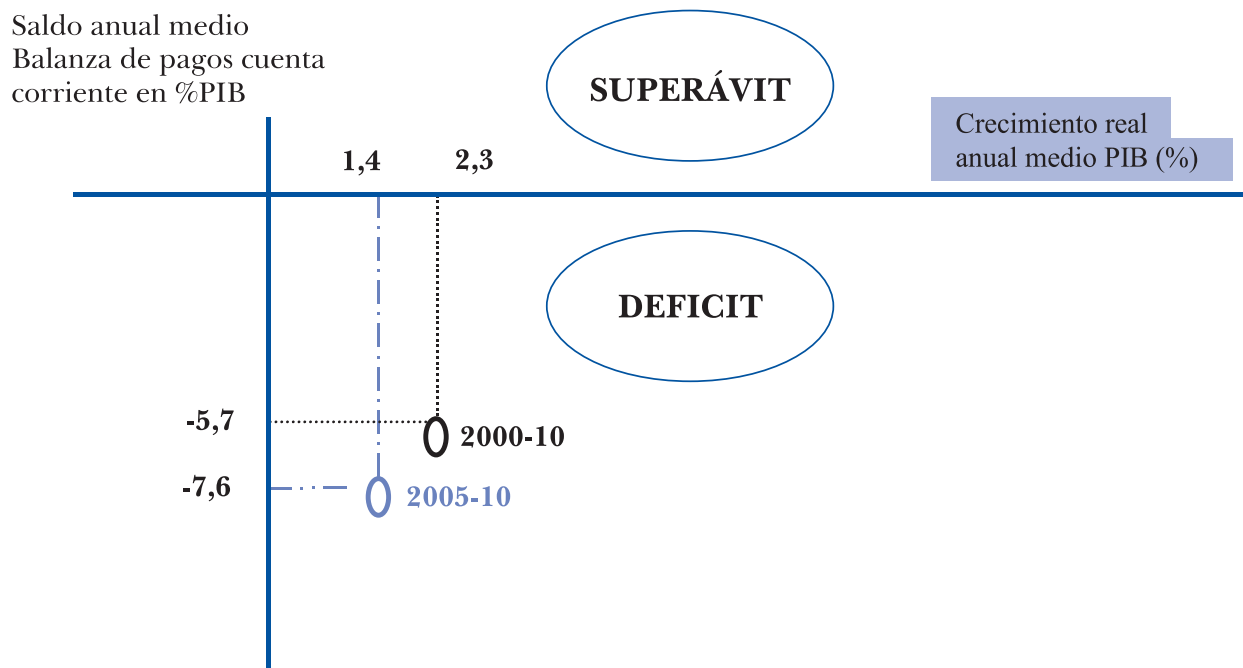
El cuadro 2 muestra claramente la fuerte dependencia de nuestro crecimiento económico del endeudamiento exterior, así como la intensificación de dicha dependencia durante el último quinquenio. Así, mientras que en el promedio del periodo 2000-10 para financiar un entero porcentual de crecimiento anual del PIB real necesitábamos importar ahorro exterior o aumentar la deuda exterior neta por un monto equivalente al 2,4% del PIB (el saldo del déficit por cuenta corriente en % del PIB), en el periodo 2005-10 por cada entero porcentual de crecimiento anual del PIB necesitábamos



aumentar nuestra deuda exterior neta por un 5,4% del PIB. Este multiplicador entre crecimiento económico y déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente permanece inaltera-

do en 2011, cuando con un crecimiento del PIB del 0,7% tendremos un déficit de balanza de pagos por cuenta corriente cercano al 4% del PIB.

**CUADRO 2.- BALANZA DE PAGOS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO**



Fuente: European Statistics. 2011.

Las mayores necesidades de endeudamiento exterior por unidad de PIB en estos últimos años obedecen a varios factores. En primer lugar, a las pérdidas de competitividad exterior acumuladas desde la entrada en el euro. En segundo lugar, al mayor peso en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos del servicio de la creciente deuda exterior y al no menos creciente peso de las remesas de emigrantes. Por decirlo en otras palabras, obedece a los crecientes pagos al exterior por la fuerte dependencia de nuestro crecimiento del capital y mano de obra importados. En tercer lugar, al notable deterioro de la relación real de intercambio provocado por el intenso aumento del precio del petróleo y otras materias primas desde la segunda mitad de la anterior década.

## 2.2. LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EXTERIOR NETA

Denominamos  $d = \text{DEN}/\text{PIB}$  al nivel de la deuda exterior neta en proporción al PIB nominal existente en un momento determinado. Suponemos que el monto del aumento de la DEN viene dado por el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente (de manera que suponemos que los posibles cambios en la valoración de activos y pasivos exteriores se compensan con el saldo de las transferencias de capital y el de la partida de errores y omisiones de la balanza de pagos). Suponemos también que el tipo de interés nominal que devengan los activos exteriores es igual al tipo de interés que se ha de pagar por el servicio de la deuda exterior bruta, siendo  $r$  el nivel de



dicho tipo de interés. El déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente lo podemos descomponer en la suma del déficit de la balanza comercial de bienes y servicios más transferencias corrientes, por un lado, más el saldo de los ingresos y pagos financieros asociados con la deuda neta existente, por otro (saldo éste último que según el supuesto precedente sería igual a  $r \times \text{DEN}$ ). De lo anterior se puede deducir el saldo del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, excluidos los rendimientos y pagos de la deuda neta exterior, necesario para estabilizar dicha deuda en su valor actual. Denominando  $Cc^*$  al cociente entre dicho saldo y el PIB nominal en un determinado año, y siendo  $\hat{P}IB$  el ritmo de crecimiento anual de esta variable, su valor vendría dado por la siguiente expresión;

$$Cc^* = \frac{(\hat{P}IB - r)}{1 + \hat{P}IB} \times d^* \quad (1)$$

De la expresión anterior podemos derivar orientaciones cuantitativas y cualitativas sobre las condiciones de estabilidad de la deuda exterior y sobre el esfuerzo de ajuste necesario para conseguir dicha estabilización. Ante todo, es evidente que el ajuste necesario para estabilizar la deuda exterior depende de la diferencia entre el crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés que se ha de pagar por dicha deuda (que hemos supuesto igual al que devengan nuestros activos exteriores). Si, por ejemplo, el crecimiento del PIB nominal es permanentemente inferior al tipo de interés, el ajuste del saldo exterior ha de tener la envergadura suficiente para generar un superávit del saldo  $Cc^*$  de la balanza de pagos por cuenta corriente excluidas las rentas financieras. Por ejemplo, si queremos estabilizar  $d$  en su nivel actual, cerca del 90%, con  $\hat{P}IB = 2,5\%$  y  $r = 4,5\%$ ,  $Cc^*$  sería negativo. Esto es, debería conseguirse un superávit de la balanza de bienes y servicios y transferencias corrientes cercano al 2% del PIB.

Para cualesquiera valores de los tipos de interés y del crecimiento del PIB, mientras el prime-

ro sea superior al segundo el ajuste será tanto mayor cuanto mayor sea el nivel de deuda externa neta en proporción al PIB (cuando mayor sea  $d$ ). Si el crecimiento del PIB nominal supera permanentemente el tipo de interés, bastaría un déficit  $Cc^*$  aproximadamente igual a dicha diferencia para estabilizar  $d$ . Si el crecimiento del PIB nominal y el nivel de los tipos de interés son similares, el nivel de deuda exterior neta no influye apenas en la determinación de  $Cc^*$ . La ecuación (1) justifica la importancia que los mercados conceden a las perspectivas de crecimiento del PIB. Si el país consigue adentrarse en una senda de crecimiento satisfactorio del PIB real y nominal, en cuyo caso este último sería por definición igual o superior al tipo de interés, no tendrá nunca problemas serios para ir pagando su deuda exterior en el transcurso del tiempo.

Ahora bien, cuando  $d$  es muy elevada, y en el caso de España la deuda exterior neta en proporción al PIB sólo es superada por la de Grecia, Irlanda y Portugal, los mercados pueden demandar no sólo la estabilización o la reducción de la deuda externa neta en proporción al PIB, sino una reducción de la deuda exterior neta. Para ello es necesario conseguir un superávit del conjunto de la balanza de pagos por cuenta corriente, sea cual sea la diferencia entre el crecimiento del PIB y el tipo de interés. Como mínimo, los países en esta situación no deben contentarse con estabilizar  $d$  sino con reducirla al mayor ritmo posible.

Teniendo en cuenta que el saldo de nuestra balanza comercial de bienes, servicios y transferencias arrojará un déficit cercano al 2% en 2011, el ajuste exterior necesario para estabilizar la deuda exterior es considerable. No se trata sólo de, digamos, reducir el saldo de  $Cc$  hasta conseguir un superávit sino de mantener dicho superávit, o al menos el equilibrio de  $Cc$ , cuando el PIB real y el deflactor del mismo estén creciendo, digamos, alrededor del 2%. Para decirlo con más precisión, para crecer a ritmos cercanos al 2% es necesario previamente reducir de forma significativa el déficit de la balanza de pagos por unidad de crecimiento económico ya que en caso contrario no se podría alcanzar dicho crecimen-



to. Por decirlo de otro modo, para que los mercados nos financien la deuda a un tipo de interés cercano a ritmos satisfactorios de crecimiento del PIB nominal es necesario efectuar ajustes y reformas que reduzcan sustancialmente la necesidad de ahorro exterior por unidad de crecimiento económico

### 3. LA POLÍTICA ECONÓMICA NECESARIA PARA ESTABILIZAR LA DEUDA EXTERIOR NETA

De los datos y razonamientos del epígrafe anterior se pueden extraer las medidas de política económica necesarias para estabilizar la deuda exterior y sacar la economía española de la zona de alto riesgo en donde se encuentra. Como se ha dicho, se trata esencialmente de reducir el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente por unidad de crecimiento económico. Esto exige una mejora sustancial de nuestra competitividad exterior que se ha de simultanear con una reducción de la prima de riesgo a fin de reducir el servicio de la deuda exterior.

La coexistencia de déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente elevados con ritmos muy bajos de crecimiento económico indica contundentemente que la oferta de bienes y servicios comerciables de nuestro país es pequeña. El déficit de la balanza de pagos de bienes y servicios se origina cuando la demanda de bienes y servicios comerciables supera la oferta de dichos bienes, incluso en momentos en que la demanda agregada es muy reducida. La orientación general de la política económica, por tanto, debe encaminarse a mejorar sustancialmente la competitividad estimulando la reasignación de los factores productivos desde los sectores y actividades no comerciables hacia la producción de bienes y servicios comerciables internacionalmente. Las líneas fundamentales de esta política económica han de ser la reforma del mercado de trabajo, la consolidación presupuestaria, la reforma del sector financiero y la reducción del consumo de energía importada.

Para conseguir el saldo  $Cc^*$  necesario para estabilizar la deuda sería necesario un aumento

de la competitividad exterior del orden del 10%, suponiendo que la política fiscal se disciplina lo suficiente para reducir o al menos mantener el coste medio de la deuda exterior en su nivel actual<sup>1</sup>. Para ello, los costes laborales unitarios relativos al promedio de la eurozona deberían reducirse en torno a esa cantidad. Esto sólo se puede conseguir mediante una reforma ambiciosa del mercado de trabajo, junto con una reducción de las cargas sociales acompañadas de subidas de tasas o impuestos indirectos que neutralicen su impacto negativo sobre el presupuesto. La reforma laboral, si es digna de tal nombre, inducirá una estructura de salarios relativos que refleje el exceso de oferta en los diversos segmentos del mercado e incentive el desplazamiento del factor trabajo hacia la producción de bienes y servicios comerciables. En un mercado de trabajo más eficiente que el que hoy tenemos, las tasas de paro habrían provocado hace ya tiempo bajadas de salarios nominales por hora trabajada en muchos sectores y cualificaciones profesionales y su congelación en otros. Con esta reforma se conseguiría reducir los salarios reales e intensificar la creación de empleo por unidad de crecimiento del PIB, al tiempo que se ganaría competitividad exterior.

La mejora de la competitividad se ha de distribuir en el tiempo, concentrándose más o menos en los primeros años dependiendo de la magnitud del ajuste presupuestario y de la evolución económica y financiera internacional. En todo caso, como sucedió en Alemania después de la unificación, y está sucediendo en los últimos años en Irlanda y empezando a ocurrir en Portugal, la contención salarial habrá de persistir durante un periodo dilatado. Al menos hasta que se generen las ganancias de competitividad y el empleo suficientes para recortar sensiblemente el nivel de paro y estimular el crecimiento económico.

La consolidación presupuestaria es imprescindible no sólo para conseguir reducir los costes

---

<sup>1</sup> Al respecto, véase la referencia en «La competitividad de la Economía Española», José Luis Feito, en «España en el Mundo: retos, tendencias y oportunidades», Alianza Editorial, 2011.



del servicio de la deuda exterior, y por esa vía contribuir a la estabilización de la deuda exterior, sino también para aumentar la proporción en el PIB del sector productor de bienes y servicios comerciables. La reducción del déficit público, sobre todo si el ajuste se concentra en el gasto público, permitiría reasignar recursos crediticios y laborales hacia los sectores que producen bienes y servicios exportables y hacia los que compiten con las importaciones. Por otra parte, el saneamiento del sistema financiero es vital para que el crédito vuelva a fluir, abandonando los activos no comerciables en donde está bloqueado y reasignándose hacia el resto de sectores de la economía. La economía española ha de efectuar una masiva reasignación de recursos hacia los sectores y actividades que exportan o que producen bienes y servicios que compiten con las importaciones y dicha reasignación no es posible si no funcionan o lo hacen al ralentí los canales crediticios.

Por último, se ha de reducir el excesivo consumo de energía importada por unidad de PIB, otro de los factores responsables de nuestra fuerte dependencia del ahorro exterior. Nuestro consu-

mo de energía importada es mayor que el de cualquier otra economía europea en parte por razones de precio y en parte por el uso excesivo de la carretera en el transporte de mercancías. La fiscalidad, impuestos y subsidios de la energía en España estimulan su demanda en comparación con otros países europeos. Igualmente, la fiscalidad de usar las carreteras es mucho más baja en España que en cualquier otro país europeo de nuestro entorno (donde alrededor del 70% de las carreteras de alta capacidad tienen peaje para automóviles y camiones). Más grave aún, la inversión en ferrocarril desde hace muchos años se ha destinado casi exclusivamente a la red del AVE, que como se sabe no transporta mercancías.

En resumen, una reforma profunda del mercado laboral y de la fiscalidad del trabajo, de la energía y del transporte por carretera y ferrocarril: una rigurosa disciplina presupuestaria concentrada en el lado de gasto y el saneamiento del sistema financiero han de ser las grandes líneas de una política económica encaminada a eliminar la restricción de financiación exterior que cercena las posibilidades de crecimiento y de creación de empleo de nuestra economía.





# PERSPECTIVAS DE DESAPALANCAMIENTO EN ESPAÑA

Oriol Aspachs-Bracons<sup>1</sup>  
Sandra Jòdar-Rosell<sup>2</sup>  
Jordi Gual<sup>3</sup>

## 1. INTRODUCCIÓN

El proceso de recuperación en la mayoría de países desarrollados está siendo más lento de lo previsto. A pesar de que ya hace más de un año que terminó la gran recesión, la tasa de crecimiento del PIB no consigue situarse de forma sostenida en su nivel potencial. Una de las razones es el elevado endeudamiento del sector privado. En los años previos a la recesión, la ratio entre el crédito al sector privado y el PIB creció de forma sostenida durante un largo periodo de tiempo, hasta situarse en niveles históricamente elevados en muchos países. Ahora este proceso tiene que deshacerse parcialmente, ya que los niveles en los que se encuentra son insostenibles. Mientras el desapalancamiento no concluya, será difícil que el crecimiento pueda volver a alcanzar la velocidad de crucero.

En España este proceso es especialmente importante. La ratio entre el crédito al sector privado y el PIB casi se triplicó en poco más de diez años. En 1995 representaba el 65% del PIB mientras que en 2010 alcanzó el 170%. Aunque hay motivos para pensar que la ratio de apalancamiento puede crecer de forma más o menos sostenida a lo largo del tiempo, los niveles a los que se encuentra hoy en día parecen excesivos.

En este artículo intentamos acotar el tiempo y la profundidad que podría presentar el proceso de desapalancamiento en el que se encuentran inmersos la mayoría de países desarrollados y,

especialmente, la economía española. Para ello utilizamos dos aproximaciones distintas. Por un lado, estimamos el nivel sostenible a largo plazo de la ratio de apalancamiento, así como su tasa de crecimiento. Por otro lado, analizamos cuáles han sido las características de los procesos de desapalancamiento históricos en 16 países desarrollados durante los últimos 30 años.

El primer método nos permite corroborar que, efectivamente, la ratio de apalancamiento de la economía española se encuentra por encima de su nivel sostenible a largo plazo. Este es también el caso de la mayoría de países desarrollados. Del segundo método obtenemos cual es la trayectoria típica de un proceso de desapalancamiento. En este segundo análisis también observamos que los procesos de desapalancamiento asociados a una crisis inmobiliaria son más largos y profundos, y aquellos asociados a una crisis inmobiliaria y bancaria, todavía más. En promedio, un proceso de desapalancamiento típico dura alrededor de 5 años, y durante este periodo de tiempo la ratio de apalancamiento retrocede 19 puntos porcentuales.

El resto del documento está organizado de la siguiente manera. En la sección 2 estimamos el

<sup>1</sup> Director de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico de «la Caixa».

<sup>2</sup> Economista, Área de Estudios y Análisis Económico de «la Caixa».

<sup>3</sup> Economista Jefe de «la Caixa» y profesor de IESE Business School.



nivel de la ratio de apalancamiento sostenible a largo plazo, así como su tasa de crecimiento. En la sección 3 analizamos las características históricas de los ciclos de endeudamiento. En la sección 4 aplicamos los resultados obtenidos en las secciones 2 y 3 para el caso español y, finalmente, en la sección 5 destacamos las principales conclusiones.

## 2. ENDEUDAMIENTO: UNA COMPARATIVA INTERNACIONAL

Se ha hablado mucho acerca del fuerte crecimiento del crédito experimentado en España en los últimos años. El elevado volumen de crédito alcanzado tras años creciendo a tasas de dos dígitos ha llevado a algunos a cuestionarse si esta deuda es sostenible. El presente apartado pretende contextualizar la evolución del endeudamiento de la economía española, poniéndola en relación con lo que ha ocurrido en la mayoría de países desarrollados durante los últimos 30 años. Como se verá, durante este tiempo el endeudamiento ha crecido notablemente en la mayoría de países y de forma similar al caso español. Únicamente a partir de 2005 se detectan diferencias que pueden ser significativas.

A fin de realizar esta comparativa, resulta conveniente extender la noción de endeudamiento del sector privado más allá del simple crédito bancario y dar así cabida a otras vías de financiación, que en ciertos países tienen un mayor protagonismo que en España. Ejemplos de estas vías, principalmente disponibles para las empresas no financieras, son la emisión de deuda en mercados organizados, el crédito comercial o las cuentas pendientes de pago. Las emisiones de deuda son particularmente importantes en paí-

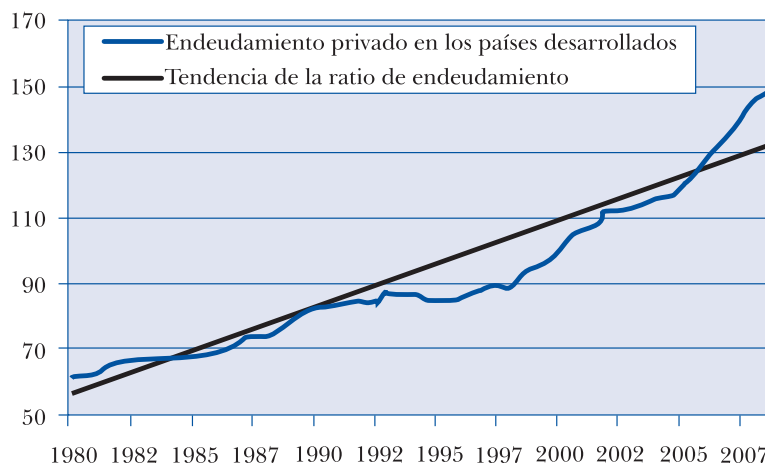
ses con mercados financieros muy desarrollados y profundos, como EE.UU. y el Reino Unido. Así pues, utilizar simplemente el crédito bancario como medida de endeudamiento podría ofrecer una comparativa equívoca: los países con un elevado peso del canal bancario y/o una elevada participación de los hogares en el endeudamiento, como España, se verían penalizados frente a países con un canal no bancario muy desarrollado y/o un mayor papel del sector empresarial.

Por otro lado, juzgar la sostenibilidad de la deuda acumulada de familias y empresas requiere medirla en relación a su riqueza y al valor presente de sus rentas futuras. Lamentablemente, las rentas futuras no son observables y no se dispone de series de riqueza lo suficientemente completas. Por ello, una práctica común es medir el endeudamiento en relación al PIB del país. Ello permite una cierta comparación de la situación entre países en relación a su capacidad presente de generar ingresos, pero no tiene en cuenta diferencias en los niveles de riqueza o PIB potencial.

El gráfico 2.1 muestra la evolución promedio de la ratio de endeudamiento para un conjunto de países desarrollados. Los datos de endeudamiento provienen de las International Financial Statistics (IFS) del Fondo Monetario Internacional y hacen referencia a financiación recibida en forma de créditos, deuda y otras cuentas pendientes de pago. La ratio de endeudamiento difiere entre países, llegando en más de un caso a representar más del 150% del PIB. Sin embargo, atendiendo a su evolución en el tiempo, se observa un comportamiento muy similar entre ellos. Así, la ratio tiende a crecer a largo plazo pese a poder experimentar alguna ralentización en ciertos periodos.



**GRÁFICO 2.1. FINANCIACIÓN RECIBIDA POR EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO. EVOLUCIÓN PROMEDIO DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO PRIVADO (% sobre PIB nominal)**



*Nota:* La ratio de endeudamiento se define como la financiación recibida por el sector privado no financiero en forma de créditos, deuda y otras cuentas pendientes de pago sobre el PIB nominal.

*Fuentes:* FMI y elaboración propia.

Esta regularidad empírica sugiere que la capacidad de endeudamiento puede ir aumentando en el tiempo de forma sostenida. De este modo, periodos con un crecimiento por encima del aumento potencial vendrían seguidos de periodos con un crecimiento inferior. El progreso tecnológico en el sector financiero es uno de los aspectos clave para explicar el aumento de la ratio de apalancamiento a largo plazo. Ejemplos de ello pueden ser tanto el desarrollo de las tecnologías de la información, que facilitan la evaluación y el seguimiento de los proyectos de inversión, como la aparición de productos que redistribuyen mejor el riesgo entre inversores. En cualquier caso, todo ello permite una mejor gestión del riesgo y, por lo tanto, de la capacidad crediticia del sector.

Existen otros factores ajenos al sector financiero que también acaban afectando su eficiencia. Los avances en materia de políticas macroeconómicas son un buen ejemplo de ello. Una mayor comprensión de los efectos de estas políticas, así como una mayor coordinación a nivel internacional, han permitido reducir la inflación de forma sostenida y han aumentado la estabilidad macroeconómica. La

mayor estabilidad macroeconómica, a su vez, no es sino menos riesgo y, por lo tanto, ello permite unos tipos de interés menores, lo cual aumenta la capacidad de endeudamiento de la economía.

Sea como fuere, es plausible argumentar que la ratio de endeudamiento que una economía en equilibrio es capaz de sostener ha ido aumentando desde los años 80 y que los países desarrollados se han ido endeudando progresivamente como reflejo de esta mayor capacidad. Sin embargo, pese a este equilibrio al que se tiende en el largo plazo, los países han ido variando su endeudamiento en respuesta también a otros shocks de carácter más cíclico. Como ejemplo de estos shocks, la literatura en materia de ciclos financieros subraya el papel de los shocks sobre el precio de los activos (Bernanke y Gertler (1989), Kiyotaki y Moore (1997)). Más recientemente, también se ha puesto de manifiesto la capacidad de las instituciones financieras de condicionar el nivel de crédito en respuesta a shocks en el tipo de interés o en su nivel de liquidez o solvencia (Adrian y Shin (2010)). Ambos tipos de shocks son los responsables que las ratios de endeudamiento del gráfico 2.1 en ocasiones crezcan a tasas distintas a la ten-



dencia de largo plazo. Sin embargo, sus efectos no son permanentes por lo que las desviaciones de la ratio de endeudamiento respecto a su tendencia se corrigen con el tiempo.

## 2.1. ¿QUÉ NOS DICEN LOS DATOS SOBRE LA TENDENCIA A LARGO PLAZO?

Utilizando datos referidos a un conjunto suficientemente amplio de países es posible, mediante técnicas econométricas sencillas, obtener una estimación del crecimiento tendencial de la ratio de endeudamiento a largo plazo y separarlo de otros movimientos más cíclicos o que simplemente afectan a países aislados. En concreto, la ratio de endeudamiento del país  $i$  en el periodo  $t$  ( $D_{it}$ ) puede expresarse de la siguiente forma:

$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_{1i} + \beta^p t + \gamma r_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

donde  $t$  hace referencia al tiempo (en trimestres) transcurrido,  $r_{it}$  denota el tipo de interés real expost y  $\alpha_{1i}$  es un efecto fijo de país que corrige por diferencias permanentes en los niveles de endeudamiento entre países. Estas diferencias se deben a factores estructurales propios de cada país que condicionan su capacidad de endeudamiento: los hábitos de consumo y ahorro, el peso de la autofinanciación empresarial, el papel del sector público a través de la deuda o la calidad de las instituciones, por ejemplo. El parámetro  $\beta^p$  mide el incremento de la ratio como consecuencia de factores que evolucionan en el tiempo de la misma manera en todos los países de la muestra. Entre estos factores, por ejemplo, puede incluirse el progreso en tecnologías de la información. Por otro lado, el parámetro  $\gamma$  mide la influencia de los tipos de interés sobre el endeudamiento. En este sentido conviene señalar que, para la determinación de la tendencia de la ratio de endeudamiento, tan solo nos interesa recoger el efecto de la paulatina moderación de los tipos de interés que es consecuencia de la mayor estabilidad macroeconómica. El impacto de otros movi-

mientos más a corto plazo es un efecto que cabría considerar como puramente cíclico.

Una manera de separar estos dos efectos es suponer que la reducción paulatina de los tipos de interés ha seguido la misma tendencia en todos los países:

$$r_{it} = \alpha_0^r + \alpha_{1i}^r + \beta^r t + u_{it} \quad (2)$$

Así,  $\alpha_{1i}^r$  es un efecto fijo que recoge diferencias permanentes en los tipos de interés reales entre países, mientras que  $u_{it}$  capta los movimientos cíclicos alrededor de la tendencia. Sustituyendo esta expresión en la ecuación (1), la ratio de endeudamiento puede expresarse en términos de la tendencia temporal y el efecto cíclico de los tipos de interés:

$$D_{it} = \delta_0 + \delta_{1i} + \beta t + \gamma u_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

donde el parámetro  $\beta = \beta^p + \gamma\beta^r$  captura los efectos tanto del progreso tecnológico como de la moderación de los tipos. Así pues, el componente tendencial de la ratio de endeudamiento vendría dado por:

$$\hat{D}_{it}^T = \hat{\delta}_0 + \hat{\delta}_{1i} + \beta t \quad (4)$$

mientras que el componente cíclico se obtendría a partir de la diferencia:

$$\hat{c}_{it} = D_{it} - \hat{D}_{it}^T \quad (5)$$

A fin de estimar la ecuación, se dispone de datos trimestrales sobre la financiación al sector privado no financiero<sup>4</sup> para un conjunto de 14 países<sup>5</sup> a partir de las IFS del Fondo Monetario

<sup>4</sup> Incluye administraciones públicas territoriales y establecimientos financieros de crédito.

<sup>5</sup> Australia, Austria, Japón, Estados Unidos, Reino Unido, Holanda, Irlanda (desde 1997), Noruega, Suecia, Portugal, España, Francia, Finlandia e Italia. Se han excluido los datos para Bélgica, Canadá y Dinamarca por la existencia de saltos significativos en las series durante el periodo de interés

Internacional<sup>6</sup>. El periodo analizado comprende desde el inicio de la gran moderación hasta los años previos a la gestación de la crisis financiera global, es decir el periodo 1987-2005. Con ello se pretende evitar que el boom de crédito, fruto de la abundante liquidez existente en los años anteriores a la crisis, sesgue al alza la estimación de la tendencia. Por otro lado, conviene también tener en cuenta los cambios estructurales sufridos por las econo-

mías de la zona euro como consecuencia de su integración en el área monetaria única. Es probable que las reformas institucionales llevadas a cabo para permitir la integración marcaran un cambio en la capacidad de endeudamiento de estas economías a largo plazo. En consecuencia, se ha procedido a estimar la ecuación (3) para los dos sub-periodos resultantes de tomar el año 1995 como referencia para el inicio del proceso de integración.

**TABLA 2.1. RESULTADOS**

	1987 - 1994	1995 - 2005
Variable dependiente: deuda/PIB	Coefficiente	Coefficiente
$t$	0,462***	0,846***
$u_t$	-0,016	-2,872***
constante	81,987***	88,713***
Efectos fijos de país	Sí	Sí
Nº observaciones	416	605
Nº países	13	14
R <sup>2</sup> total	0,013	0,076

Nota: \*\*\*, \*\*, \* indica significatividad al 1,5 y 10 % respectivamente.

Los resultados muestran como el cambio de tendencia entre los dos periodos es significativo. Así, la estimación del parámetro  $\beta$  cifra en 0,46 puntos porcentuales (p.p) el incremento trimestral de la tendencia a largo plazo entre 1987 y 1994. Ello representa un incremento anual de 1,8 p.p. A partir de 1995, el incremento trimestral de la tendencia se estima en 0,85 p.p. o, lo que es lo mismo, un incremento anual de 3,4 p.p.<sup>7</sup> Por otro

lado, el efecto cíclico de los tipos de interés sólo es significativo en la segunda mitad de la muestra: una desviación del tipo de interés real de 1 p.p. por encima de su tendencia reduce la ratio endeudamiento en 2,9 p.p.

Utilizando estos parámetros en las ecuaciones (4) y (5), es posible separar el componente cíclico de la ratio de endeudamiento del componente tendencial para cada país de la muestra. El gráfico 2.2 muestra el ciclo promedio obtenido para el periodo 1995-2008 y lo compara con ciclo obtenido para el caso español. En general, se observa como las recesiones globales hacen caer ligeramente la ratio de endeudamiento promedio por debajo de su tendencia. En concreto, la ratio llegó a estar hasta 5,6 p.p. por debajo de

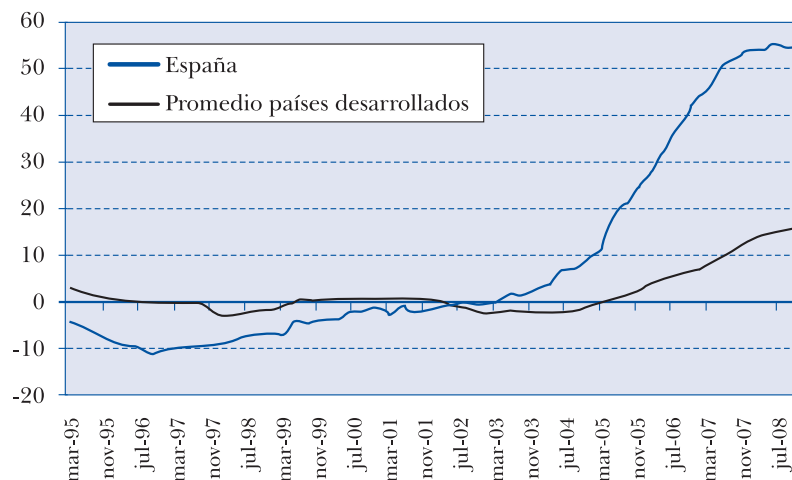
que podrían sesgar la estimación. Alemania y Grecia se han excluido por falta de datos homogéneos sobre los tipos de interés reales.

<sup>6</sup> Para España se utilizan los datos del Banco de España sobre crédito a otros sectores residentes. Durante el periodo de la muestra, la diferencia entre la ratio calculada con datos de las IFS y la calculada con datos del Banco de España se mantiene aproximadamente constante. Así pues, este cambio de definición no debería afectar a la estimación de  $\beta$  o  $\gamma$ , sino que quedaría recogido en el efecto fijo de España.

<sup>7</sup> Los resultados son robustos a un cambio en el año de referencia escogido para dividir los sub-periodos. Así, repitiendo el análisis tomando los años 1994 y 1996 como años de referencia, se obtienen unos incrementos anuales de

la tendencia de 3,2 y 3,6 p.p. respectivamente. Los errores estándar obtenidos en ambos casos muestran que ninguno de los dos valores es significativamente distinto del valor de 3,4 p.p. obtenido en la estimación principal.

**GRÁFICO 2.2. EVOLUCIÓN PROMEDIO DEL COMPONENTE CÍCLICO DEL ENDEUDAMIENTO ENTRE 1995 Y 2008 (% sobre PIB nominal)**



Fuentes: FMI, Banco de España y elaboración propia.

la tendencia tras la crisis de 1991-1993 y 2,4 tras la crisis de 2001-2003. Justo antes de la caída de Lehman Brothers, en cambio, en los países desarrollados la ratio se encontraba en promedio 15,1 p.p. por encima de su tendencia.

Por su parte, el caso español es particularmente destacable. La crisis de 1992 tuvo severas consecuencias sobre la ratio de endeudamiento, frenando su crecimiento hasta situarlo 10 p.p. por debajo de la tendencia. Una parte importante del crecimiento de la deuda que se observa desde 1997 se explica por la convergencia a los niveles de largo plazo. Sin embargo, la abundancia de liquidez en los años previos a la crisis se deja notar más intensamente en España, de manera que en 2008 la ratio de endeudamiento se sitúa 55 p.p. por encima de la tendencia.

### 3. CICLOS DE ENDEUDAMIENTO

#### 3.1. CARACTERÍSTICAS DE UN CICLO TÍPICO DE DESAPALANCAMIENTO

El análisis de las propiedades de los ciclos históricos de endeudamiento también nos ayuda a acotar la profundidad y duración que puede

tener el actual proceso de ajuste del crédito. La base de datos utilizada en el apartado anterior nos proporciona mucha información en este sentido. Si definimos los periodos de desapalancamiento como aquellos en los que el crédito al sector privado como porcentaje del PIB se reduce de forma consecutiva durante al menos 4 trimestres, observamos que la mayoría de países han experimentado pronunciados ciclos de desapalancamiento durante las últimas décadas.

Como muestra la tabla 3.1, prácticamente todos los países de la muestra experimentaron como mínimo un proceso prolongado de desapalancamiento durante los últimos 30 años. Estos procesos acostumbran a ser bastante largos. En promedio, duran cerca de 5 años y en este periodo la ratio de apalancamiento desciende 19 puntos porcentuales. El proceso previo de apalancamiento es también largo y pronunciado. Históricamente, hasta el último ciclo expansivo, en promedio habían durado alrededor de 6 años, periodo durante el cual la ratio de apalancamiento aumentaba en 24 puntos porcentuales. Pero el último ciclo de endeudamiento ha sido más duradero y acentuado que los anteriores. Concretamente, ha durado 9 años en promedio, periodo durante el cual la ratio de apalancamiento ha subido 61 p.p.



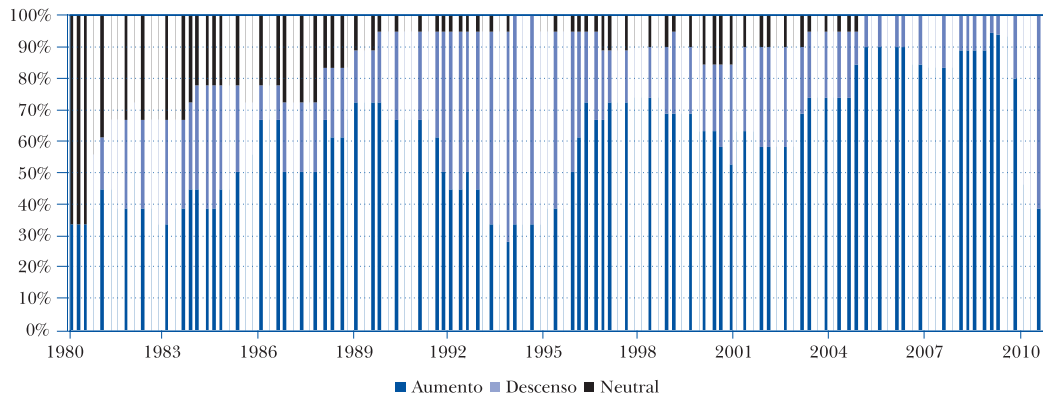
TABLA 3.1. CICLOS HISTÓRICOS DE APALANCAMIENTO Y DESAPALANCAMIENTO

	Procesos de apalancamiento			Procesos de desapalancamiento		
	Fecha inicio	Duración (años)	Aumento del apalancamiento (p.p.)	Fecha inicio	Duración (años)	Caída del apalancamiento (p.p.)
<b>Alemania</b>	1989 T4	11	37	2000 T4	7	13
<b>Austria</b>	1986 T1	8	16	1993 T4	2	4
	1995 T2	11	30,5	2006 T3	1	4
	2007 T3	3	13			
<b>Bélgica</b>	1990 T4	2	5	1993 T2	3	8
	1996 T1	4	9	1999 T3	5	11
	2004 T3	4	25			
<b>Canadá</b>	2000 T3	1	21	2001 T4	3	12
<b>Dinamarca</b>	1985 T1	2	17	1989 T4	6	14
<b>EEUU</b>	1981 T4	8	30	1989 T4	1	3
	1994 T4	5	53	1999 T4	3	10
	2002 T4	5	45	2007 T4	1	22
<b>España</b>	1981 T1	2	8	1982 T4	3	15
	1987 T1	3	15	1991 T4	4	11
	1996 T2	13	138			
<b>Finlandia</b>	1980 T1	12	48	1992 T1	7	42
	2000 T3	10	44			
<b>Francia</b>	1986 T1	5	20	1991 T4	7	16
	1999 T3	11	32,6			
<b>Grecia</b>	1980 T4	1	2	1983 T3	12	48
<b>Italia</b>	1987 T3	6	13	1993 T4	3	12
	1998 T3	12	68			
<b>Japón</b>	1980 T1	16	69	1996 T3	12	57
	2008 T1	1	11			
<b>Noruega</b>	1980 T1	8	40	1988 T1	6	19
	1994 T4	4	19	1998 T4	2	8
<b>Portugal</b>	1980 T3	3	9	1983 T4	7	45
	1990 T3	20	145			
<b>Reino Unido</b>	1987 T3	3	29	1990 T1	5	5
	1999 T3	11	109			
<b>Suecia</b>	1987 T4	3	21	1990 T4	6	29
	2003 T4	6	39,5			
Promedio		7	37		5	19
Promedio hasta último ciclo		6	24			
Promedio último ciclo		9	61			

Fuentes: FMI y elaboración propia.

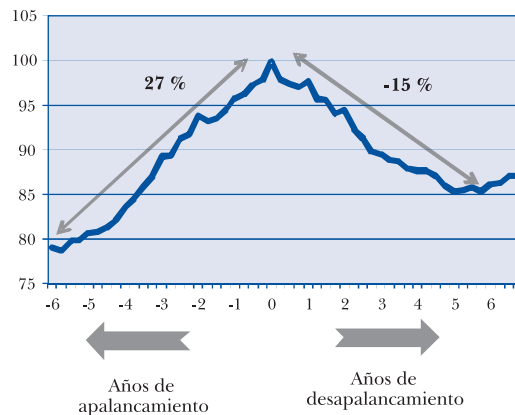


**GRÁFICO 3.1. EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LA RATIO DE APALANCAMIENTO  
(% de países, datos trimestrales)**



Fuentes: FMI y elaboración propia.

**GRÁFICO 3.2. EVOLUCIÓN TÍPICA DE UN CICLO DE DESAPALANCAMIENTO  
Índice, 100=inicio del desapalancamiento, Crédito al sector privado/PIB**



Fuentes: FMI y elaboración propia.

El análisis de la evolución del porcentaje de países en los que la ratio de apalancamiento se encuentra estable, aumenta o disminuye también nos muestra las particularidades del último ciclo expansivo. Como muestra el Gráfico 3.1, el último ciclo ha sido más generalizado que el anterior ya que de forma sostenida el porcentaje de países en los que la ratio de apalancamiento estaba aumentando ha sido mayor que en el pasado. Además, también se puede observar como el periodo expansivo global iniciado a mediados de los noventa ha sido más largo que el iniciado a mediados de los ochenta.

Otra forma de analizar el perfil de un ciclo de endeudamiento es calculando la evolución promedio de la ratio de apalancamiento en todos los países antes y después de que esta alcance su valor máximo. Como se observa en el gráfico adjunto, en general la ratio de crédito al sector privado como porcentaje del PIB aumenta considerablemente en los años previos a un proceso de desapalancamiento. Durante los años de desapalancamiento se pierde parte del aumento pero, en promedio, el descenso no supera el aumento registrado durante la parte alcista del ciclo. Ello es consistente con un aumento a largo

plazo de la ratio de endeudamiento, como se ha documentado en el apartado anterior.

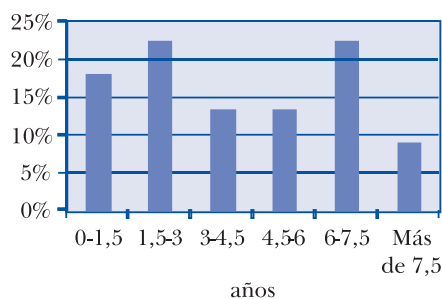
### 3.2. LOS CONDICIONANTES DEL DESAPALANCAMIENTO IMPORTAN

Un análisis algo más detallado de los ciclos históricos de desapalancamiento nos muestra que tanto su duración como su magnitud ha sido muy diversa. Como muestra el gráfico 3.3.a, alrededor del 40% de los episodios duran menos de 3 años, mientras que un 30% aproximadamente dura más de 6 años. Lo mismo sucede con la magnitud de los procesos de desapalancamiento. Alrededor del 25% de estos episodios registran una caída inferior a 10 puntos porcentuales aproximadamente, mientras que otro 27% de los casos la caída es superior a los 20 puntos porcentuales.

Por lo tanto, si queremos extraer alguna conclusión de los procesos históricos de desapalancamiento es imprescindible encontrar cuáles son sus determinantes. Una forma relativamente sen-

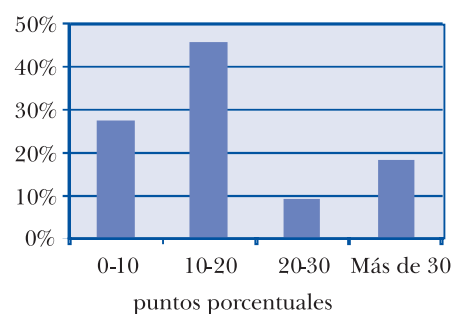
cilla e intuitiva de hacerlo es separando estos episodios en función de si están asociados a un periodo de recesión económica, de crisis inmobiliaria o a una crisis bancaria. Es interesante resaltar que todas las crisis bancarias están asociadas a una crisis inmobiliaria, y todas las crisis inmobiliarias están asociadas a un periodo de recesión económica. El mismo razonamiento a la inversa, naturalmente, no es cierto. Ni todos los periodos de recesión económica están asociados a una crisis inmobiliaria, ni todas las crisis inmobiliarias están asociadas a una crisis bancaria. Siguiendo esta clasificación, descubrimos que el 90% de los procesos de desapalancamiento están asociados a una recesión económica, el 67% a una crisis inmobiliaria y el 28% a una crisis bancaria. El patrón de la duración e intensidad de los procesos de desapalancamiento que resulta es interesante. Los que están asociados sólo a una recesión económica, son más cortos y menos intensos, mientras que los asociados a una crisis bancaria son más largos y profundos. Aquellos ligados a una crisis inmobiliaria se encuentran en un punto medio (ver Gráficos 3.4 y 3.5).

**GRÁFICO 3.3.a. DISTRIBUCIÓN DE LA DURACIÓN DEL DESAPALANCAMIENTO**

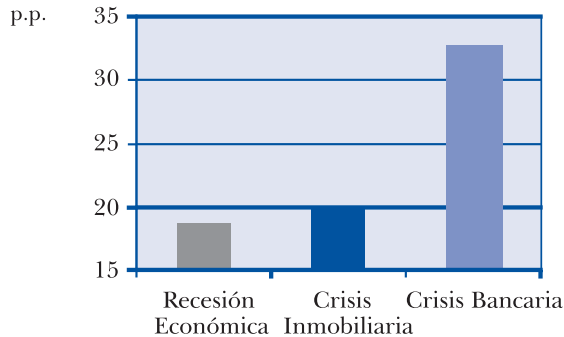


Fuentes: FMI y elaboración propia.

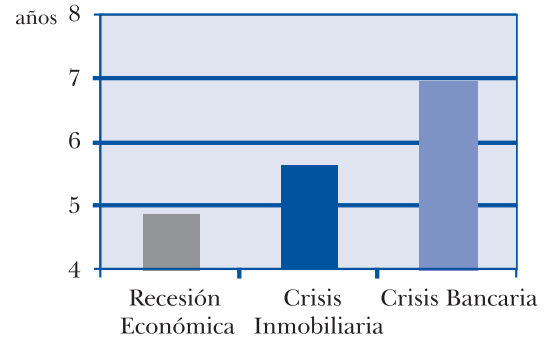
**GRÁFICO 3.3.b. DISTRIBUCIÓN DE LA CAÍDA DE LA RATIO DE APALANCAMIENTO**



Fuentes: FMI y elaboración propia.

**GRÁFICO 3.4. CAÍDA PROMEDIO DE LA RATIO DE APALANCAMIENTO**

Fuentes: FMI y elaboración propia.

**GRÁFICO 3.5. DURACIÓN PROMEDIO DEL APALANCAMIENTO**

Fuentes: FMI y elaboración propia.

### 3.3. VÍAS DE DESAPALANCAMIENTO

Finalmente, una vez acotadas las características de los procesos de desapalancamiento, es preciso analizar las distintas vías a través de las que un país puede ajustarse. Las opciones son limitadas: reducir el volumen de crédito o aumentar el PIB del país, ya sea en términos reales o nominales. La contribución de cada factor es importante, ya que las consecuencias para el sector financiero, y la economía en general, de hacer un ajuste enteramente mediante reducciones del crédito o mediante un aumento del PIB en términos reales no son las mismas.

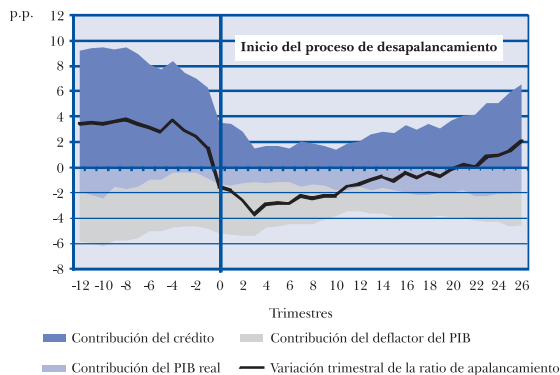
En los gráficos 3.6 y 3.7 separamos la contribución de cada factor a lo largo de un ciclo típico de desapalancamiento y en un ciclo asociado a una crisis bancaria. Como se puede observar, el ajuste del PIB es inmediato y, de hecho, frena la reducción de la ratio de apalancamiento. El ajuste del crédito es también rápido y pronunciado. Además, mientras el PIB suele recuperarse relativamente rápido, el ajuste del crédito es más persistente, de manera que gran parte del descenso de la ratio de apalancamiento se debe a la debilidad del crédito. El comportamiento de la inflación es parecido al del crecimiento del conjunto de la economía.

Hemos visto que los ciclos de desapalancamiento asociados a crisis bancarias son más largos y profundos, y ello también queda reflejado en el gráfico 3.7. Ahora, además, vemos que el mayor ajuste de la ratio de apalancamiento se debe sobre todo a un mayor descenso del crédito, ya que durante estos episodios, la mayor debilidad económica y la reducción de la inflación dificultan el proceso de desapalancamiento. Probablemente, la contracción del crédito en estos episodios se deba también, en parte, a las mayores pérdidas por créditos impagados.

Una forma relativamente sencilla de resumir las vías de desapalancamiento es analizando el comportamiento promedio de estas variables antes y después de que se inicie el periodo de ajuste. En general, observamos que la caída del PIB dura aproximadamente un año, tiempo durante el cual el crecimiento del crédito empieza a reducirse rápidamente. Al cabo de un año, y durante aproximadamente 2 años, el crecimiento del PIB se recupera aunque se observan tasas de crecimiento de crédito negativas. Finalmente, durante 3 años se observan tasas de crecimiento del crédito inferiores al crecimiento nominal de la economía, por lo que aunque el crédito siga aumentando, ello es compatible con el desapalancamiento de la economía.

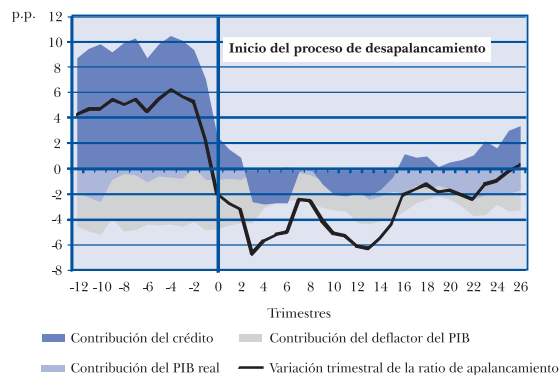


**GRÁFICO 3.6. DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE APALANCAMIENTO EN UN CICLO TÍPICO**



Fuentes: FMI y elaboración propia.

**GRÁFICO 3.7. DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE APALANCAMIENTO EN UN CICLO CON CRISIS BANCARIAS**



Fuentes: FMI y elaboración propia.

#### 4. IMPLICACIONES PARA EL CASO ESPAÑOL

A finales de 2010, la ratio de endeudamiento del sector privado no financiero español había iniciado su senda descendente. Pese a ello, esta se encontraba aún 50 p.p. por encima del nivel que marcaba su tendencia a largo plazo. Es de esperar, por tanto, que este proceso de desapalancamiento continúe a fin de hacer desaparecer esta diferencia. La cuestión que debe plantearse es, sin embargo, hasta donde puede llegar a caer el endeudamiento. Los resultados obtenidos en los apartados anteriores permiten acotar esta caída según lo que razonablemente se puede esperar.

El análisis de los procesos de desapalancamiento muestra como la caída promedio en los episodios asociados a una crisis inmobiliaria es de 21 p.p. A su vez, estos procesos tienden a durar alrededor de 6 años. Siguiendo lo acontecido en estos episodios, la línea gris del gráfico 4.1 muestra cómo podría ser el proceso de desapalancamiento para el caso español. La ratio caería hasta alcanzar el 149% del PIB en 2014 y podría volver a crecer a partir de entonces. Ello reduciría la diferencia con el nivel marcado por la tendencia a largo plazo hasta los 12 p.p. pero no la llegaría a eliminar. Ante este hecho, y

teniendo en cuenta el entorno tan complicado al que se enfrenta el sector bancario español, este nivel de desapalancamiento puede parecer algo conservador.

Los episodios en los que concurren una crisis inmobiliaria con una crisis bancaria ofrecen un escenario más severo, con una caída promedio de 32 p.p. y una duración de 7 años. La línea azul oscuro del gráfico 4.1 simula este proceso para el caso español. Así, la ratio caería hasta alcanzar el 141% del PIB en 2017 y empezaría a crecer a partir de entonces. Ello significaría que la ratio de endeudamiento caería por debajo de su nivel a largo plazo en 2015 y continuaría por debajo durante cierto tiempo. Tal y como puede verse en el análisis del apartado 2, esta «sobre-reacción» de la ratio de endeudamiento está en línea con lo sucedido ante crisis pasadas por lo que este escenario parece más plausible que el anterior.

Así pues, los niveles marcados por la simulación de un episodio con crisis bancaria y la tendencia a largo plazo sitúan la ratio de endeudamiento entre el 141% y el 147% del PIB en el año 2017. ¿Qué implicación tiene ello sobre la evolución del crédito al sector privado no financiero? Tal y como se ha visto en el aparta-

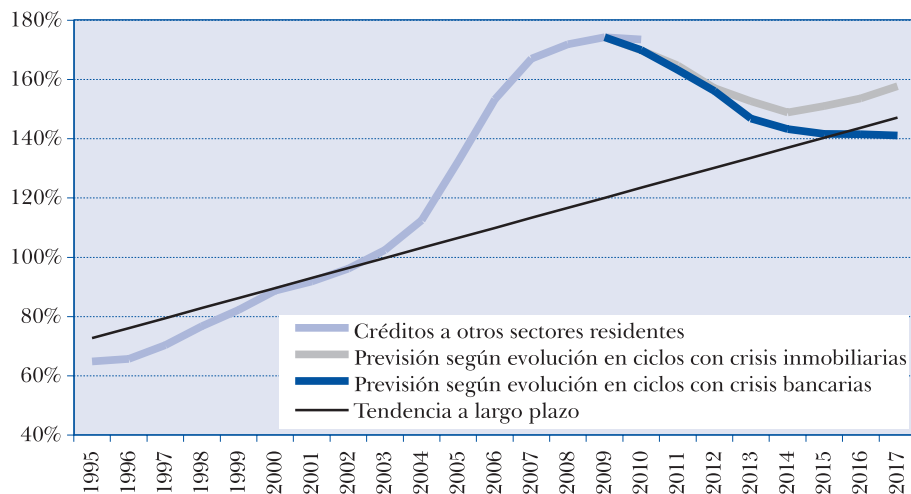


do anterior, el desapalancamiento puede producirse por varias vías. Para el caso español, no cabe confiar en una devaluación de la moneda que estimule las exportaciones y eleve el crecimiento del PIB. Con la política monetaria en manos del Banco Central Europeo y la política fiscal cada vez más armonizada a nivel europeo, el margen para lograr un desapalancamiento basado en fuertes crecimientos del PIB es reducido a no ser que se hagan reformas estructurales profundas. Así pues, el proceso tendrá que venir necesariamente de la mano de un crecimiento del crédito muy moderado durante los próximos años.

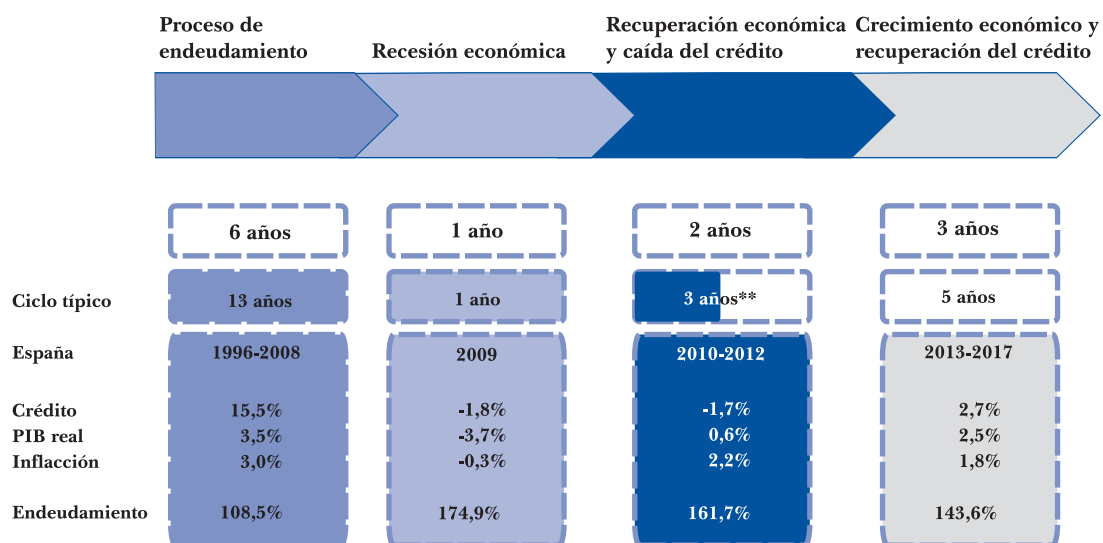
El gráfico 4.2 ilustra las fases de este proceso así como los mecanismos que actúan en cada fase. Los procesos de desapalancamiento suelen iniciarse con una recesión económica, durante la cual el crecimiento del crédito se modera tras años de fuerte expansión. España vivió esta fase en 2009 y tras 13 años de expansión, el doble de lo que es habitual. Ese año tanto el PIB como el

crédito cayeron, de manera que la ratio de endeudamiento permaneció en niveles elevados. A la recesión le suele seguir un periodo de cierta recuperación económica en la que el PIB real empieza a crecer gradualmente pero el crédito sigue anotando tasas de crecimiento negativas. Esta fase, que suele durar dos años, es en la que se encuentra inmersa España actualmente y de la que no saldrá, previsiblemente, hasta finales de 2012. Durante este periodo el PIB real crecerá débilmente mientras que el crédito caerá alrededor de un 1,7% anual. De este modo, y gracias también a la inflación, la ratio de endeudamiento empezará a descender. El proceso se completará entre 2013 y 2017, periodo durante el cual España experimentará un mayor crecimiento económico junto a una recuperación del crédito. Durante estos cinco años, la ratio de endeudamiento continuará descendiendo puesto que el crecimiento promedio del PIB real (un 2,5% anual), y al que cabrá sumar la inflación, superará al del crédito (2,7% anual).

**GRÁFICO 4.1. POSIBLES SENDEROS DE DESAPALANCAMIENTO PARA EL CASO ESPAÑOL (% SOBRE PIB NOMINAL)**



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

**GRÁFICO 4.2. EL RITMO DEL DESAPALANCAMIENTO\***


Nota: (\*) Los valores del crédito, PIB real e inflación se refieren al promedio de las tasas de variación anuales de cada periodo. El valor de endeudamiento se refiere al promedio de ratio sobre PIB nominal en cada periodo.

(\*\*) El área coloreada se refiere a la situación a mediados de 2011.

Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

## 5. CONCLUSIONES

El progreso tecnológico y la mayor estabilidad macroeconómica han permitido a los países desarrollados incrementar su capacidad de endeudamiento privado durante las últimas décadas. Sin embargo, el crecimiento experimentado desde 2005 es difícilmente sostenible a la luz de la capacidad de endeudamiento a largo plazo de estas economías. Ello conllevará necesariamente un proceso de desapalancamiento durante los próximos años, que será más intenso para aquellas economías que más se hayan desviado de su tendencia a largo plazo.

En este sentido, España no va a ser la excepción. Si bien gran parte del crecimiento del crédito experimentado desde 1996 sirvió para adecuar el nivel de crédito a la mayor capacidad de endeudamiento de la economía, el crecimiento desde 2005 ha sido excesivo. De hecho, el diferencial respecto al nivel marcado por la tendencia a largo plazo es superior al del promedio de

los países desarrollados. En 2009 se abrió, pues, un periodo de desapalancamiento de la economía española que puede ser largo y profundo según el estudio de los procesos de desapalancamiento históricos.

En la actualidad la ratio de apalancamiento de la economía española se encuentra 50 p.p. por encima de la ratio sostenible a largo plazo. Si el proceso de desapalancamiento sigue el patrón marcado por otros países que han sufrido crisis inmobiliarias, la ratio descendería 21 p.p. durante 6 años. En este caso, el descenso podría no ser suficiente ya que la ratio de apalancamiento seguiría por encima de la ratio sostenible a largo plazo a pesar de que esta última es posible que aumente en los próximos años. Si el patrón de desapalancamiento se parece al de aquellos episodios asociados a una crisis bancaria e inmobiliaria, el descenso de la ratio será mayor y también más duradero. En este caso la ratio de apalancamiento se situaría en el 141% del PIB en 2017, ligeramente por debajo de la ratio a largo plazo.



No es evidente cual de los dos patrones seguirá la economía española, ya que a pesar de la relativa buena salud del sistema financiero, las continuas tensiones de liquidez en los mercados de financiación mayorista a nivel europeo pueden acabar pasando factura y provocando un desapalancamiento acelerado. Es por ello fundamental que se avance en la resolución de la crisis de deuda soberana europea. Por otro lado, también sería aconsejable afrontar aquellos cambios estructurales necesarios para ganar en eficiencia respecto a la situación actual. Mejoras en la productividad de la economía no solo permitirían incrementar la producción sin requerir un mayor nivel de crédito sino que, además, elevarían el

nivel de endeudamiento sostenible a largo plazo y reducirían la necesidad de desapalancamiento.

## 6. REFERENCIAS

- Adrian, T. y H.S. Shin (2010), «The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-2009», *Annual Review of Economics*, vol. 2.
- Bernanke, B. y M. Gertler (1989), «Agency costs, net worth, and business fluctuations», *American Economic Review*, vol. 79, pp. 14-31.
- Kiyotaki, N. y J. Moore (1997), «Credit cycles», *Journal of Political Economy*, vol. 105 (2).



## ESPAÑA, ¿DIFERENTE O PROBLEMA?: LA OPINIÓN DEL MERCADO

**Jordi Molins i Coronado,  
Analista Financiero**

Y Dédalo dijo a Ícaro: «¡Volemos fuera de la isla! Pero debemos tener cuidado de no volar demasiado alto, pues el sol quemaría nuestras alas».

«El mayor defecto de la raza humana es nuestra incapacidad de entender la función exponencial». Albert Bartlett.

«Para que triunfe el mal, solo hace falta que los buenos callen». Edmund Burke.

Desde el origen de la vida a la creación del Universo, los procesos que nos determinan en gran medida son efectos de retroalimentación positiva.

La mayoría de procesos de retroalimentación positiva tienen una dinámica parecida: al principio, un crecimiento exponencial («cuanto más, más») acelera los cambios.

Pero una vez ese proceso de crecimiento llega a sus límites, otras dinámicas entran en juego, que pueden llegar a amortiguar, e incluso revertir, las ganancias iniciales: todos eventualmente morimos y el Universo terminará como una sopa fría y desordenada, maximizando la entropía.

Pero antes de morir, los humanos tenemos la capacidad de hacer grandes cosas, y el Universo está aún en ebullición creativa, construyendo y destruyendo complejas estructuras (la vida siendo una de ellas), y lo seguirá haciendo por mucho tiempo.

Socialmente, los procesos de retroalimentación positiva a mayor escala se conocen como

«contratos sociales». Un contrato social es una estrategia *win-win*, o ganadora, en la cual una coordinación activa entre varios agentes da lugar a un resultado final que es positivo para todos ellos, y que probablemente no se conseguiría sin esa coordinación global.

El objetivo de este artículo es el de destacar que los canales que han determinado la evolución de la crisis financiera mundial en general, y la española en particular, desde 2007 hasta la actualidad, se nutren de procesos de retroalimentación positiva. Estos procesos no fueron gestionados adecuadamente ni por los reguladores ni por los legisladores.

La clave para entender por qué esto fue así, y lo sigue siendo, radica en un diseño de incentivos perversos para todos los agentes involucrados, combinado con la falta de confianza que tienen los agentes entre sí después de años de bonanza donde la norma era *overpromise and underdeliver*.

El primer capítulo de este artículo describe tres tipos de fenómenos de retroalimentación positiva presentes tanto en el entorno económico como financiero actuales, en España y en Europa: procesos *win-win*, procesos *lose-lose* y procesos «vuelo de Ícaro» (determinados por un proceso *win-win* inicialmente, pero que eventualmente colapsan bajo un proceso *lose-lose*), dando ejemplos de cada uno de esos procesos, presentes y pasados.

El segundo capítulo del artículo analiza los procesos descritos en el primero y concluye.



## I. PROCESOS DE RETROALIMENTACIÓN POSITIVA: DESCRIPCIÓN Y EJEMPLOS

Un ejemplo de proceso de retroalimentación positiva *win-win* en entornos humanos es el contrato social, con una dinámica determinada por agentes que se coordinan para conseguir un bien mayor, satisfaciendo todos ellos sus propios incentivos, al igual que los objetivos comunes de la sociedad que los integra. El objetivo primordial de un regulador racional es el de encontrar y alentar esos procesos de retroalimentación positiva.

Los procesos *lose-lose* son la imagen especular del proceso descrito en el párrafo anterior: el empeoramiento de un canal económico o financiero tiene implicaciones negativas en otros canales, que a su vez se deterioran y retroalimentan negativamente sobre el primero, y así sucesivamente. El objetivo primordial de un regulador racional es el de encontrar y neutralizar esos procesos *lose-lose*.

Los procesos «vuelo de Ícaro» empiezan siendo procesos *win-win*, pero eventualmente un proceso *lose-lose*, que se mantenía latente, llega a su punto de inflexión o *tipping point* (donde las consecuencias negativas de los desequilibrios implicados por el proceso *win-win* se iban acumulando, hasta que el dique que las mantenía controladas se desborda y eventualmente resquebraja) a partir del cual se hace evidente el proceso *lose-lose*, que llega a revertir los efectos positivos del canal *win-win*.

De hecho, toda estrategia *win-win* o *lose-lose* es eventualmente un «vuelo de Ícaro»: todo proceso positivo tiene su contrapartida negativa y todo proceso destructor de valor eventualmente encontrará soporte por las compras de inversores oportunistas.

A continuación, describiremos una serie de ejemplos de procesos de retroalimentación positiva.

### I.1. KEYNESIANISMO: POLÍTICA FISCAL COMO PROCESO DE RETROALIMENTACIÓN POSITIVA

Un ejemplo de contrato social, representativo de una estrategia *win-win*, es el Keynesianismo: la

Gran Depresión surgió por una falta de demanda agregada, y debido que el nivel de deuda era bajo (y por tanto, había aún muchas inversiones públicas que representaban externalidades positivas, como carreteras, educación universal ...) la estrategia consistente en gastar más y elevar el nivel de deuda funcionó.

Como siempre, la estrategia mostró eventualmente sus límites de Ícaro: el número de posibles inversiones con externalidades positivas es limitado, y eventualmente los políticos escogieron inversiones sin externalidades positivas pero que les ayudaban a comprar votos.

La inflación, que cuando empezó siendo una sorpresa ayudó a rebajar el nivel de deuda, se convirtió en permanente, con lo cual el efecto sorpresa desapareció, y forzó a empresas y trabajadores a añadir un nuevo factor de análisis en sus cálculos de beneficio y riesgo.

### I.2. FRIEDMANISMO: POLÍTICA MONETARIA COMO PROCESO DE RETROALIMENTACIÓN POSITIVA

El siguiente contrato social fue el Friedmanismo: una vez la política fiscal llegó a sus límites con el Keynesianismo, la política monetaria entró en juego, con bancos centrales independientes que prometían una inflación controlada ... y especialmente tipos bajos, que amortiguarían cualquier tipo de crisis económica, con tipos aún más bajos, o eventualmente, *Quantitative Easing*.

Inicialmente, esta estrategia tuvo éxito, ya que bajar los tipos de interés, partiendo de niveles elevados, tiene un gran impacto a nivel de inversión, tanto empresarial como familiar (principalmente vivienda). Además, el precio de los activos era en general bajo según métricas de valoración a largo plazo, y por tanto, con un gran potencial de crecimiento.

Pero como siempre, la estrategia llegó eventualmente a sus límites: cuando los tipos de interés son ya muy bajos, el impacto marginal de tipos aún más bajos es reducido. Además, si los activos tienen ya un precio alto, los inversores



serán reticentes a comprar a precios elevados aunque las condiciones de financiación sean atractivas, debido al reducido potencial de revalorización.

Ahora nos encontramos que estamos sufriendo los límites tanto del Keynesianismo como del Friedmanismo:

Por un lado, los niveles de déficit y de deuda en Europa son elevados debido a las medidas Keynesianas del principio de la crisis (que no funcionaron, ya que no tenían como objetivo inversiones con externalidades positivas, sino en muchos casos construir «puentes hacia ninguna parte»).

Por otro lado, los bancos centrales occidentales han estado llevando a cabo políticas de relajación en política monetaria, pero cuando se ha llegado al «límite cero» en los tipos de interés, el impacto a través de precios (el tipo de interés), que es la principal correa de transmisión de la política monetaria para empresas y familias, se ha empezado a degradar.

Nota: los bancos centrales aún tienen la capacidad de ajustar volúmenes, en lugar de precios, y eso es lo que se conoce como *Quantitative Easing*. El impacto principal de este ajuste es sobre el canal bancario, no sobre el sector privado. En particular, una expansión del exceso de dinero en el sistema permite al sistema financiero contrarrestar el efecto negativo de huidas de depósitos.

La pregunta es entonces:

¿Qué tipo de contrato social podemos llevar a cabo, si ni el Keynesianismo ni el Friedmanismo nos son ya de utilidad como mecanismos de reequilibrio, al haber llegado a sus límites de aplicabilidad?

### **I.3. RESPUESTAS COORDINADAS DE POLÍTICA FISCAL Y POLÍTICA MONETARIA COMO PROCESO DE RETROALIMENTACIÓN POSITIVA**

Las políticas Keynesianas, como hemos comentado anteriormente, no pueden ser aplicadas de

manera efectiva en la situación actual, debido que implican incrementos de deuda, y los niveles de deuda, tanto pública como privada, son ya posiblemente demasiado elevados. Diversos estudios muestran que un nivel de deuda pública del 90% del PIB es el punto de inflexión a partir del cual una economía se ve dañada por el alto nivel de deuda pública ([REINHART] y [CECHETTI]).

España no está aún ahí según la deuda PDE, pero si añadimos todos los pasivos existentes (deuda de empresas públicas, deuda comercial posiblemente no reconocida por el BdE, deuda pública no mostrada en el Fondo de Reserva de la Seguridad Social por las convenciones contables ESA 95 ...) posiblemente España está ya cerca de ese 90% del PIB. Y eso sin contar ni con pasivos contingentes debidos a la posible necesidad futura de asumir deudas privadas ni con pasivos existentes que no son contados como deuda (pensiones futuras, por ejemplo).

Por otro lado, el impacto potencialmente positivo de políticas monetarias expansivas es por un lado ya marginalmente poco eficiente y además, el BCE es reticente a aceptar expansiones monetarias agresivas debido a su mandato de estabilidad de precios.

Otras propuestas [ALESINA] argumentan que un proceso de consolidación fiscal puede llegar a ser positivo para el crecimiento económico. Esta visión es incorrecta en el entorno europeo actual. De hecho, hay muy pocos casos donde empíricamente el Alesianismo se haya visto validado, y generalmente ha venido asociado a devaluaciones cambiarias, entradas significativas de capital extranjero y a tipos de interés inicialmente muy altos (debido a una alta prima de riesgo de liquidez y no de solvencia).

En cambio, en la Europa periférica las devaluaciones competitivas no son posibles, y al menos en el caso de Grecia, la crisis de solvencia (además de la de liquidez) es obvia.

Pero siendo esto cierto, un proceso de consolidación fiscal, unido a reformas estructurales, es positivo a medio plazo debido a una reducción de la prima de riesgo. El problema es que estas medidas dañan el crecimiento a corto plazo.



La combinación de una política monetaria expansiva con una política fiscal contractiva es una solución coordinada óptima al problema descrito en los párrafos anteriores en un entorno de crisis de deuda, donde la prima de riesgo soberana es la clave: tanto una política monetaria expansiva como una política fiscal contractiva reducen potencialmente los tipos de interés. Una política monetaria expansiva abarata el precio del dinero, y una política fiscal contractiva reduce la prima de riesgo.

Además, ambas estrategias implementadas a la vez compensan los efectos negativos que sufre cada estrategia por separado:

Por un lado, las tensiones inflacionistas que una política monetaria expansiva podría ocasionar se ven contrarrestadas por el potencial deflacionario de un proceso de consolidación fiscal.

Por otro lado, el daño al crecimiento a corto plazo de un proceso de consolidación fiscal se puede ver contrarrestado por una política monetaria expansiva.

De hecho, esta estrategia puede ser entendida como un «dilema del prisionero»: hay cuatro posibles combinaciones de políticas fiscales y monetaria expansivas / contractivas. La *win-win* corresponde a la política monetaria expansiva y a la política fiscal contractiva.

El gran problema es conseguir que ambos agentes, fiscal y monetario, lleguen a un acuerdo de coordinación global.

De manera natural, las autoridades fiscales son «mentirosas», especialmente en los países periféricos, y el BCE no cree que las autoridades fiscales sean suficientemente responsables como para mantener sus promesas, ante posibles elecciones futuras y el incentivo de renunciar a esas promesas.

Por tanto, no podemos llegar a la solución *win-win*, que sería la óptima, debido a una falta de credibilidad de los gobiernos que nos representan. El problema radica en que los gobiernos no tienen los incentivos correctos para comportarse «bien», y en cambio sí que tienen incentivos, y muchos, para comportarse «mal».

No se puede esperar que alguien se comporte de una determinada manera cuando sus incentivos están diseñados para conseguir lo contrario.

Instrumentos como un *debt brake* o sanciones automáticas por incumplimientos en los objetivos de déficit y deuda pueden servir para revertir esta falta de desconfianza, y permitir eventualmente una coordinación entre política fiscal y monetaria que lleve a una estrategia ganadora.

#### **I.4. EUROBONOS: UN PROCESO WIN-WIN CON UNA COORDINACIÓN DE LOS AGENTES COMPLICADA**

Los Eurobonos son una propuesta para emitir deuda europea con garantías comunes de todos los países de la Eurozona.

La política monetaria y la política fiscal deben de tener el mismo rango geográfico. En caso contrario, eventualmente se generan automáticamente procesos *lose-lose* que llevan a la ruptura de la unión monetaria [DE GRAUWE]:

Cuando un país tiene control tanto de su política fiscal como monetaria, y tiene su propia moneda, una crisis económica no lleva a la huida de moneda del país, ya que la cantidad de moneda viene determinada por el banco central, no el mercado. Si un inversor vende activos de riesgo denominados en esa moneda, esa moneda no huye del país, sino que va a parar a los mercados monetarios denominados en esa moneda. El Banco Central tiene la capacidad, mediante *Quantitative Easing*, de transformar de vuelta esa moneda en activos de riesgo, comprando activos de riesgo, por ejemplo bonos de largo plazo.

En cambio, España pertenece a una unión monetaria superior, y además de no poder devaluar su moneda, tiene el problema que si entra en crisis y los inversores venden activos de riesgo del país (y llevan los euros al mercado monetario) pueden usar esos euros para comprar activos de riesgo en otros países dentro de la unión monetaria que no están en crisis, como por ejemplo, bonos del gobierno alemán. Por tanto, puede haber una fuga de capital de un país a otro, lo





que es claramente un proceso de retroalimentación negativa.

Por tanto, cualquier fluctuación suficientemente grande puede empezar un proceso *lose-lose* y llevar a la ruptura debido al canal circular retroalimentado «problema fiscal → huida de capital → mayores tipos → mayor problema fiscal».

Los Eurobonos actuarían claramente como un proceso de retroalimentación positiva, cortando de raíz la posibilidad del canal *lose-lose* descrito en los párrafos anteriores:

Actualmente la deuda soberana periférica ya no opera como un activo libre de riesgo que permite implementar políticas contra-cíclicas debido a sus características de *flight to quality*, por la cual las condiciones de financiación son mejores cuando son más necesarias (expandir el gasto en una recesión), sino que actúan como activos procíclicos, no siendo más que otro tipo de activo de riesgo.

En particular, las consecuencias sobre el sistema financiero son obvias: si la deuda soberana ya no es «especial» en el sentido de comportarse como activos contra-cíclicos, ya no tiene sentido que los bancos no deban provisionar por los bonos soberanos que tienen en cartera.

Esto lleva a unas necesidades brutales y repentinas de provisión para las carteras de deuda soberana periférica, que actúan directamente sobre los canales de la economía real, ya que los bancos deben contraer el nuevo crédito a la economía para ser capaces de provisionar esos riesgos que habían ignorado hasta entonces.

Por tanto, podemos afirmar que la unión del efecto De Grauwe junto con los *stress tests* del EBA y el *Private Sector Involvement* sobre la deuda griega (PSI, reestructuración ordenada de la deuda griega soberana), aunque positivos a nivel individual, han tenido consecuencias nocivas para la economía europea al aparecer juntas en el tiempo, creando un efecto *lose-lose*:

Muchos bancos de países aparentemente con poco riesgo crediticio han mostrado, a través del proceso de transparencia de los *stress tests*, unas posiciones enormes en deuda soberana europea, a veces superando con creces incluso su base de capital.

Cualquier duda que el proceso de reestructuración crediticia griego podría servir como molde para futuros procesos de reestructuración de la deuda soberana de otros países europeos ha llevado a los inversores a incluso dudar de buenos bancos europeos.

Por tanto, tanto el PSI como los *stress tests* han llevado tanto a problemas soberanos, por los cuales los gobiernos ya no pueden usar su deuda soberana como medida anti-cíclica, como a problemas del sistema financiero, ya que se abre la caja de Pandora de la posibilidad de tener que provisionar riesgos que hasta entonces se habían ignorado, y que incluso se habían impulsado a nivel regulatorio, debido al bajo peso en activos ponderados al riesgo que tiene la deuda soberana, al igual que beneficiar las medidas de liquidez incluidas en Basilea III.

Penalizar ahora por poseer deuda soberana, cuando antes se ha impulsado regulatoriamente de manera tan obvia, implica directamente la creación de procesos *lose-lose* a gran escala.

En opinión del autor de este artículo, estos procesos nocivos deben pararse tan rápido como sea posible, y deben impulsarse medidas *win-win* que permitan tanto recuperar las capacidades anti-cíclicas de la deuda soberana como evitar tener que provisionar por las carteras de deuda soberana periférica.

Una manera de conseguir estos dos objetivos es a través de los Eurobonos: los Eurobonos serían instrumentos anti-cíclicos, y si diseñados adecuadamente, sin riesgo crediticio y disfrutando de bajos tipos de interés.

Empíricamente, la deuda del fondo de rescate europeo, EFSF, tiene tipos muy bajos, y probablemente los Eurobonos operarían en ese rango de tipos.

Teóricamente, los tipos soberanos deberían depender de variables macro, como el nivel de deuda, déficit y liquidez del mercado de bonos. Si uno regresiona estas variables con respecto a los tipos de los distintos bonos de la Eurozona, y luego extrapola esta relación a los niveles de deuda, déficit y potencial liquidez del mercado de Eurobonos para la Eurozona, encuentra que



los tipos de los Eurobonos serían también muy bajos.

Eso es consistente con el hecho que aunque algunos países de la UME tienen serios problemas de déficit y deuda, la UME tiene un perfil global de deuda y déficit mejor que el de los Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, por ejemplo.

Pero para conseguir una implementación eficiente de los Eurobonos, es necesario que los países periféricos en general, y España en particular, den confianza a corto, medio y largo plazo a los países europeos con un alto nivel de calidad crediticia para incentivarlos hacia la idea de los Eurobonos.

### **1.5. EL «VUELO DE ÍCARO» FINANCIERO: ES DE DEMENTES FINANCIAR INVERSIONES ALTAMENTE APALANCADAS MEDIANTE DEPÓSITOS**

El sistema financiero cumple una misión dual: tanto proporcionar crédito a la economía, sirviendo de correa de transmisión monetaria para el Banco Central, como ser el custodio de los depósitos de familias, empresas y administraciones públicas.

El activo de un banco consiste básicamente de préstamos, tanto colateralizados (principalmente hipotecas) como sin colateral (por ejemplo, crédito al consumo), y de activos en balance, principalmente bonos soberanos, papel de otras instituciones financieras y de otras empresas no financieras, además de posibles carteras industriales y otros activos fijos.

El pasivo de un banco consiste principalmente en depósitos, deuda a medio y largo plazo (tanto cédulas hipotecarias como deuda *senior* y subordinada), y deuda a corto plazo, tanto colateralizada (repos, tanto privados como con el BCE) como sin colateral (papel comercial ...).

El objetivo tradicional de un banco es el de asumir el riesgo de liquidez, financiándose de manera barata a corto y proporcionando financiación cara a largo plazo. El riesgo de liquidez

está en general cubierto por una garantía implícita (pero muy real) del Banco Central, que proporciona liquidez extraordinaria cuando sea necesario.

La clave del negocio bancario tradicional está en los depósitos, tanto por su contribución mayoritaria en el pasivo del balance, como en la garantía explícita por parte de los gobiernos sobre ellos, y en el hecho que los gobiernos autorizan que las instituciones de crédito sean a su vez en su gran mayoría también instituciones de depósito, permitiendo a esas instituciones de crédito un apalancamiento mucho mayor, debido que los inversores consideran a los depósitos un pasivo barato y de alta calidad.

Y los depósitos han sido la clave en la crisis soberana europea, y la explicación de cómo la imbricación entre deuda soberana y sistema financiero ha llegado a su extremo:

El sistema de pagos entre los bancos centrales nacionales de la Eurozona, Target2, automatiza los préstamos del BCE a los bancos de la Eurozona, a través de colateralización suficientemente segura.

Los países periféricos tienen un pasivo de aproximadamente 350 millardos de euros contra el Eurosistema, mientras que Alemania tiene una posición acreedora de tamaño similar. Un interesante diálogo entre [BUI TER] y [SINN] ha mostrado que el motivo primordial de este desequilibrio no está en la financiación de déficits de cuenta corriente, como podría intuitivamente pensarse a primera vista, sino en la sustitución de depósitos perdidos, especialmente en Grecia e Irlanda.

Una vez que la falta de confianza llega a su punto de inflexión, buena parte de los depósitos de un sistema financiero huyen del país. En una situación normal, eso implica inmediatamente una crisis de pagos en el país. En Europa, con el Eurosistema los bancos que han perdido depósitos pueden compensar esa pérdida con pasivo del BCE. De hecho, debido a que el pasivo del BCE es más barato que los depósitos, este cambio puede llevar a una mejora en el corto plazo en sus cuentas. Pero esos desequilibrios se acumulan y estresan al Eurosistema.



Además, el Eurosistema depende fuertemente de colateral de calidad. Si los bonos soberanos de un país de la EMU entran en bancarrota, eventualmente el BCE no los aceptaría como colateral, y podría haber una ruptura del Eurosistema.

La pregunta es: ¿cómo hemos llegado al extremo que una actividad en principio tan estable como la bancaria llegue a estos extremos de inestabilidad?

La respuesta a esta pregunta viene dada por canales de retroalimentación positiva y negativa:

Generalmente, desde un lado academicista se piensa que los depósitos preceden al crédito, es decir, que un banco se apalanca con crédito solo al recibir un depósito.

Con esta visión, el apalancamiento puede ser riesgoso pero está controlado, y tiene implementado mecanismos de autoregulación: si los depósitos se contraen, también lo harán los créditos.

Pero en la realidad, lo contrario sucede: estudios econométricos demuestran sobradamente que el crédito precede a los depósitos.

El motivo es que los bancos están sometidos a regulaciones de capital, que determina (junto con las expectativas de crecimiento de la economía, y por tanto la demanda futura del crédito) lo que un banco está dispuesto a hacer crecer su crédito.

Una vez el banco ha determinado cómo prefiere crecer el tamaño de su activo, entonces decide cómo financiarlo con su pasivo (naturalmente, el proceso real es recursivo).

De manera importante, el pasivo no es solo consistente en depósitos o incluso financiación mayorista, sino que cada vez la financiación del BCE (e incluso la de emergencia de los bancos centrales nacionales, o ELA) juega un papel más importante.

Estos efectos se unen a la posibilidad única que tienen los bancos de registrar sus compras de bonos en libros a vencimiento, que les permite contabilizar esos bonos no a mercado, sino mostrar las pérdidas y ganancias de manera estable. Eso les alienta a apalancarse aún más.

El resultado final es que el sistema financiero, que en principio tiene un modelo de negocio imbatible, ya que:

- Sigue estrategias de inversión conservadoras (transformación de vencimientos)
- Tiene unos pasivos estables y baratos (depósitos, repos del BCE)
- Tiene un soporte de emergencia en caso que su estrategia fundamental (transformación de vencimientos) sufra una crisis de mercado (a través de las medidas de liquidez de emergencia del BCE, y planes de rescate de los gobiernos nacionales)
- Tiene enormes barreras de entrada a la competencia

sufre crisis constantes. Y eso es debido principalmente al excesivo apalancamiento de esos bancos: los gestores de los bancos tienen el incentivo de apostar «todo o nada» a un mayor apalancamiento, ya que si les va bien (cosa posible, debido a todos los apoyos que disfrutan), ellos ganan, y si les va mal, simplemente pierden su trabajo (o ni eso, como hemos visto recientemente).

Este es un efecto de externalidad negativa, donde unos *insiders* son capaces de sacar beneficios con actividades que implican riesgos sistémicos sobre la sociedad, sin que la sociedad tenga voz ni voto al respecto.

La respuesta regulatoria obvia a este dilema es el desapalancamiento: los bancos deberían ser forzados por los reguladores a reducir su apalancamiento, básicamente teniendo que levantar más capital, hasta cerca del 50% de sus activos ponderados por riesgo según estimaciones del Banco de Inglaterra [MILES].

Una crítica inmediata a esta idea es que los bancos sufrirían en ese proceso de desapalancamiento, lo que revertiría negativamente en la sociedad.

Esa afirmación, que parece intuitivamente correcta, es contraria a un famoso resultado teórico, el teorema de *Modigliani-Miller*, que afirma que el valor de una empresa (y en particular, el valor de un banco) es independiente de cómo se financia.



Por tanto, debería ser irrelevante para un banco si tener un *core capital* del 8% o del 50%. El motivo es que cuanto mayor es el apalancamiento, menores son los beneficios, pero también menores son los costes de financiación (por el menor riesgo percibido, debido al menor apalancamiento).

Pero esta observación es muy probablemente falsa a los ojos de alguien que trabaja en los mercados financieros: estoy convencido que el valor de un banco bajaría de manera masiva si se le requiriese aumentar capital. Eso es lo que se llama dilución. El motivo debe encontrarse en un fallo en las hipótesis del teorema.

Mi argumento se encuentra en las garantías implícitas, tanto de las autoridades monetarias (BCE) como fiscales (gobiernos) que hacen que aunque el riesgo «real» de los bancos, debido al apalancamiento, sea enorme, los inversores estén dispuestos a financiar a esos bancos a tipos baratos.

Por tanto, un aumento del capital tendría un efecto probablemente negligible sobre el riesgo «percibido» del sistema financiero. Incluso nos podríamos encontrar que los costes de financiación aumentasen, debido al reconocimiento por parte de los inversores que unos mayores requerimientos adicionales de capital implican que las garantías implícitas del sector oficial se debilitan.

Eso sería aún más así si se implementan las medidas de *bail-in*, con las cuales son los mismos pasivos bancarios los que sufren de manera automática en caso de degradación financiera, y por tanto evitando la necesidad de apoyos oficiales, tanto monetarios como fiscales.

El autor de este artículo piensa que debe analizarse esta situación como una dinámica de retroalimentación positiva y negativa:

Las garantías implícitas del sector oficial funcionan como un proceso de retroalimentación positiva, impulsando a los bancos a apalancarse, que se filtra positivamente a la economía real, lo que eventualmente revierte otra vez en el sistema financiero.

Pero hay escondida, en esta dinámica, un «vuelo de Ícaro»: hay un efecto de retroalimenta-

ción negativa, un *lose-lose*, de manera latente. Existe un punto, desconocido, a partir del cual el mercado y los inversores consideran que el apalancamiento del sistema financiero es excesivo. Cuando ese punto de inflexión es cruzado, ese proceso *lose-lose* salta a la palestra y se genera una crisis financiera. El caso de la crisis *subprime* americana es el ejemplo paradigmático.

La pregunta clave aquí es cual es el mal menor: ¿forzar recapitalizaciones masivas y reglas de *bail-in*, que probablemente resultarán en una (¿leve?) crisis financiera, o permitir que los bancos continúen como hasta ahora, simplemente con un poco más de capital?

Mi respuesta a esta pregunta es la siguiente: la respuesta debe darse no con argumentos morales o intuitivos, sino que debe tomarse después de análisis intelectualmente sinceros. La clave aquí no es que no haya interferencia política (ya que siempre la hay) sino que el incentivo del sistema político sea el adecuado: no obtener beneficios a corto plazo, aunque sea a costa del medio plazo, sino que sea en beneficio de los políticos el mirar por el bien común.

## **I.6. VENTA DESORDENADA DE CARTERAS CREDITICIAS: UNA ESTRATEGIA LOSE-LOSE**

El sistema financiero español se enfrenta a un problema que podemos llamar la «Santísima Trinidad»:

No es posible mantener un precio alto para las carteras de crédito privado, mientras el sistema financiero debe provisionarse adecuadamente y recapitalizarse, a la vez que desapalancarse.

Algo debe ceder: o no hay un desapalancamiento, o no se provisiona ni recapitaliza, o el precio de la deuda debe caer.

El sistema financiero debe desapalancarse. Recientemente, Alfredo Sáenz afirmó que el sistema financiero español debería desapalancarse unos 300 millardos de euros.



Por tanto, o el nivel de provisiones y de capital debe subir, o el precio de las carteras de deuda debe bajar.

Hasta ahora, el sistema financiero español ha mantenido durante la crisis el precio de sus carteras de crédito privado a un nivel elevado, ya que la regulación del BdE ha permitido a las instituciones financieras españolas mantener niveles de provisión bajos (en comparación a las pérdidas que deberían aceptar si vendieran esas carteras a mercado).

Eso, a su vez, ha permitido a las instituciones financieras españolas mantener unos niveles de capital elevados, ya que no debían «quemar» capital (o beneficios) para provisionar.

Además, los niveles de provisión reducidos han permitido extender agresivamente las deudas sindicadas que las instituciones financieras españolas tenían con los grandes promotores españoles, con refinanciaciones alargadas varios años en el futuro, para empresas con un nivel de solvencia comprometido, que depende básicamente de grandes cantidades de terreno en cartera, actualmente invendible.

Estas instituciones financieras mantienen en cartera estos préstamos sindicados aún a niveles elevados de precio, mucho mayores que los precios que instituciones financieras no españolas, que también habían prestado a estos promotores, están dispuestas a vender esa deuda.

Eventualmente, algo debe ceder.

La opinión del autor de este artículo es que se debe de evitar a toda costa caer en el proceso *lose-lose* de ventas forzadas de deuda:

Si una institución financiera debe vender de manera forzada carteras de deuda, el precio que obtendrá por ellas no es su precio justo, ya que se deben incluir en el precio, por lo menos, tanto los retornos del inversor oportunista que comprará esa cartera, como los costes de gestión de las carteras fallidas. Ambos factores pueden llegar a sumar una buena parte del valor de la deuda, con lo cual el precio eventualmente es muy cercano a cero.

Para evitar este escenario de proceso *lose-lose*, la solución viene por parte de un regulador más

agresivo en el nivel de provisiones, de tal manera que las instituciones financieras deben provisionar de manera intensa esas carteras (de tal manera que los créditos, descontando las provisiones, estén marcados a un nivel parecido al que se podrían vender a mercado) contra capital (el proceso debe hacerse rápido, y no hay tiempo para ir acumulando provisiones por *P&L*).

Esto daría lugar a necesidades de capital y eventualmente a dilución de los accionistas de los bancos.

Pero no hacerlo lleva a una externalidad negativa clara: para no diluirse, los accionistas están dispuestos a jugarse el futuro del sistema financiero en conjunto, y por tanto, del país. Eso es injusto, ya que los ciudadanos pueden recibir las consecuencias negativas de esa decisión sin haber sido su opinión puesta en consideración.

Dicho de otra manera, los bancos tienen una opción gratis, que les es «regalada» por parte de los ciudadanos, a través de los reguladores financieros.

En consecuencia, es necesario que las instituciones financieras españolas provisionen de manera mucho más agresiva que hasta ahora, para eliminar los efectos negativos en confianza y que eso se convierta en procesos *lose-lose*.

### **I.7. REGULACIONES BIENINTENCIONADAS: ¿VALE LA PENA ARRIESGAR UN PROCESO LOSE-LOSE A GRAN ESCALA PARA OBTENER UN PEQUEÑO BENEFICIO?**

Durante la crisis, se han tomado decisiones que rentan un pequeño beneficio a corto plazo, pero que ponen en riesgo el causar procesos *lose-lose*, que pueden ocasionar grandes pérdidas a medio plazo:

#### **I.7.A) El fondo de reserva de la Seguridad Social**

El fondo de reserva de la Seguridad Social ha sido tradicionalmente gestionado de manera conservadora, acumulando en cartera principalmente deuda soberana europea de alta calidad crediticia.



Pero cuando la crisis de deuda soberana europea empezó a afectar a España, los gestores de esa cartera empezaron a vender la deuda soberana no española, reemplazándola con deuda soberana española.

Esta medida tuvo no solo el efecto positivo de aumentar la demanda de la deuda soberana española, sino que permitió reducir el nivel oficial de deuda soberana española, ya que según la normativa ESA 95, si el Estado compra su propia deuda pública, esa deuda se considera amortizada («deja de existir»).

El problema aquí es dual:

Por una parte, al sustituir deuda de alta calidad crediticia por deuda española, cuando la deuda nacional tenía implicado en el precio una probabilidad de mora no negligible, los gestores de esa cartera pusieron en riesgo, de manera consciente, las pensiones futuras de los españoles (el argumento que se usó oficialmente, por el cual el rendimiento de la cartera mejoraba debido a los tipos más altos, es fácil de rebatir: ¿por qué no comprar entonces deuda griega, con tipos aún más altos?).

Por otra parte, de hecho las pensiones desaparecen, ya que si el nivel de deuda se reduce, eso quiere decir que realmente esos bonos no están a disposición de los pensionistas futuros.

Es importante destacar que el cambio de deuda soberana no nacional a deuda soberana española es significativo: con deuda soberana no española, esos activos cuentan realmente para las pensiones. Cuando se hizo el cambio contra deuda soberana española, esos activos efectivamente desaparecieron.

Por tanto, esta medida ayudó a corto plazo aumentando la demanda de la deuda soberana nacional, pero puso en riesgo el acelerar procesos negativos *lose-lose*: si eventualmente hay una reestructuración de la deuda soberana española, las pensiones se verán además fuertemente recortadas.

### **I.7.B) Repos y balance de efectivo del Tesoro**

El Tesoro español ha estado emitiendo en los últimos tiempos más deuda de la que sus inmediatas necesidades de financiación requerían.

Este proceso es generalmente considerado como positivo, ya que el Tesoro aprovecha ventanas de financiación positivas para acumular recursos, en caso que esas ventanas de oportunidad se cierren en un futuro.

Ahora bien, es necesario pensar qué se ha hecho con esos recursos, y cómo se han gestionado de manera efectiva.

La respuesta es que buena parte de esos recursos se han invertido en repos a vencimientos mayores que un día, implicando de manera efectiva que se prestaban fondos al sistema financiero doméstico.

A parte del hecho que el Tesoro está perdiendo recursos (se financia caro a largo y presta barato a corto, en repo) no está claro que la gestión eficiente de esos recursos sea prestarlos al sistema financiero.

De hecho, el Tesoro presta barato a contrapartidas de una calidad crediticia menor a la suya, y se financia más caro a pesar de ser un mejor nombre.

En los últimos tiempos, ha habido presiones a los bancos europeos para que dejen de financiarse con repos del BCE cuando puedan, y evitar ser «adictos» al BCE. Los bancos españoles han conseguido este objetivo de manera bastante exitosa, no solo reduciendo el flujo de crédito y aumentando depósitos, sino también accediendo a los mercados europeos de repo privados, como *LCH.Clearnet*, y también accediendo a los repos del Tesoro.

Pero estos repos del Tesoro tienen escondidos un proceso *lose-lose*: si en algún momento el Tesoro necesitase acceder a esos depósitos, debido a una crisis financiera, eso tendría un efecto directo también sobre el sistema financiero, que perdería una de sus fuentes de liquidez principales, incrementando su fragilidad.

Otra vez, nos encontramos con un efecto que es positivo a corto plazo, pero que contiene en su diseño un proceso *lose-lose* implícito.

La pregunta es, como siempre: ¿sale a cuenta el beneficio a corto plazo, por los grandes riesgos que se corren a medio plazo?



La respuesta, como siempre, es que el sistema político debería tener como incentivos para sus acciones el bien común, y no tener como incentivos el propulsar los beneficios a corto a pesar de posibles efectos negativos a medio plazo.

## II. DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

El objetivo clave de los reguladores y legisladores para una gestión efectiva de la economía y el sector financiero europeos debe ser una comprensión profunda de las dinámicas que conducen a procesos *win-win* y *lose-lose*, alentando los primeros y oponiéndose a los segundos.

Los dos conceptos clave para gestionar adecuadamente estas dinámicas de retroalimentación positiva son confianza e incentivos adecuados.

### II.1. CONFIANZA

La confianza es esencial para conseguir acciones coordinadas entre agentes con objetivos aparentemente contrapuestos.

Por ejemplo, las autoridades monetarias pueden ser reticentes a llevar a cabo políticas monetarias expansivas, debido a potenciales tensiones inflacionarias, y las autoridades fiscales se resistirán a llevar a cabo procesos de consolidación fiscal y reformas estructurales, debido a posibles consecuencias electorales y sociales negativas [PONTICELLI].

La coordinación de política fiscal y monetaria permitiría que las reticencias descritas anteriormente desaparecieran: un banco central puede apoyar políticas monetarias expansivas si confía que las reformas a nivel fiscal calmarán tensiones inflacionarias. Y un gobierno estará más abierto a procesos de consolidación fiscal si unos tipos bajos ayudan a amortiguar los efectos nocivos a corto plazo de esas reformas.

La clave para conseguir esa coordinación es la confianza por ambas partes, especialmente por parte de las autoridades fiscales, acostumbradas a *overpromise and underdeliver*.

La confianza es también clave para ayudar a decidir a los países que aún conservan una alta calidad crediticia en su deuda soberana hacia la ruta de los Eurobonos:

Los países periféricos deben convencer a los países europeos que aún conservan una buena calidad crediticia que van a comportarse de manera fiscalmente responsable, para que estos últimos accedan a implementar los Eurobonos, que harían que los canales *lose-lose* que tenemos actualmente en la deuda soberana periférica, como son tanto la falta de instrumentos anti-cíclicos como la necesidad de provisionar en el sistema financiero si eventualmente la deuda periférica se convierte en un instrumento pro-cíclico, pasasen a ser canales *win-win*, ya que los Eurobonos serían instrumentos anti-cíclicos y de buena calidad crediticia, sin necesidad de provisionar a los bancos que los posean en cartera.

Pero para ello, esa confianza debe ser total, ya que sino los países fiscalmente responsables temen que la ineptitud fiscal de los países periféricos (llevada por una relajación en el proceso de consolidación fiscal y de reformas estructurales por parte de los países periféricos por los efectos positivos de los Eurobonos) pueda llevar a canales *lose-lose* masivos a nivel global europeo.

### II.2. INCENTIVOS

La otra cara de la moneda, y el catalizador que puede desencadenar los cambios necesarios en España, es la gestión eficiente de los incentivos:

No podemos esperar que los agentes económicos se comporten adecuadamente cuando sus incentivos están diseñados para que se comporten de manera irresponsable.

Los efectos positivos en la economía por parte del incremento de deuda en las últimas décadas ha hecho que el sistema político haya podido diseñar incentivos perversos para que grupos de poder y redes clientelares con acceso directo y buenas conexiones a ese poder político disfruten de rentas inmerecidas.



Esta falta de eficiencia se compensaba con el efecto económico positivo del incremento de la deuda.

Pero una vez que la marea baja, y deja distinguir los que nadaban desnudos de los que no, y varios de los canales *win-win* ya no están disponibles (Keynesianismo, Friedmanismo), y los otros posibles serán difíciles de conseguir (Eurobonos, coordinación de política fiscal y monetaria) no hay más remedio que conseguir eficiencia. Y la eficiencia no llega con medidas centralizadoras, sino dando los incentivos adecuados a todos los agentes de la economía, para que lo que sea bueno para ellos sea lo adecuado para la sociedad en su conjunto.

España, como todas las sociedades occidentales modernas, tiene una gran cantidad de talento escondido. El sistema capitalista ayuda a incentivar que el buen trabajo tenga recompensa, pero hay muchos otros canales sociales que amortiguan e incluso revierten el efecto positivo de los incentivos capitalistas, especialmente la existencia de fuertes redes clientelares.

El gran problema en España es que las redes clientelares han sido tremendamente eficientes en obtener recursos públicos para sí, y evitar que sus actividades se conozcan públicamente a través de los medios de comunicación y el sistema educativo.

No es coincidencia que los países donde las redes clientelares son más débiles, y la sociedad civil es más fuerte, sean los que tengan los sistemas educativos y medios de comunicación más vigorosos y eficientes, y viceversa.

En resumen, la única solución óptima posible es la siguiente: diseñar los incentivos correctos para recuperar la confianza y acelerar los procesos *win-win* a la vez que cortar de raíz los procesos *lose-lose*.

El problema, entonces, no es entender qué debe hacerse, sino como diría un político, conseguir ser reelegido después de hacerlo. Es necesario, por tanto, no solo crear el producto correcto, sino también saber venderlo.

### II.3. EL MAPA DE RUTA

Las sociedades humanas tienen dinámicas complejas, que vienen determinadas no solo por fríos

canales macroeconómicos, sino también, e incluso principalmente, por «memes», historias que una vez en nuestra mente, no podemos desprendernos de ellas ([DAWKINS] por el desarrollo teórico del concepto de «meme» y [LAKOFF] por aplicaciones prácticas en política).

Las «historias que merecen ser contadas» nos explican por qué el mundo es como es, y especialmente, nos dicen como debe de ser, usando los conceptos del bien y el mal.

Independientemente de la veracidad de esas historias, los seres humanos las necesitamos para dar sentido a la realidad que nos rodea y a nuestra propia existencia.

Debe, por tanto, haber una historia consistente que guíe y dé sentido a los europeos hacia esas nuevas estructuras que hemos descrito anteriormente, para conseguir que los procesos *win-win* entren en marcha de manera efectiva.

Y el número de tales posibles historias que pueden usarse es limitado [BOOKER]: son las historias del Monstruo, de la Tragedia y del Renacimiento.

La historia del Monstruo explica una crisis por circunstancias que están fuera del alcance de los ciudadanos: fuerzas oscuras se apoderan de nuestra sociedad, hasta que un héroe usa un arma secreta que derrota al monstruo.

La historia de la Tragedia se basa en errores auto-infligidos, que llevan a dinámicas *lose-lose*, que acaban derrotando al héroe, impotente ante la fatalidad.

La historia del Renacimiento también requiere la presencia de un monstruo y de un héroe, como en la historia del Monstruo. Como en la historia de la Tragedia, el héroe parece perder en su batalla contra el mal. Pero una heroína eventualmente rescata al héroe, venciendo la fatalidad.

Un político, como gestor tanto de la economía como de los deseos e inquietudes humanas, debe decidir qué historia contar para conseguir que la sociedad camine en la dirección correcta.

Una elección posible es la de un héroe dispuesto a convertirse en mártir para llevar a cabo





las reformas necesarias, lo que es consistente con la historia del Monstruo.

Otra posibilidad es el derrotismo, llevado de la mano de la historia de la Tragedia: hemos llegado a una situación insostenible, y no hay más remedio que un descenso paulatino al infierno.

La otra posible historia, la del Renacimiento, pasa por el eventual fallo de la estrategia seguida inicialmente (el héroe pierde contra el monstruo en su batalla) hasta que la sociedad encuentra cómo debe cambiar (el Renacimiento) para superar sus debilidades pasadas.

Las tres historias tienen su parte de seducción. Al fin y al cabo, cada sociedad debe decidir cual es la historia que mejor se ajusta a su realidad.

Excluyendo la Tragedia, que es auto-destruccion, pero que ya corre por la mente de muchos europeos (principalmente en la forma de miedo) la elección está entre la historia del Monstruo y la del Renacimiento.

La primera es seductora para un político con aspiraciones mesiánicas: si el héroe vence, el coste para la sociedad es mínimo, ya que no se requieren cambios sustanciales (el mal es externo a la sociedad, proviniendo del monstruo).

Pero esa estrategia es peligrosa, ya que presupone que el mal es externo, y una vez expurgado, se puede continuar como siempre.

Ahora bien, de un análisis imparcial podemos concluir que no es así: las sociedades modernas somos responsables de la crisis al menos parcialmente, siendo el endeudamiento excesivo, y el vivir por encima de nuestras posibilidades, una de las causas.

Por tanto, para que el héroe pueda vencer al monstruo, es necesario un proceso de catarsis social, que deje atrás el mal que albergamos en nuestro interior; principalmente, en la forma de egoísmo: endeudarse para vivir mejor de lo que nuestros propios medios nos permitirían y dejar una pesada losa para los que vendrán detrás nuestro, que no han podido decidir por ellos mismos si querían asumir esa carga.

Pero ello no es fácil, y el reconocimiento de un error consustancial a nuestra forma de vida

requiere pasar por las etapas del duelo: la negación, la ira, la negociación, la depresión y finalmente la aceptación.

Eso nos lleva a concluir que para tener éxito en esta empresa, es necesario hilvanar la historia del Renacimiento alrededor de la crisis de deuda soberana y privada en Europa.

Es preciso construir no solo las estructuras necesarias (Eurobonos, coordinación entre política fiscal y monetaria ...) sino convencer a la población que estas medidas son precisas y buenas, y aún mejor, inevitables.

Dicho de otra manera: que el mundo del futuro no podrá ser pensado de otra manera.

Es necesario, por tanto, definir una hoja de ruta que guíe a la población europea en la dirección positiva de los procesos *win-win*, mediante confianza e incentivos correctos, a través de una historia congruente y seductora basada en el principio moral del «final feliz» a través de un gran esfuerzo colectivo.

### III. CITAS BIBLIOGRÁFICAS

- REINHART, C. y ROGOFF, K. (2010). «This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly». Princeton University Press.
- CECHETTI, S. G., MOHANTY, M. S. y ZAMPELLI, F. (2011). «The Real Effects of Debt». Presentación en Jackson Hole, 2011.
- ALESINA, A. y ARDAGNA, S. (2009). «Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending». En: Tax Policy and the Economy, 2009.
- DE GRAUWE, P. (2011). «Managing a Fragile Eurozone». En: CESifo Forum, 12(2), 40-45.
- BUTTER, W., RAHBARI, E. y MICHELS, J. (2011). «TARGETing the wrong villain: Target2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows». En: Global Economics View, Citibank, junio 2011.
- SINN, H.-W. (2011). «On and off target». En: [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- MILES, D., YANG, J. y MARCHEGGIANO, G. (2011). «Optimal Bank Capital». En: External MPC Unit, Discussion Paper N.º 31.



PONTICELLI, J. y VOTH, H.-J. (2011). «Austerity and Anarchy: Budget Cuts and Social Unrest in Europe, 1919-2009». En: CEPR, Discussion Paper Series N°. 8513.

LAKOFF, G., DEAN, H. Y HAZEN, D. (2005). «Don't Think Of An Elephant!». En: Chelsea Green.

BOOKER, C. (2004). «The Seven Basic Plots: Why We Tell Stories». En: Continuum.

DAWKINS, R. (1990). «The Selfish Gene». En: Oxford University Press.

### **PARTE III.**

## **CAMBIOS INSTITUCIONALES NECESARIOS EN LA GOBERNANZA EUROPEA: ¿DEL MECANISMO PERMANENTE DE ESTABILIDAD AL GOBIERNO EUROPEO?**





# CAMBIOS INSTITUCIONALES NECESARIOS EN EL ÁREA EURO

**Guillermo de la Dehesa**

**Presidente del Centre for Economic Policy Research, CEPR, Londres**

## INTRODUCCIÓN

Desde que empezó a hablarse de una unión monetaria dentro de la Comunidad Europea a finales de los años ochenta, surgió una elevada cantidad de artículos y papers explicando las dificultades de implantarla y enumerando las condiciones necesarias para que pudiese funcionar (Giavazzi, Micossi y Miller, 1988) (Fratiani y von Hagen, 1992), (de Grauwe, 1992), Ya entonces, en un artículo mío con Paul Krugman (de la Dehesa y Krugman, 1992) señalábamos que nuestra mayor preocupación era que las instituciones de Comunidad Europea no estaban preparadas para gestionar una verdadera unión económica y una unión monetaria.

No existía entonces una integración suficiente del comercio, de las finanzas y de los mercados laborales, tampoco existía una suficiente convergencia macroeconómica en términos de crecimiento, inflación y tipos de interés a corto plazo y, finalmente, las diferencias de eficiencia y de economías de escala en la producción eran demasiado elevadas para que hubiese una verdadera cohesión a largo plazo. En una situación tal era muy difícil que funcionase adecuadamente una política monetaria única con situaciones tan dispares en los países miembros.

Por todas estas razones, recomendábamos establecer un sistema de federalismo fiscal para hacer frente a los choques asimétricos que con toda seguridad afectarían muy duramente a algunos de sus países miembros por varias razones:

Primero, por la falta de integración de los mercados laborales, que se encontraban en un proceso de total euro-esclerosis (y algunos como España no la ha superado todavía del todo).

Segundo, porque la integración desataría las economías de aglomeración y de escala y una fuerte especialización hasta que hubiese una concentración de la actividad industrial y tecnológica en clusters especializados en unos pocos países miembros, como había ocurrido ya en Estados Unidos.

Tercero, porque la integración de los mercados de capital, entre países con distintos niveles de tecnología y eficiencia podría llevar a que el capital fluyera desde los países miembros menos desarrollados hacia los más avanzados ya que los salarios más bajos en los primeros serían más que compensados por su baja productividad reduciendo, en lugar de aumentando, la cohesión.

Cuarto, la falta de integración o movilidad laboral, podría hacer que, como los trabajadores con mayor nivel de conocimientos son los más móviles, podría terminarse dándose el mismo caso que con el capital, que los trabajadores más productivos se desplazarían desde los países más pobres a los más ricos, reduciendo todavía más la cohesión a largo plazo que se buscaba con la integración.

## ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS

La primera dificultad era que la Unión Europea no era (ni es todavía) un «área monetaria ópti-



ma» (OCA en inglés), en el sentido establecido por el premio Nobel de Economía Robert Mundell (1961), así como Ronald MacKinnon (1963) y por Peter Kenen (1969) que conocían muy bien que era una unión monetaria y cómo funcionaba en países como Canadá y Estados Unidos, que eran áreas monetarias óptimas.

Para que un área monetaria sea óptima tenían que darse, como mínimo, cuatro requisitos básicos:

Primero, el mercado laboral tendría que ser único en el sentido en que las reglas laborales fuesen las mismas y la movilidad de los trabajadores fuese muy elevada. Si un estado de EEUU o una provincia de Canadá se encuentra en recesión y con una elevada tasa de paro, sus parados se trasladan a otros estados o provincias del área monetaria en las que hay mayores oportunidades de encontrar trabajo. Asimismo, si un sector determinado sufre una caída, sus trabajadores buscan inmediatamente trabajo en otros sectores similares o reciben formación adicional para poder ejercitarlos en otros sectores diferentes.

Sin embargo, en la UE, había, y hay, una mínima movilidad laboral (2%), no sólo porque se hablan idiomas diferentes en sus estados miembros, sino porque el mercado de viviendas en alquiler es muy escaso en muchos países miembros ya que la mayoría de sus hogares son propietarios de las viviendas en las que residen, lo que restringe su movilidad. Sólo los inmigrantes son realmente móviles en la UE, pero en su mayoría están trabajando en empleos muy básicos o poco sofisticados, como la construcción, la agricultura o el servicio doméstico, los bares y restaurantes, etc.

Segundo, la integración comercial debe de ser muy elevada y la misma dosis de integración y de movilidad debe existir entre los capitales dentro de un área monetaria óptima. El mercado bancario y el financiero deben de estar totalmente integrados dentro del área para que la movilidad de los capitales sea total o muy elevada. Sin embargo, en la UE, es muy difícil que un banco o una entidad financiera de un país determinado logren implantarse directamente en otro y más todavía comprando uno nacional o local, salvo en

el caso del Reino Unido, que siendo el mayor centro financiero de la UE, ha sido siempre más abierto a la entrada de competidores.

Tercero, los precios y salarios dentro del área monetaria deben de ser muy flexibles, para poder adaptarse a los choques negativos que sufra el área o uno de sus Estados miembros. Sin embargo, salvo, de nuevo, en el Reino Unido, en la mayoría de los Estados miembros el sistema de negociación colectiva es poco propicio a dejar que las empresas tengan sus propios convenios o fijen sus salarios de acuerdo con la productividad relativa de cada trabajador, sin haber logrado antes el total acuerdo de los sindicatos, lo que siempre suele ser muy difícil de conseguir.

Estados Unidos estuvo muchas décadas del siglo XIX con una moneda única pero con un presupuesto federal mucho más pequeño que hoy y, sin embargo, hizo frente a recesiones muy serias sin graves desequilibrios territoriales ya que sus mercados laborales eran muy flexibles (Mankiw, 2010).

Asimismo, los precios públicos, siempre tienden a ser más insensibles a las fases del ciclo y a subir más rápido y en mayor medida que los privados, haciendo que, unido a lo anterior, haya una tasa de inflación ligeramente superior en el área euro que en áreas monetarias óptimas como Canadá o Estados Unidos.

Cuarto, una unión monetaria necesita una unión fiscal o al menos un gran fondo presupuestario comunitario especial para hacer frente a los choques asimétricos, es decir, a aquellos choques que sólo afectan a uno o varios países de la unión monetaria, para poder así ayudarles temporalmente y evitar que lleguen a incurrir en recesiones graves, contagiando a otros o verse obligados a dejar de pagar su deuda o incluso a salir de dicha área.

Sin embargo, en el área euro no sólo no existe un ministerio del tesoro común como en otras áreas monetarias óptimas, sino que mientras que en Estados Unidos o en Canadá su estado federal o su gobierno central tienen un presupuesto de alrededor del 25% del PIB de la unión monetaria, en la UE, el presupuesto común o comunitario es sólo del 1% del PIB, totalmente insuficien-



te para enfrentar un choque asimétrico en un país miembro mediano o grande.

En Estados Unidos, los impuestos federales recaudados en los Estados miembros oscilan entre el 12% y el 20% del PIB de cada estado y las transferencias monetarias que reciben los estados miembros del presupuesto federal oscilan entre el 9% y el 31% del PIB de los estados. En la Unión Europea, los Estados miembros contribuyen al presupuesto comunitario entre un 0.8% y un 0.9% de su PIB y reciben del presupuesto europeo entre el 0.3% y 0.5% de su PIB. La redistribución en Estados Unidos es muchas veces superior a la de la UE.

Además, los Estados miembros de Estados Unidos tienen que aplicar unas reglas fiscales mucho más duras que las que tienen los Estados miembros del área euro. En Estados Unidos, 36 Estados tienen reglas muy rigurosas de presupuesto equilibrado, 10 Estados tienen reglas menos rigurosas y 4 Estados tienen reglas más débiles. Esto hace que la deuda conjunta de los estados miembros y las corporaciones locales de Estados Unidos sólo alcanzase el 16% del PIB de Estados Unidos en 2006. (Darvas, 2010).

Esta es una de las razones por las cuales California, que representa el 16% del PIB de Estados Unidos no ha producido ninguna crisis de deuda soberana de otros Estados miembros, mientras que en el área euro, un Estado miembro, como Grecia que sólo representa el 2% del PIB del área ha causado una enorme crisis que dura ya dos años.

Finalmente, muchos economistas advertimos ya desde un principio que un área monetaria o unión monetaria, no puede funcionar sin una unión fiscal o un control centralizado muy estricto de la situación fiscal de cada país por parte de un órgano central (el ministerio de hacienda) o al menos un órgano comunitario, independiente de los Estados miembros, que tenga poderes suficientes para imponerles disciplina fiscal. De no ser así, se provocarían comportamientos generalizados de «riesgo moral» entre dichos Estados miembros, como ya ha ocurrido en el área euro, ya que en una unión monetaria, si un Estado miembro aumenta su deuda de forma despro-

porcionada, la podrá colocar sin problema entre otros Estados miembros, al ser comprada por el resto de ellos ya que es una inversión soberana con bajo riesgo de impago y sin riesgo de tipo cambio.

## DISEÑO DE LA UNIÓN MONETARIA EN LA UE

A pesar de no cumplir los requisitos mencionados más arriba necesarios para el funcionamiento óptimo de un área monetaria como la europea y sin hacer caso de dichas y repetidas advertencias, los fundadores de la unión monetaria siguieron con su proyecto adelante basándose en que, para evitar los problemas señalados, especialmente el de riesgo moral, bastaría con que el Tratado de la Unión incluyese una serie de artículos tendentes a evitarlo:

Primero, introducir en el Tratado determinadas cláusulas que prohibieran: por un lado, que la unión monetaria o un determinado Estado miembro pudiese rescatar a otro (actual artículo 125 del Tratado de funcionamiento de la Unión); por otro lado, que una entidad bancaria o financiera pudiese rescatar a un determinado Estado miembro (artículo 124) y finalmente, que el Banco Central Europeo, pudiese comprar deuda directamente de un país para salvarlo de una situación de impago de su deuda (artículo 123).

Segundo, introducir en el texto del Tratado unas limitaciones al nivel máximo de déficit (un 3% del PIB) y de deuda (un 60% del PIB) permitido a cualquier Estado miembro de la unión monetaria.

Además, en lugar de crear un ministerio de hacienda común, se llegó con posterioridad y mediante un acuerdo político entre los 17 Estados miembros asistentes a la cumbre de Dublín, en diciembre de 1996, a aprobar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (SGP, siglas en inglés), mediante el cual se establecía que aquellos Estados miembros que no cumplieren los artículos del Tratado y los límites establecidos de déficit presupuestario, medido como un exceso de gastos sobre ingresos superior al 3% del PIB en un



año determinado, estarían sometidos a un «procedimiento de déficit excesivo» (EDP, siglas en inglés) tendente a corregirlo rápidamente.

Asimismo, se obligaba a los gobiernos a mantener su deuda bruta por debajo del 60% del PIB, para lo que cada Estado miembro tendría que informar sobre el nivel de su deuda cada año a la Comisión, información que sería posteriormente trasladada al Consejo del EcoFin y al Comité Monetario. Si la Comisión encontraba que se había excedido dicho déficit, podía recomendar al Consejo la imposición de sanciones. Sólo se excluía dicho EDP si los excesos de déficit o de deuda hubieran sido el resultado de un acontecimiento ajeno y fuera del control del Estado miembro (un choque asimétrico).

Lamentablemente, cuando Alemania y Francia, sus principales promotores, fueron los que incumplieron repetidamente lo establecido en el SGP, en uno de los Consejos de 2003, no recibieron ninguna sanción o multa, por tener, entre ambos, los suficientes votos para alcanzar una mayoría y evitarlo. Dichas multas habían sido impuestas a otros dos Estados miembros que ya lo habían dejado de cumplir anteriormente (Portugal y Grecia) aunque nunca las llegaron a pagar tras tomar nota de lo ocurrido posteriormente con los dos grandes.

Es decir, paradójicamente, el SGP dejó de funcionar porque, los dos Estados miembros que lo impusieron porque querían evitar las situaciones de riesgo moral, fueron los mismos dos que lo incumplieron produciendo riesgo moral en el resto, haciendo que ya nadie lo cumpliese. Una vez que los dos Estados miembros líderes pudieron llegar a cumplirlo, se convocó otro Consejo para revitalizarlo.

El 22 y 23 de marzo de 2005, el Consejo Europeo, bajo presión de Francia y Alemania, relajó las reglas del SGP como reacción a la idea de que era muy poco flexible y con el fin de poder imponerlo sin escapatoria posible. Los límites de déficit del 3% y de deuda del 60% fueron mantenidos, ya que estaban recogidos en dos artículos del Tratado. Sin embargo, lo que se hizo fue relajar sus requisitos. Para ello, la decisión de declarar que el estado miembro había incurrido en

déficit excesivo EDP estaba basada en los siguientes parámetros:

Primero, el comportamiento del presupuesto, ajustado por el ciclo, es decir, se imponía el déficit estructural sobre el nominal. Segundo, la gravedad de la recesión y del crecimiento negativo: si caía más del 2% estaba exonerado del EDP. Tercero, si la duración del período de bajo crecimiento (sin haber crecimiento negativo) era muy prolongada también estaba exonerado del EDP. Finalmente, por la existencia de una larga lista de los llamados «factores relevantes», que, entre otros, eran los siguientes:

La posibilidad de que el déficit pudiese estar relacionado con procedimientos o medidas estructurales que intentan reducir el déficit a largo plazo (pensiones o seguridad social) o derivado de inversiones que tratan de incrementar la productividad (I+D+i) o cuando el crecimiento potencial ha sufrido una caída inesperada o a consecuencia de fomentar la solidaridad internacional (ayuda al desarrollo o cierto gasto militar con fines pacíficos o, lógicamente, la reunificación alemana) o finalmente, cuando es consecuencia de una «elevada contribución» al presupuesto de la UE para conseguir «finés de política Europea». Estos «factores relevantes» satisfacían las demandas de Alemania y Francia.

Esta reforma aligerando y ampliando las causas del incumplimiento de los límites de déficit y deuda trajo consigo que, cuando la crisis financiera golpeó a los Estados miembros del área euro, el déficit presupuestario medio del área alcanzaba el 6% del PIB, el doble del establecido en el SGP y que la deuda alcanzaba el 85% del PIB, 25 puntos porcentuales más que lo establecido en el SGP.

La reacción ante esta situación de incumplimiento, de acuerdo con el nuevo SGP, no se dejó esperar, comenzando en 2010 y finalmente cuando los Estados miembros periféricos (ahora llamados PIGS) incumplían dicho pacto, el 15 de marzo de 2011, el Consejo Europeo consiguió volver a reforzar el cumplimiento de dichos criterios de convergencia mediante un paquete de medidas que ahora intentan:

En primer lugar conseguir que los Estados miembros consigan alcanzar sus objetivos de





medio plazo (MTO siglas en inglés) para lo que se introduce una regla que establece que el crecimiento anual del gasto público de cada Estado miembro no podrá superar nunca la tasa de crecimiento de su PIB de referencia a medio plazo. Esto significa asegurar que todo incremento de ingresos no esperado, debido a un fuerte incremento del PIB por una sola vez, por un choque externo no repetible, o por una burbuja nacional, no podrá gastarse sino que tendrá que aplicarse a reducir la deuda.

En segundo lugar, dar un mayor énfasis en el criterio del límite a la deuda del 60% del PIB, haciendo que cada Estado miembro que exceda dicho porcentaje necesita tomar medidas para volver a situarlo a dicho nivel, incluso aunque su déficit sea inferior al 3% del PIB. Además, para cumplirlo debe, como mínimo, conseguir reducir su distancia respecto al 60% de su PIB de referencia sobre los tres años anteriores a una tasa anual de una veintava parte de dicha distancia.

En tercer lugar, someter a un Estado miembro al procedimiento de déficit excesivo (EDP) no sólo estará basada en esta fórmula numérica, sino también en otros factores relevantes, tales como sus pasivos contingentes o implícitos derivados de la deuda del sector privado y del envejecimiento de la población para lo que se tendrá en cuenta el coste neto de una reforma de las pensiones.

En cuarto lugar, introducir una sanción preventiva además de las ordinarias. Cuando se somete a un Estado miembro al procedimiento de déficit excesivo, tendrá que hacer un depósito sin interés del 0.2% del PIB y si no consigue los objetivos de reducción se le impone una multa y de seguir reincidiendo en dicho déficit sus sanciones van incrementándose.

En quinto lugar, añadir otra novedad interesante, para evitar lo sucedido con Alemania y Francia en 2003 que evitaron las sanciones por mayoría directa, introduciendo una regla de «mayoría inversa», mediante la cual la Comisión seguirá adelante con la sanción a menos que el Consejo Europeo la rechace por «mayoría cualificada».

Por último, introducir en el SGP otra importante novedad y es que no sólo va a tenerse en

cuenta la supervisión adelantada del déficit presupuestario y la deuda, sino también la de las mismas políticas macroeconómicas de los Estados miembros a través de un procedimiento de «excesivo desequilibrio macroeconómico». Es decir, va a supervisarse e impedir un desequilibrio entre su ahorro e inversión nacionales, o lo que es lo mismo, entre sus importaciones y exportaciones de bienes y servicios más el servicio neto de sus pasivos y activos exteriores y el neto de sus transferencias, es decir, el saldo por cuenta corriente de su balanza de pagos.

Dicho procedimiento dará al Consejo la potestad de imponer una acción correctiva si ve que un Estado miembro se dirige hacia un déficit externo y si el Estado miembro llega a reequilibrar su desequilibrio podrá cerrar su expediente y si es reincidente podrá ponerle una multa del 0.1% de su PIB que sólo podrá ser rechazado por mayoría inversa. Todas las multas que se ingresen por incumplimientos del SGP se transferirán a EFSF y al EFSM para ayudar a los Estados miembros en dificultades.

## CRISIS FINANCIERA Y CRISIS DE DEUDA SOBERANA

Durante varios años, los inversores nacionales e internacionales en deuda soberana del área euro habían confiado en este diseño de unión monetaria, haciendo que se acercasen excesivamente los diferenciales de deuda de muchos de los Estados miembros a los de Alemania que han sido siempre los de referencia.

Mientras tanto, aconteció algo que ya se había advertido insistentemente, que era que una política monetaria única aplicada a Estados miembros en situaciones de desequilibrios de crecimiento, de deuda y de cuenta corriente o externos muy diferentes puede ser demasiado rígida para unos Estados miembros y al mismo tiempo, demasiado laxa para otros. Para ello, se estableció que la política monetaria única debería tener como objetivo un IPC armonizado, ponderado por el peso de cada Estado miembro en el PIB del área euro.



Durante los primeros cinco años de la introducción del euro y de la política monetaria única, la política monetaria del BCE mantuvo los tipos de intervención bajos al ser lento el crecimiento de Italia, Alemania y Francia (por este orden) ya que, al representar dos tercios del PIB del área, resultaba en unas expectativas de IPC armonizado total bajo. Esta política era correcta ya que ayudaba al crecimiento de estos tres Estados miembros con menor crecimiento, sin embargo, para el tercio del PIB restante compuesto de Estados miembros, menos desarrollados y con tasas mayores de crecimiento, dicha política resultaba muy laxa al ser sus tasas de inflación elevadas, con lo que sus tipos de interés reales eran muy bajos o cercanos a cero.

Ambos factores, bajos spreads de la deuda y tipos de interés nominales bajos y reales cercanos a cero, desencadenaron una burbuja crediticia en estos últimos Estados miembros, que fue invertida en una variedad de activos financieros y especialmente de activos inmobiliarios, haciendo que la crisis financiera sorprendiera a sus empresas, familias y bancos excesivamente endeudados.

Finalmente, tras la fuerte crisis financiera, parte de esta deuda privada pasó a ser pública al intentar sus gobiernos evitar una recesión mayor, rescatar a algunos bancos y desplomarse sus ingresos fiscales extraordinarios tras explotar dichas burbujas.

La crisis financiera primero y su impacto posterior sobre la crisis de la deuda soberana del área euro después, han puesto de relieve los fallos de diseño del área euro señalados anteriormente y ha dado finalmente la razón a todos los economistas que advertimos de sus peligros antes de que se crease la unión monetaria en 1994 y el área euro en 2000 (de la Dehesa, 1998).

Además, la gestión de ambas crisis ha puesto de relieve, no sólo la falta de gobernanza en el área euro sino también la falta de mecanismos para afrontarla y, sobre todo, una nefasta gestión política de la crisis de Grecia:

Primero, al no dejar que el FMI interviniese y ayudase a Grecia, a pesar de ser uno de sus 187 miembros, una vez que Yorgos Papandreu alertó

del estado de insolvencia de su país, al tomar posesión en octubre 2009. Se advirtió entonces a Dominique Strauss Kahn, su director gerente, que su intervención sería un estigma para el área euro. Lo peor de esta decisión es que se tomó a sabiendas de que el área euro no tenía, ni experiencia en gestión de crisis de deuda soberana, ni recursos para hacerla frente, por haberse opuesto a crear un gran fondo de ayuda a los países que habían sufrido riesgos asimétricos.

Además, los líderes del área euro habían olvidado, al tomar esa absurda decisión, que el FMI había intervenido en ayuda del Reino Unido en 1976, de Italia en 1978 y de España en 1979, entre otros Estados miembros, luego no podía tratarse de un estigma el hecho de ayudar a Grecia, que no debería haber entrado en el área euro hasta que no hubiese arreglado sus graves problemas fiscales.

Si hubieran dejado al FMI que hiciese su trabajo desde el principio, ya que tiene líneas especiales de crédito «precautorias» para hacer frente a estas situaciones, es muy probable que la situación de Grecia hubiera mejorado después de aplicarle un duro programa de ajuste fiscal y de reformas estructurales y además, este país ya habría reestructurado en el día de hoy su deuda en los mercados sin que hubiese habido ni contagio ni crisis de deuda en el resto de los Estados miembros con mejores niveles de solvencia que han sido afectados posteriormente.

Pero no fue así, como el área euro no tenía ningún conocimiento, experiencia o instrumentos para hacer frente a su situación se dejaron pasar ocho meses sin hacer nada, mientras la situación griega se deterioraba rápidamente al vender su deuda los inversores llegando a límites de insolvencia todavía superiores, hasta que, el día 11 de abril de 2010, el EcoFin propuso dar un préstamo a Grecia de 30.000 millones de euros, a un tipo de interés cercano al 5%. Por fin, el Consejo da el visto bueno al rescate de Grecia el 3 de Mayo de 2010 que Grecia recibiría el 19 de Mayo.

La reacción de los mercados fue muy negativa y en la madrugada del lunes 10 de mayo de 2010, a toda prisa, el Consejo tuvo que crear el EFSF



con 440.000 millones de euros y el EFMS con 60.000 millones de euros, antes de que abriese Tokyo a las 2 de la madrugada, ya que esperaba que pudiese producirse un «Black Monday» parecido al «Black Tuesday» del 24 de octubre de 1929 que fue el origen de la Gran Depresión.

Segundo, lamentablemente, se prohibió que la nueva Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF, en siglas en inglés) pudiera comprar deuda de los países con problemas de solvencia o de liquidez en el mercado primario y secundario (aunque excepcionalmente, en marzo del 2011, se autorizó que comprase pero sólo en el mercado primario). Como se consideraba que había que castigar duramente a los Estados miembros «manirroto» (olvidando que sus ciudadanos y empresas habían tomado una decisión racional al endeudarse con tipos de interés cercanos a cero mientras sus salarios y beneficios crecían con la inflación nacional) sólo permitieron que el EFSF pudiera conceder créditos con tipos de interés punitivos a cinco años (al 5.8%, cuando se financiaba al 1.9%).

De esta forma, se castigaba así al país que se intentaba rescatar o salvar de su mala situación, al añadir más deuda y más cara sobre la que ya tenía, aumentando así su probabilidad de impago y olvidando que los problemas de insolvencia no se resuelven con liquidez muy cara a cinco años, sino comprándole parte de su deuda a descuento en el mercado secundario, para ayudarle a salir antes de la crisis y, cinco años después, poder venderla con beneficio una vez que su situación hubiese mejorado.

Ante esta actitud, los inversores internacionales en deuda soberana estaban cada vez más confundidos y descontaban que otros Estados miembros más iban a sufrir el mismo tratamiento punitivo, lo que les movió a empezar a vender deuda de otros estados miembros periféricos.

Tercero, todo empezó a ir todavía peor, cuando en la cumbre del Deauville de 18 de octubre de 2010, para justificar la creación de un EFSF permanente (el ESM) que entraría en funcionamiento a partir de marzo de 2013, se decidió castigar también a los inversores privados, decidiendo que, a partir de 2013, los países del área euro

emitirán su deuda con cláusulas de acción colectiva que, en caso de impago, afectarían a todos sus inversores privados que, paradójicamente, son, en su gran mayoría, los propios bancos, empresas de seguros y fondos de pensiones del área euro.

La reacción lógica de estos inversores y de los internacionales fue descontar la futura pérdida esperada en 2013, de los precios actuales del stock actual de tenencias de su deuda soberana de los países periféricos, provocando un gran desplome en todos ellos, lo que desencadenó el rescate de Irlanda el 7 de diciembre de 2010.

Cuarto, asimismo, el 10 de diciembre de 2010, y a propuesta de Sarkozy y Merkel, el Consejo rechazó la propuesta de Jüncker y Tremonti, que era la forma más sensata y eficiente de resolución de esta crisis soberana, consistente en crear un mercado de eurobonos tan profundo y líquido como el de los bonos del tesoro de Estados Unidos, con sólo el 60% de la deuda total de cada país, que es, según el Tratado, un nivel sostenible.

De haberse aprobado, se habrían evitado los crecientes ataques de los mercados, el contagio y los rescates y se habría atraído a muchos grandes inversores públicos y privados en deuda soberana triple A en dólares a invertir en euros como alternativa a su exceso de bonos del tesoro americano para evitar su creciente riesgo de cambio. Fue un rechazo incomprensible ya que las emisiones del EFSM son ya eurobonos y las del EFSF y del futuro ESM son ya cuasi eurobonos.

Quinto, el Consejo decide aprobar el 12 de Marzo de 2011 el «Pacto por el Euro» o «Euro-Plus Pact» o también llamado «Competitiveness Pact» que, primero, tampoco ha dejado que el futuro European Stability Mechanism (ESM) pueda comprar deuda en el mercado secundario, que segundo, sigue castigando al prestatario «manirroto» ahora con 200 puntos básicos de margen sobre su coste de financiación, con mayor condicionalidad y que tercero, introduce además tres cláusulas que endurecen el ESM frente al EFSF haciéndolo prácticamente inviable:

Por un lado, los créditos del FMI y del ESM tendrán prioridad de cobro sobre la deuda de los



inversores privados, es decir, serán deuda sénior, haciendo que la deuda privada pase a ser junior. Es decir, cuando un estado miembro termina accediendo al ESM toda su deuda en manos privadas deviene junior y pierde su rating. Esta decisión ha hecho que todos los inversores en deuda soberana del área euro se vieran forzados a descontar su pérdida esperada en 2013 del precio actual del stock de sus bonos soberanos, provocando otro aumento de los diferenciales, que terminó desencadenado el rescate de Portugal el 4 de mayo de 2011.

Por otro lado, establece que cada préstamo del ESM requerirá unanimidad, permitiendo así que cualquier Estado miembro tenga un veto implícito, haciendo así más improbables futuros rescates y más probables reestructuraciones a costa del inversor privado.

Por último, si la Comisión Europea y el BCE determinan que un país es insolvente, entonces el ESM dará préstamos, pero solamente si, simultáneamente, sus inversores privados también participan en los préstamos, cuando, por definición si dicho Estado miembro es insolvente, es porque estos últimos han rechazado ya refinanciar su deuda.

Esta decisión y su respuesta por parte de los inversores, unido a la decisión del Eurogrupo de 11 de Julio 2011, de aplazar, sine die, el segundo tramo de rescate a Grecia, hizo que el contagio afectase todavía más a España primero y luego a Italia que dicho día sus deudas alcanzaron los niveles máximos de spread.

Sexto, dicho «Pacto por el Euro» incluye, además de la necesidad de afrontar los problemas de deuda, también la necesidad de afrontar los problemas de competitividad de los Estados miembros periféricos. Sin embargo, calcula erróneamente la competitividad de cada Estado miembro, al utilizar sus costes laborales unitarios (CLU) comparándolos con los de Alemania, cuando este Estado miembro decidió voluntariamente entrar en la unión monetaria con un tipo de cambio del marco alemán sobrevaluado, por lo que su canciller Merkel se vio obligado, en 2007 a tener que hacer una «devaluación interna» reduciendo

los salarios nominales de los trabajadores alemanes.

El resultado ha sido que, tras el Pacto por el Euro, ningún Estado miembro del área euro es ya competitivo, al no serlo frente a Alemania y, por consiguiente, tenga forzosamente que llevar a cabo también una devaluación interna sin necesitarlo, puesto que muchos de ellos, como es el caso de España, no compiten con Alemania ni en bienes ni en servicios y ni dentro ni fuera del área euro.

Es decir, varios fallos muy graves de decisión y de gestión de la crisis de deuda del área euro han terminado desencadenando los rescates de tres de sus Estados miembros más endeudados, en lugar de evitarlos. Además, con dichos rescates, más que mejorar, han empeorado su solvencia por el duro castigo ya recibido, lo que hace que la crisis de deuda soberana siga creciendo.

Para colmo, posteriormente Alemania está forzando a Grecia para que solicite una reestructuración «voluntaria» de su deuda (lo que es una contradicción en términos), antes de aceptar que pueda ser el EFSF el que permute la deuda griega por su propia deuda temporalmente, para venderla más adelante cuando la situación mejore. Esta decisión ha provocado otra caída de los precios de los activos financieros y afectando temporalmente todavía más a la deuda española e italiana y afectando por primera vez a la de Bélgica.

En resumen, todas las decisiones que se han tomado por el Consejo han empeorado, en lugar de mejorar la situación de la crisis de deuda soberana (por evitar decir que la han provocado) ya que el Consejo ha reaccionado muy tarde y con decisiones que han ofrecido mucho menos de lo esperado, con lo que el contagio ha ido aumentando llegando a afectar incluso a países centrales del área euro, como Italia y Francia, que representan casi el 40% del PIB del área euro (de la Dehesa, 2010).

Mientras escribo este artículo la situación no termina de mejorar ya que, aunque empiezan por fin a tomarse decisiones que van en la buena dirección y que podrían calmar a los mercados, sin embargo cada dirigente de los países centrales toma posturas diferentes o muestra y explici-



ta ideas contradictorias, aumentando así la incertidumbre y los spreads de la deuda soberana afectada.

El resultado final de esta nefasta gestión de la crisis de deuda soberana por los líderes políticos del área euro ha sido que Grecia, un estado miembro que sólo representa el 2% del PIB del área euro y el 0.5% del PIB mundial, está causando una crisis casi global, lo cual es inaudito y muestra no sólo los fallos de diseño del área euro ya señalados más arriba, sino también que su sistema de gobernanza no funciona.

Primero, en lugar de ser la gobernanza del área euro crecientemente más comunitaria, está convirtiéndose de forma creciente en más intergubernamental, en la que cada ministro, jefe de gobierno o de estado dice lo que le parece, mostrando una total desunión y aumentando la desconfianza de los inversores en deuda soberana, entre los que destacan todas las entidades de crédito, seguros y fondos de pensiones del área euro.

Es decir, se dedican también a castigar a sus propios sistemas financieros lo que les costará todavía más caro a sus contribuyentes, que incomprensiblemente les apoyan al creerse la falsa idea de que «los gobiernos tienen que imponerse a los mercados», cuando resulta que los gobiernos del área euro siguen siendo nacionales mientras que los mercados son globales y no habrá forma de evitar el contagio sino se avanza hacia un gobierno fiscal del área euro.

Segundo, la Comisión, que es la que tiene los expertos, los medios y la experiencia, no está siendo escuchada por los líderes políticos al mando de los principales estados miembros que se dedican a improvisar sobre la marcha y, lo que es peor, a hablar de sus ideas ante los medios de comunicación. Esta actitud es debida a que su primer objetivo es ganar unas elecciones cercanas en lugar de reducir la incertidumbre que impera entre los inversores en deuda soberana y los mercados financieros en general.

Esta actitud hace que sea cada vez más difícil ganar dichas elecciones ya que, en primer lugar, han negado la evidencia de la crisis de deuda soberana; en segundo lugar, han echado toda la

culpa al despilfarro de los estados miembros que han tenido que ser rescatados, lo que es falso ya que dichos Estados miembros, como Irlanda o España tenían superávit presupuestario y muy bajos niveles de deuda cuando empezó la crisis financiera y, por último, han arrastrado los pies al máximo antes de tomar las decisiones que eran necesarias.

En resumen, esta mala gestión de la crisis de deuda soberana ha hecho posible que la crisis financiera haya terminado produciendo una crisis de deuda soberana en los Estados miembros solventes a través del contagio sucesivo desde Grecia a Irlanda y Portugal y posteriormente a España, Italia, Bélgica e incluso Francia.

La creciente crisis de deuda soberana está además produciendo, a su vez, otra crisis financiera y bancaria que, a su vez, deteriora y profundiza la actual crisis de deuda soberana y, si no se detiene este proceso circular que tiende a autoalimentarse, tendrá probabilidades crecientes de terminar produciendo una recesión global y el fin del área euro, a menos que sus dirigentes cambien radicalmente de actitud y dirección y en un tiempo récord hacia una progresiva unión fiscal.

## LECCIONES DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA

La primera lección de esta crisis de deuda soberana es que los inversores han podido reconfirmar que un Estado miembro de una unión monetaria como la del área euro no puede ni debe emitir deuda en una moneda que no controla. Al formar parte del área euro en 1999, los Estados miembros han perdido el control sobre su moneda porque no tienen el respaldo de un Tesoro Europeo que sea el único emisor de deuda y un Banco Central Europeo que sea su prestamista de última instancia, lo que hace que aumente notablemente la probabilidad de impago de su deuda.

Por ejemplo, España tiene un nivel de déficit y de deuda soberana inferiores a los del Reino Unido que alcanzaban el -7,8% y el 83% de su



PIB en 2010. Sin embargo, los mercados financieros asignan a España una probabilidad de impago más de tres veces superior a la del Reino Unido, de acuerdo con los spreads actuales, ya que este último sigue siendo triple A, a pesar de su mayor nivel de déficit y deuda y España sólo es AA-.

Los inversores saben que si, por cualquier circunstancia, el tesoro Británico no puede hacer frente temporalmente al servicio de su deuda, el Banco de Inglaterra puede prestarle los fondos temporalmente para pagarla y si el problema empeora, dicho banco puede imprimir dinero y comprar toda la deuda conforme va venciendo o retirar buena parte de ella comprándola en el mercado secundario.

Por esa razón, es muy difícil que los inversores puedan provocar un impago de la deuda soberana del Reino Unido o incluso sólo una reducción de su liquidez, ya que, si deciden venderla, pueden, con el producto de su venta, comprar deuda privada británica, si quieren mantenerse en libras, o si quieren cambiar de moneda, pueden vender las libras recibidas en el mercado de cambios a cualquier demandante de libras.

Dicha venta, si es muy voluminosa, puede hacer que los spreads de la deuda británica suban y la libra se deprecie, pero la liquidez se queda dentro del Reino Unido y su oferta monetaria se mantiene constante ya que las libras vendidas han sido compradas por otro inversor que las convierte en depósitos en libras en bancos residentes británicos. Los bancos invertirán parte de dichos depósitos de nuevo en deuda soberana, por ser más segura y poder descontarla en el Banco de Inglaterra. Si a pesar de ello, subsistieran sus problemas de pago, este último seguiría prestando al tesoro Británico para evitar su impago.

Por el contrario, en el caso de España u otro Estado miembro del área euro, si los inversores venden deuda soberana española y quieren mantener su posición en euros, la invertirán en la deuda soberana en euros de otro estado miembro más seguro, con lo que la liquidez se desplaza desde España al otro miembro, reduciéndose su base monetaria y su liquidez. Si los inversores la

venden en el mercado de cambios, los euros y la liquidez queda dentro del área, pero en el Estado miembro del inversor que los compre y no en España si el inversor es residente en otro Estado miembro. En ambos casos el euro apenas se deprecia por ser su mercado mucho mayor y más profundo que el de la libra.

Además, si se produjera una venta masiva de deuda española, el artículo 123 del Tratado prohíbe al BCE prestar a los Estados miembros comprándoles directamente su deuda, es decir en el mercado primario, cuando la emiten, luego la crisis de liquidez podría llegar a provocar un impago de la deuda. Esto fue lo que ocurrió con Grecia en mayo de 2010, cuando fue rescatada en última instancia por el EFSF y el FMI, poco antes de haber impagado, lo que hubiera provocado una gravísima crisis en el área euro, y es lo que vuelve a ocurrir ahora.

En resumen, los inversores que manejan fondos más especulativos, que son minoría, saben que, persistiendo en sus ventas de deuda soberana de un Estado miembro, pueden llegar a provocarle una crisis de liquidez y finalmente de solvencia ya que no puede acudir a su banco central, el BCE, para pagarla. Ahora bien, como se demostrará más adelante, el Tratado no prohíbe al BCE que compre deuda de los Estados miembros en el mercado secundario, sólo en el primario.

Lo más paradójico de esta crisis es que la deuda soberana siempre ha tenido y tiene menos riesgo que la privada e incluso ha sido siempre considerada como riesgo cero, por eso no requiere ni el Basilea I, ni en Basilea II, ni en Basilea III, que haya que provisionarla. Esto ocurre por dos razones: porque el país deudor puede acudir a su banco central para financiarla o, en última instancia, porque su gobierno puede subir los impuestos para poder pagarla, cosa que no puede hacer ningún deudor privado.

Por estas razones, la única y verdadera solución para superar la actual crisis de deuda soberana europea, una vez que es sabido que está en crisis por los dos problemas básicos de diseño del área euro, es ya bien conocida: Por un lado hay que avanzar rápidamente hacia una unión fiscal,



mediante un Ministerio de Hacienda o Tesoro Europeo, que se equipare a la unión monetaria y, por otro, avanzar hacia un Banco Central Europeo (ECB) que sea un verdadero prestamista de última instancia tanto a los bancos del área euro que la tienen en sus carteras como al Tesoro Europeo que la emite y que tienen que pagarla.

La segunda lección que ha sido aprendida en esta crisis es que los mercados financieros tienden a alcanzar equilibrios múltiples y en muchos casos, extremos, pasando de la confianza absoluta a la desconfianza absoluta. Lamentablemente no suelen estabilizarse en posiciones intermedias, sino que tienden a las extremas, al estar sujetos, en situaciones de incertidumbre, a comportamientos de rebaño o manada (*herd behaviour*) que les empujan de un extremo al otro extremo.

Estos comportamientos son debidos a que ningún gestor de inversión se atreve a ir contra lo que decide la manada, ya que paradójicamente, aunque piense que los demás están equivocados, prefiere equivocarse siguiendo a toda la manada que acertar en contra de la manada, ya que si, por casualidad termina equivocándose, tomando la posición contraria, perderá con toda seguridad su empleo y si sigue a la manada, no lo perderá aunque también se equivoque.

La prueba más clara de este comportamiento con equilibrios extremos es que, en los primeros años del área euro, los márgenes de rendimiento de la deuda de casi todos los Estados miembros sobre el bono alemán eran mínimos, lo cual no tenía sentido alguno ya que, por ejemplo, la sostenibilidad fiscal a medio plazo de España o de Italia no eran iguales que la de Alemania.

Sin embargo, una vez que los inversores se percataron de los fallos de diseño del área euro, dichos spreads se han multiplicado por más de cien veces, desde un mínimo de tres puntos básicos a un máximo de cerca de cuatrocientos. Conviene que los inversores reconozcan que, tanto en el primer caso como en el segundo, estaban equivocados, en un principio por su excesiva confianza en el área euro y después por su excesiva desconfianza en cómo ha funcionado.

La tercera lección de esta crisis es que los mercados financieros tienden a producir profecías que se auto-cumplen. Si algunos inversores líderes piensan que un Estado miembro o una empresa o institución financiera del área euro tiene problemas de liquidez o de solvencia que pueden afectar al pago de la deuda que ha emitido o los créditos que ha tomado y deciden vender su deuda, sus créditos o sus acciones en el mercado de cash o de sus derivados (CDS), sus precios empezarán a caer en el mercado y, si otros inversores les siguen, caerán todavía más.

Una vez que estas ventas han producido el desplome del precio de sus activos, encontrarán que su decisión previa había sido acertada y confirmada por el mercado, ya que su valor ha caído como habían pronosticado e incluso más de lo esperado. Es decir, se trata de una tautología ya que, si son capaces de mover el mercado, siempre acertarán en sus decisiones de inversión porque también son capaces de hacer que sus profecías se cumplan.

Finalmente, la cuarta lección es que los mercados financieros paradójicamente, están determinando los spreads de la deuda soberana de los Estados miembros afectados, en mayor medida por los niveles de deuda externa que por los de deuda soberana de los Estados miembros del área euro. Los spreads han mostrado una mayor correlación con los niveles de la primera que los de la segunda. Asimismo tienen una mayor correlación con los niveles de déficit por cuenta corriente que con los de la deuda soberana.

Es decir, dan una mayor importancia, a la hora de determinar sus niveles de CDS, al tamaño de la posición externa neta deudora de los Estados miembros del área euro y al tamaño de sus pasivos externos netos bancarios que a su deuda interna sea pública o privada. Esta es la razón de que hayan castigado durante mucho tiempo más a España que a Italia, que tiene una deuda pública que es casi dos veces la española, pero un déficit fiscal muy bajo y un déficit por cuenta corriente bastante menor.



## SUBSANAR LOS FALLOS DE DISEÑO INSTITUCIONAL DEL ÁREA EURO

El único aspecto positivo de esta terrible crisis de deuda soberana y bancaria es que está provocando que los dirigentes y líderes políticos del área euro estén viéndose obligados a ceder poder nacional fiscal, al principio, como he explicado más arriba, en beneficio de un mayor poder intergubernamental, pero poco a poco se muestra una clara tendencia a que va a ser en beneficio de un mayor poder comunitario. Es decir, la duración y virulencia de esta crisis les está llevando (desgraciadamente a cambio de un coste inmenso que se podría haber evitado) a verse obligados finalmente, a tener que subsanar los dos pecados originales de la unión monetaria europea señalados anteriormente.

Ante la grave situación actual, lo lógico es que el Consejo Europeo intente, de una vez por todas y cuanto antes, resolver definitivamente esos dos problemas de diseño del área euro para evitar que termine en un desastre tanto para el área euro como para el resto del mundo.

En primer lugar, permitiendo que el BCE sea el prestamista de última instancia del área euro y que pueda actuar como cualquier otro banco central, prestando a los bancos del área cuando lo necesiten a cambio de un colateral elegible, comprando deuda soberana en el mercado secundario cuando lo considere necesario, inyectando liquidez al sistema cuando lo considere conveniente y pudiendo incluso prestar al Tesoro Europeo una vez este sea finalmente creado. Esta última decisión de crear un Tesoro Europeo, como veremos más adelante, necesitará modificar el Tratado.

La evidencia histórica contrastada por otros bancos centrales de Estados Unidos o Canadá muestra: Primero, que cuando existe un prestamista de última instancia, tras sus primeras intervenciones, no necesita volver a intervenir más (salvo algún caso muy excepcional) al saber los inversores que su potencial de compra es prácticamente ilimitado.

Segundo, que las intervenciones de los bancos centrales no tienen porqué crear inflación, ya que

aunque aumentan la base monetaria (M1), su efecto multiplicador sobre la oferta monetaria (M3) (el agregado elegido por el BCE) suele ser reducido, especialmente durante crisis bancarias como la actual, al no utilizarse la liquidez producida para aumentar el crédito, ya que su demanda es débil por la caída de la actividad económica y su oferta está excesivamente retraída tanto por el temor sobre la solvencia de la demanda existente y por tener que cumplir mayores requisitos de capital y mayor regulación.

Tercero, que la intervención del BCE comprando deuda de los países solventes para reducir su contagio modifica, sobre todo, la composición de su balance al intercambiar deuda a corto (euros) por deuda pública a medio y largo plazo e incluso no tienen porqué aumentar tampoco el tamaño o volumen de su balance, si va esterilizando posteriormente sus compras con operaciones de venta de otros activos.

En segundo lugar, construyendo una política fiscal única a largo plazo para evitar el contagio imparable actual, mediante la creación de un Ministerio de Hacienda o un Tesoro Europeo que controle las finanzas de los estados miembros y que pueda emitir eurobonos con su propia garantía, que es la solidaria de todos los Estados, para que permita que se financien los Estados miembros todavía solventes, pero que enfrenten problemas serios de liquidez (sabiendo de antemano que la distinción entre liquidez y solvencia es incierta al autoalimentarse ambas).

Además, como veremos más adelante, los eurobonos ya existen al serlos casi ya los que emite el EFSE, con una garantía proporcional o pro-rata de sus 17 Estados miembros de acuerdo con su participación en el capital del BCE, que es una mezcla de PIB y de población relativas sobre el total. Pero sobre todo, al serlos los bonos que emite el EFSE a través de la Comisión Europea, que son verdaderos eurobonos ya que tienen la garantía conjunta y solidaria de los 27 Estados miembros de la UE (no sólo los del área euro), al tener como garantía de última instancia, si no son pagados, el Presupuesto de la Unión Europea a 27 que se financia con parte de la recaudación del IVA de sus Estados miembros.





## POSIBLE HOJA DE RUTA DE CAMBIO INSTITUCIONAL

### *EFSE*

El primer paso ha sido, necesariamente, la aprobación por los parlamentos europeos de los 17 estados miembros del aumento de los recursos disponibles y prestables del EFSF hasta los 440.000 millones de euros, ya que por motivos de mantener su rating triple A, de sus 440.000 millones actuales, hoy sólo puede desembolsar un máximo de 250.000 millones de euros, lo que no es suficiente para detener la enorme incertidumbre y pánico que se ha creado en los mercados financieros.

Además, esta decisión ya aprobada felizmente por dichos parlamentos va a permitir al EFSE, por fin, comprar deuda soberana tanto en el mercado primario y secundario o alternativamente poder garantizarla lo que es un gran avance, otro de los muchos a los que el Consejo Europeo se había opuesto y al final ha tenido que aceptarlo por la presión de los economistas primero y de los mercados financieros después.

Este paso de mejora del EFSF y otros siguientes que se planteen para aprobación a los parlamentos nacionales, no creo que vayan a plantear ningún problema en el futuro por el mero peso relativo de los Estados miembros en el PIB, en el capital del BCE y en la financiación del EFSE.

Los cuatro grandes Estados miembros del área euro: Alemania, Francia, Italia y España suman el 77.10% del PIB del área euro y de los votos totales en el EFSE. Añadiendo los cinco medianos Holanda, Bélgica, Grecia, Austria y Portugal suman otro 17.24% del total, haciendo que entre los nueve representen el 94.34% del PIB del área euro y de los votos en el EFSE. Los ocho restantes sólo suman el 5.66% del PIB y de los votos totales en el EFSE, luego sus parlamentos encontrarán prudente aprobar las propuestas ya que su menor peso relativo podría forzarles a tener que optar por salirse del euro si no lo aprobasen.

Además, se están discutiendo alternativas de cómo podría apalancarse el EFSE para tener más

fuerza de impacto a la hora de defender o blindar a los Estados miembros solventes y evitar que el contagio continúe. La opción que, en principio, parece mejor y más sencilla sería, dado que el EFSF es ya una entidad financiera internacional con sede en Luxemburgo y que ya puede recibir algún tipo de liquidez del BCE, bastaría con convertirla en banco que es un paso relativamente sencillo.

Al ser un banco devendría la entidad bancaria más grande del mundo, de la Unión Europea y, por supuesto, del área euro, con lo que podría financiarse como todos los demás bancos acudiendo al BCE y a los mercados financieros. Esta decisión sería muy fácil de aprobar, dado que la gran mayoría de los Estados miembros del área euro no desean tener que poner más recursos propios en el EFSE.

Asimismo, esta opción evitaría que el BCE tuviese que ser atacado continuamente por entrometerse en asuntos fiscales que, en principio, no le corresponden, porque le hacen perder independencia de actuación frente a los Estados miembros.

De todas maneras, estos ataques no tienen ningún sentido, ya que el BCE está autorizado, por exclusión, a comprar deuda soberana en el mercado secundario según lo establecido por el artículo 123 del Tratado que sólo prohíbe al BCE «la adquisición de deuda directamente a los Estados miembros» es decir, en el mercado primario, dejando sin prohibir su compra en el mercado secundario.

Aunque esta opción facilita la labor del BCE evitando que algunos políticos le ataquen, sin embargo, el BCE va a poder seguir utilizando su autorización implícita del artículo 123 del Tratado para, en circunstancias excepcionales, seguir comprando bonos soberanos directamente siempre que lo considere oportuno y a través de su Securities Markets Programme como está haciendo ahora.

También está discutiéndose la forma en la que el EFSF puede actuar para resolver el problema de la deuda soberana del área euro, bien comprando deuda en el mercado primario o ahora también en el mercado secundario porque ha



sido autorizado por los parlamentos de los países de los Estados miembros o bien garantizando los vencimientos de la deuda de los países solventes pero con problemas de liquidez, que en principio y de momento, serían Irlanda, Portugal, Italia, España y Bélgica.

Sin duda alguna, garantizar los vencimientos de deuda de dichos Estados miembros o las primeras pérdidas en caso de impago de la deuda, tienen una gran ventaja sobre otras alternativas. Como ocurre con los fondos de garantía de los depósitos, que se establecieron por primera vez en Estados Unidos durante la Gran Depresión para evitar las «corridas de los depósitos bancarios» y el contagio a otros bancos, una vez que se anuncia la garantía, no suele tener utilizarse ya que los depositantes ganan confianza y no sacan sus depósitos de los bancos. Lo mismo ocurre con la garantía de las primeras pérdidas, que suelen tener un impacto muy elevado en la confianza de los inversores.

Es decir, si los inversores en deuda soberana creen que es suficiente con la garantía del EFSF sobre los futuros vencimientos de la deuda de dichos Estados miembros o sobre las primeras pérdidas en que incurra dicha deuda, dejarán de venderla en corto, de tomar protección en el mercado de CDS o de venderla en el mercado físico de bonos. Además, muchos que la habían vendido empezarán a comprarla ante las expectativas de su revaluación, con lo que los spreads empezarán a reducirse y su precio a recuperarse, lo que podría significar el final de la crisis de la deuda.

De no ser capaces de crear confianza en los mercados financieros con esta alternativa, el EFSF tendría que acudir necesariamente a su compra en los mercados primario y secundario según la situación de cada Estado miembro haciendo fuertes desembolsos para convencer a los inversores de que el EFSF va a ser un verdadero freno o «backstop» a la especulación sobre su probabilidad de impago.

Lógicamente, todos los cambios que se vayan llevando a cabo en el EFSF, deberán aplicarse al ESM que sería el futuro mecanismo permanente, por lo menos hasta que se den pasos más impor-

tales hacia un federalismo fiscal o hacia una verdadera unión fiscal.

Por esta razón, al mismo tiempo que se anuncian las mejoras introducidas en el EFSF, bien en noviembre por el Consejo Europeo o a primeros de diciembre en una reunión extraordinaria del Consejo Europeo antes de la Cumbre del G20 en Cannes los días 3 y 4, deberían de anunciarse los otros pasos posteriores de la hoja de ruta que fije el Consejo Europeo, que deberían de ser los cambios en los Tratados de la Unión para permitir que haya un mayor federalismo fiscal o mejor todavía una verdadera unión fiscal que complemente la actual unión monetaria.

### **TESORO EUROPEO**

El primer cambio en los Tratados tendría que ser aquel que permitiera la creación de un Ministerio de Hacienda o Tesoro Europeo del área euro o mejor aún, de toda la Unión Europea que, con la ayuda de la Comisión, sea el que regule, supervise y haga cumplir los límites estructurales de déficit y de deuda de los Estados miembros. Asimismo debe controlar y supervisar los límites que puedan establecerse a los desequilibrios macroeconómicos internos y externos de los Estados miembros, en especial los que afecten a la cuenta corriente de la balanza de pagos, así como imponer multas y sanciones a los que no los cumplan.

Este Ministerio de Hacienda o del Tesoro Europeo tendría que ser independiente de los Estados miembros a la hora de llevar a cabo su mandato, como lo es en BCE, y responder únicamente ante el Parlamento Europeo. Es decir, tendría que ser un organismo comunitario y no intergubernamental para poder ejercer un control sobre la fiscalidad y la competitividad de los Estados miembros así como para imponer sanciones a los gobiernos de los Estados miembros que no los cumplan.

Además, el federalismo fiscal derivado del nuevo Tesoro Europeo tendría la virtud no sólo de supervisar y controlar mejor los equilibrios fiscales de los Estados miembros, sino también poder hacer una fuerte redistribución de fondos



a los Estados que sufriesen choques asimétricos y evitar los graves problemas de contagio que se han sufrido, gratuitamente, en esta dura crisis de deuda soberana.

### **EUROBONOS**

Asimismo, este Ministerio o Tesoro Europeo, bien directamente o a través de una Agencia Europea de Deuda, tendría que encargarse de la gestión de la deuda del área euro y de la emisión paulatina de eurobonos con garantía conjunta y solidaria de los Estados miembros.

Empezarían a emitirse eurobonos paulatinamente, canjeándolos por todos los bonos de todos los Estados miembros solventes que vayan venciendo. Dado que, de acuerdo con la estimación del BCE, la vida media de la deuda del área euro aproximadamente es de seis años, la introducción de los eurobonos sería paulatina. Una vez que hubiese terminado su canje total, el tamaño del mercado de eurobonos podría alcanzar unos 4 billones (europeos) de euros, es decir unos 5,2 trillones de dólares y ser el segundo en tamaño y liquidez del mundo tras el de los bonos del Tesoro de Estados Unidos que supera los 6 trillones de dólares.

De alcanzar dicho tamaño, su diversificación y liquidez podría ser tan grande que competiría con la del mercado de bonos del tesoro americano, atrayendo a los inversores públicos, (bancos centrales), semipúblicos (fondos soberanos) y fondos privados (monetarios, de inversión y de pensiones) de los grandes países exportadores de materias primas, de China y Japón y del resto de países del mundo, que acumulan un excesivo riesgo de cambio actualmente por sus elevadas posiciones en dólares.

La inversión extranjera en eurobonos sería masiva ya que los mencionados inversores además de la seguridad y diversificación que proporcionan los 17 países del área euro, habrían asegurado su riesgo de cambio ya que la correlación entre el euro y el dólar es inversa y muy elevada, cerca de 0.9. Es decir, no sería posible encontrar un seguro más barato y más seguro.

De ser eso posible, todos los Estados miembros del área euro saldrían ganando ya que sus spreads volverían a ser mínimos. Incluso Alemania podría salir ganando, probablemente no respecto al coste actual de su deuda, que es excesivamente bajo al beneficiarse de la mayor parte de las inversiones extranjeras y europeas en bonos en euros, por el elevado premio de liquidez que posee ahora, sino respecto a su coste anterior a la crisis de la deuda soberana (de la Dehesa, 2011).

El empeño de Alemania de evitar la emisión de eurobonos le está costando muchísimo más caro en términos fiscales, económicos y políticos que si ya hubiese aceptado alguna de las numerosas propuestas que se han hecho, ya que su coste alternativo sería mínimo.

Los Eurobonos no tienen porque producir situaciones de riesgo moral de algunos Estados miembros porque existen modalidades que las evitan, como la propuesta por Delpla y von Weizsäcker (2010) en la que sólo se emiten eurobonos para canjear por los bonos nacionales hasta el 60% de la deuda de cada Estado miembro y el resto de la deuda debe de emitirse sólo con la garantía del Estado miembro que la emite.

### **FEDERALISMO BANCARIO Y FINANCIERO**

Poco a poco se han ido creando instituciones de regulación y de supervisión europeas, gracias a la iniciativa del grupo de alto nivel presidido por Jacques de Larosiere en 2008. Ya existe la European Banking Authority (EBA) basada en Londres, la European Securities and Markets Authority (ESMA), basada en París, la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), basada en Frankfurt y finalmente el European Systemic Risk Board (ESRB) encargado de coordinar la política macro-prudencial, del sistema financiero.

Aunque todavía toda la supervisión sigue en manos de las autoridades nacionales, la primera que hay que relanzar es la Macro-prudencial, cuyo presidente es el presidente del BCE. Posteriormente habría que ir centralizando todas las



demás para no volver a sufrir los problemas que han acontecido en la crisis financiera anterior o en otra que pueda acontecer. Posteriormente, hay que convertir al EBA en el supervisor de todos los bancos e instituciones financieras que desarrollan su actividad en varios Estados miembros de la Unión. Asimismo, tendría mucho sentido que el EFSF proporcionara una garantía explícita a todos sistemas o fondos de garantía de depósitos de la Unión.

Asimismo, habría que crear una Resolution Trust Corporation (RTC) como la de Estados Unidos o como se ha propuesto por Adam Posen y Nicolas Veron (2009) una European Banking Treuhand que lleve a cabo todos los procesos de cierre ordenado de todas las instituciones bancarias que devienen insolventes en toda la Unión lo que aumentaría notablemente la confianza en el sistema bancario y financiero de la Unión al tener una institución fuerte que se encarga de todas las situaciones de emergencia.

Es decir, hay que intentar que estas instituciones europeas puedan desarrollar una verdadera coordinación de toda la supervisión a escala europea y finalmente una única política europea de control y supervisión de los sistemas bancarios y financieros en toda la Unión.

### **PARLAMENTO EUROPEO**

El Parlamento Europeo ha ido ganando competencias sucesivas en cada revisión anterior de los Tratados Europeos y ahora es un poderoso actor a la hora de darle forma y validez a la legislación europea. Sin embargo, sus poderes de supervisión de las instituciones europeas como el Consejo o el BCE, permanecen restringidas en comparación con los parlamentos nacionales.

Este menor poder tiene en parte cierta justificación ya que dicho parlamento no es elegido sobre la base de distritos electorales de similar peso demográfico, ya que los pequeños Estados miembros eligen más miembros respecto al peso de su población que los medianos y sobre todo los grandes Estados miembros de la UE con lo que pierde cierta legitimidad como ha señalado

el tribunal constitucional alemán en su decisión de Junio de 2009. Por lo tanto, tendría que tener en una primera instancia una representación proporcional a la población de cada Estado miembro, lo que necesitaría también cambios en los Tratados.

Actualmente, las elecciones al Parlamento Europeo se llevan a cabo en cada Estado miembro por separado y la presentación de candidatos está reservada a los partidos políticos nacionales. Sin embargo, los partidos políticos de los distintos Estados miembros con la misma ideología suelen aliarse y formar núcleos parlamentarios en el Parlamento Europeo. Los diferentes sistemas electorales de los Estados miembros de la Unión no son homogéneos. El Tratado de Niza indicó que había que homogeneizar el sistema de voto para las elecciones europeas en toda la Unión.

Por esta razón, el siguiente paso tendría que ser que las elecciones al Parlamento Europeo se lleven a cabo en un colegio electoral único de todos sus Estados miembros con candidatos europeos para que fuese lo suficientemente democrático, más aún si tiene que supervisar la actuación del Consejo y de otras instituciones europeas.

### **UN NUEVO TRATADO PARA EL ÁREA EURO**

Se han hecho varios intentos positivos en la gobernanza del área euro en los últimos meses pero han fracasado bien porque no han funcionado en la realidad o porque estaban mal diseñados. Primero, en la cumbre del Euro de julio, se aprobó, por fin, que el EFSF pudiera comprar deuda soberana en el mercado secundario y que pudiese recapitalizar a los bancos del área euro. Este ha sido el paso más eficaz en este período.

Segundo, en la cumbre del Euro del 26 de octubre, se decidió apalancar el EFSF sin que perdiera su rating, a través de dos canales.

Por un lado, a través de dar protección parcial a los bonos emitidos por los Estados miembros a través de un certificado de protección que cubriría entre el 20% y el 30% de los bonos emitidos y una vez efectuada la emisión, el certificado se



negociaría separadamente del bono en los mercados.

Por otro lado, a través de un fondo de conversión (CIF), se crearían uno o varios CIF que permitirían combinar financiación pública y privada ya que el EFSF garantizaría la primera pérdida hasta el 20% y el resto podría ser adquirido en el mercado por inversores privados. La realidad es que ninguna de las dos fórmulas ha funcionado posteriormente.

Unos días antes del Consejo Europeo de 9 de diciembre de 2011, Merkel y Sarkozy hablaron, por fin, de la necesidad de mejorar la gobernanza del área euro planteándose por primera vez avanzar dando un «paso cualitativo» hacia una genuina integración fiscal a través de un cambio en los Tratados de la Unión que han dado en llamar «fiscal compact» o pacto fiscal, lo que volvió a dar cierta esperanza a los inversores en deuda soberana del área euro. Esta idea creó enormes expectativas de una mayor integración fiscal, pero que se han ido derrumbando conforme se fue descubriendo que no habría tal integración fiscal sino sólo una repetición del fallido Pacto de Estabilidad con mayor rango legal.

La declaración final de dicho Consejo, anunciaba que «a pesar de lo mucho que se ha hecho para mejorar la gobernanza económica y para adoptar medidas nuevas en respuesta a la crisis de deuda soberana, las tensiones en el área euro han aumentado y necesitamos incrementar nuestros esfuerzos para hacer frente a los retos actuales. Hoy hemos acordado dar un paso hacia una unión económica y esto implica acciones en dos direcciones: 1) un nuevo pacto fiscal y una coordinación reforzada de política económica y 2) el desarrollo de nuestras herramientas de estabilidad para hacer frente a los retos a corto plazo».

Dicha declaración menciona que «estas medidas requieren un nuevo acuerdo entre los Estados miembros del área euro que se traducirá en reglas ambiciosas y comunes que traspondrán este compromiso político en un nuevo marco legal».

Los Estados miembros se comprometen a establecer una nueva «regla fiscal» que contiene

los siguientes elementos: primero, presupuestos equilibrados o en superávit en los que el déficit estructural nunca supere el 0,5% del PIB nominal. Segundo, esta regla debe transponerse en los sistemas legales nacionales a nivel constitucional o equivalente y el Tribunal de Justicia Europeo verificará que así se hace. Tercero, los Estados miembros que se encuentren bajo el «procedimiento de déficit excesivo» (EDP) detallarán las reformas estructurales para asegurar la corrección de dicho déficit y su puesta en práctica será vigilada por la Comisión y el Consejo.

Cuarto, tan pronto como la Comisión reconozca que un Estado miembro supera el límite del 3% de déficit bajo el procedimiento EDP, tomará medidas o sanciones que se aplicarán a menos que se oponga una mayoría cualificada de los Estados miembros. Quinto, cuando un Estado miembro supere el 60% de deuda en porcentaje del PIB, tendrá que reducirlo una veinteaava parte cada año (regla 1/20). Sexto, las reglas establecidas por la Comisión el 23 de noviembre de 2011 para controlar el EDP deben de aprobarse por el Consejo y el Parlamento Europeo.

Finalmente, de cara al largo plazo, el Consejo seguirá trabajando para conseguir una mayor integración fiscal que refleje mejor nuestro grado de interdependencia. Sobre estos temas y los relativos a las relaciones entre la Unión Europea y el área euro, formarán parte de un informe que el Presidente del Consejo en cooperación con el Presidente de la Comisión y del Euro-grupo, presentará en el Consejo de Marzo de 2012.

Los Estados miembros están comprometidos a continuar trabajando para avanzar hacia una política económica común y conseguir un mayor nivel de gobernanza y de coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros. Se establecerá un procedimiento para asegurar que todas las reformas de política económica planeadas por los Estados miembros se discutirán y coordinarán al nivel del área euro para conseguir las mejores prácticas.

Asimismo las «facilidades» de estabilización existentes (EFSF y ESM) serán reforzadas para poder combinar las reformas a largo plazo con



medidas a corto plazo para hacer frente a las tensiones de los mercados. Por un lado, maximizando la facilidad EFSF, de las dos formas aprobadas por el Euro-grupo el 29 de Noviembre 2011, en las que el BCE actuará de agente para sus operaciones de mercado. Por otro lado, acelerando la entrada en vigor del ESM tan pronto como el 90% de su capital lo apruebe, poniendo como fecha tope julio de 2012. Pero en marzo de 2012, se volverá a reconsiderar el límite máximo de préstamo de ambas facilidades (500.000 millones de euros). Finalmente, se aprueba que el FMI participe en dichas facilidades con préstamos bilaterales de 200.000 millones de euros.

Asimismo, el Consejo ha decidido modificar el Tratado del ESM para que sea más efectivo: Por un lado, la participación del sector privado, seguirá los principios y prácticas establecidas por el FMI ya que lo ocurrido con Grecia es un caso único y excepcional. Por otro lado, las reglas de votación del ESM serán modificadas, pasando de la unanimidad a una mayoría cualificada del 85% en caso de emergencia, cuando el FMI y el BCE consideren que es urgente y necesaria la ayuda en caso de que la sostenibilidad financiera y económica del área euro esté amenazada.

Por último, como no todos los miembros de la Unión Europea están de acuerdo con estas decisiones del Consejo, que muchas de ellas requieren cambios en los Tratados, el Consejo estima que, como más tarde en marzo 2012, se adoptarán mediante un acuerdo internacional entre aquellos Estados miembros que quieran avanzar en esa línea, pero con la intención de que dichas decisiones puedan incorporarse a los Tratados lo antes posible.

La reacción de la gran mayoría de los economistas especializados ha sido contraria a lo aprobado por el Consejo. Por un lado, por salirse del Tratado de la Unión para conseguir aprobarlo, dejando sólo al Reino Unido que lo ha vetado. El Consejo podría haber utilizado el sistema de «cooperación reforzada» que existe en el Tratado desde su modificación en la cumbre de Niza que dispone que si un mínimo de ocho estados miembros desea avanzar en su integración, sin que el

resto se oponga, lo puedan hacer. La cooperación reforzada permitió el acuerdo de Schengen ante el cual, el Reino Unido no se unió, pero tampoco lo vetó, con lo que este acuerdo podría haberse aprobado dentro del actual Tratado.

Por otro lado, la decisión del Consejo no es un verdadero «pacto fiscal» en el que se incrementa la disciplina fiscal a cambio de una verdadera integración fiscal con un ministerio de hacienda europeo. Es sólo otro intento más de incrementar la austeridad fiscal sin nada a cambio. No hay ninguna promesa de aumentar la financiación para los Estados miembros en dificultades, ni tampoco se abre posibilidad alguna de eurobonos.

Una mayor austeridad general para el área euro, en estos momentos, sólo puede aumentar la recesión en el área euro que ya se avecina, ya que hoy todos los Estados miembros están, simultáneamente, reduciendo el gasto público y/o subiendo los impuestos al tiempo que familias, empresas y bancos están des-apalancándose. Es más, en el cuarto trimestre de 2011, se encuentran ya en recesión los tres Estados miembros rescatados, más Italia y España, pero también Francia, Austria, Holanda y Bélgica, es decir, más de dos tercios del área euro y es altamente probable que también lo esté el área euro, ya que ha crecido sólo el 0,1% en el tercer trimestre.

En una situación de recesión, es casi imposible reducir el porcentaje de deuda sobre el PIB ya que al reducirse el crecimiento a corto plazo, es decir, el denominador, y no hacerlo a corto plazo, la deuda, el numerador, porque a menor crecimiento hay menores ingresos fiscales, termina aumentando el porcentaje de la deuda en relación con el PIB. Además, con la caída generalizada de los ratings de las agencias de calificación, los spreads aumentarán, haciendo más difícil su cumplimiento.

Por estas razones, será casi imposible que la gran mayoría de los Estados miembros puedan cumplir los objetivos de déficit del 4,4% en 2012 y del 3% en 2013, ya que estaban basados en tasas de crecimiento del más del 2% en ambos años. Es decir, sólo podrán cumplirse dichos



objetivos de déficit si se retrasa su cumplimiento dos o tres años o si dichos objetivos pasan a ser considerados como estructurales, de acuerdo con la situación cíclica de cada Estado miembro.

## BIBLIOGRAFÍA

- Centre for Economic Policy Research, CEPR Report (1993) «The monetary future of Europe», London.
- Darvas, Zsolt (2010) «Fiscal Federalism in Crisis: Lessons for Europe from the US», Bruegel Policy Contribution, 2010/7, July.
- De Grauwe, Paul (1992) «The economics of monetary integration», Oxford, Oxford University Press.
- De la Dehesa, Guillermo y Krugman, Paul (1992) «EMU and the regions», Washington DC, The Group of Thirty.
- De la Dehesa, Guillermo (1998) «El reto de la Unión Económica y Monetaria», A Coruña, Instituto de Estudios Económicos de la Fundación Pedro Barrié de la Maza.
- De la Dehesa, Guillermo (2010) «Eurozone design and management failures», Vox-eu, 18 May.
- De la Dehesa, Guillermo (2011) «Eurobonds: concepts and implications», Briefing Paper to the ECON Committee of the European Parliament prepared for the Monetary Dialogue, March.
- Delpla, Jacques y von Weizsäcker, Jacob (2010) «The blue bond proposal» Bruegel Policy Brief 2010/03, Brussels.
- Fratiani, Michele y von Hagen, Jürgen (1992) «The European Monetary System and European Monetary Union», Oxford, Westview Press.
- Giavazzi, Francesco, Micossi, Stefano y Miller, Marcus (1988) «The European Monetary System», Cambridge, Centre for Economic Policy Research and Cambridge University Press.
- Gros, Daniel y Thygesen, Niels (1992) «European Monetary Integration», London, Longman.
- Kenen, Peter B. (1969) «The theory of Optimal Currency Areas: an eclectic view», in Robert A. Mundell and Alexander K. Swoboda (eds.) Monetary Problems of the International Economy, Chicago, University of Chicago Press.
- Mankiw, Gregory (2010) «Does a common currency area need a centralized fiscal authority?», <http://gregmankiw.blogspot.com> 2009-2.
- McKinnon, Ronald (1963) «Optimum Currency Areas», American Economic Review, Vol. 53.
- Mundell, Robert A. (1961) «A Theory of Optimal Currency Areas», American Economic Review, Vol. 51.
- Véron, Nicolas (2011) «Testimony on the European Debt and Financial Crisis», Bruegel Policy Contribution 2011/11, September.







## EL FEDERALISMO DE LA UE EN CRISIS

Karel Lannoo, octubre de 2011

La crisis del euro ha tenido un efecto positivo al propiciar en Europa un profundo debate sobre el modelo y el grado de federalismo que ésta necesita. Aunque hasta hace poco tiempo muchos habrían sostenido que Europa no es un Estado federal, la UE ya presenta multitud de características comunes a este sistema de gobernanza, algo de lo que los ciudadanos europeos apenas son conscientes. Muchas áreas de competencia recaen exclusivamente en la UE. En buena parte de estos ámbitos, la legislación puede aprobarse por mayoría cualificada de los Estados miembros. Tan solo en un número reducido de áreas, como la fiscalidad, sigue siendo necesaria la unanimidad, incluso tras la entrada en vigor del nuevo Tratado de Lisboa. Las modificaciones del propio Tratado de la UE se realizan siguiendo este mismo criterio.

El establecimiento de una clara jerarquía de normas y la delimitación de competencias resultan más importantes incluso en el marco de la unión monetaria que en el mercado único. Por lo que respecta a la política monetaria, esta se abordó de manera adecuada en el Tratado de Maastricht, sin embargo, la política fiscal no recibió un tratamiento tan acertado, y quedó algo «diluida» en la revisión de 2003 del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de 1997. Por su parte, los Estados miembros comenzaron a escudarse en su soberanía ante la obligatoriedad de cumplir las normas o a abordar los problemas de forma excesivamente diplomática, como si la estructura de la zona del euro tuviera un carácter intergubernamental. Además de encontrarse inmersa en la actualización de las normas orientadas a mejorar la gobernanza económica del «six-pack», la UE está abordando aspectos más amplios en el marco del Pacto por el Euro Plus con el fin de reforzar la convergencia

económica, fundamentalmente entre los Estados miembros de la zona del euro.

El gran interrogante que se abre es si las nuevas normas gozan del alcance suficiente para garantizar la sostenibilidad de la unión económica y monetaria, y si se ejecutarán y respetarán debidamente. El debate relativo al Pacto por el Euro Plus también ha puesto de relieve la necesidad de avanzar más en el proceso de convergencia, si bien no existe realmente un acuerdo sobre los ámbitos en los que este avance se ha de materializar. La unión económica, a diferencia de la monetaria, no se ha llegado a definir con nitidez. La necesidad de una mayor colaboración en la zona del euro ha alimentado también el antiguo temor a crear una Europa «de dos velocidades».

Este ensayo tiene por objeto realizar una evaluación de las propuestas formuladas en respuesta a la crisis del euro y valorar qué medidas adicionales se han de emprender. Comenzaremos analizando brevemente las medidas adoptadas en el «six-pack» y el debate relativo al Pacto por el Euro Plus. A continuación, estudiaremos ciertos elementos operativos del Mecanismo Europeo de Estabilidad y abordaremos la cuestión de si la UE es una unión de transferencias. Cerraremos nuestro análisis con una serie de propuestas de carácter pragmático sobre las áreas en las que la UE podría avanzar hacia una unión económica de carácter más federal.

### EL «SIX-PACK» Y EL PACTO POR EL EURO PLUS

A través del conjunto de medidas conocido como «six-pack», la UE proponía mejorar la gobernanza



za de Europa, corrigiendo las deficiencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y ampliando los criterios macroeconómicos de Maastricht. Este conjunto está integrado por seis iniciativas distintas englobadas en tres ámbitos de actuación diferentes, y fueron aprobadas por el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE mediante el procedimiento de codecisión. Las reacciones de los Estados miembros pusieron de relieve la susceptibilidad que despierta la atribución de mayores poderes a la UE en esta área. La cuestión sigue siendo si estas normas tendrán un carácter suficientemente exhaustivo y se harán cumplir debidamente una vez introducidas, ya que esa es una de las deficiencias que la crisis actual ha puesto de manifiesto.

Entre estas seis medidas diferentes se cuentan el Semestre Europeo para el fortalecimiento de la coordinación de políticas económicas y presupuestarias, un marco para la prevención y corrección de déficits públicos excesivos (un Pacto de Estabilidad y Crecimiento «reforzado») y un marco para la prevención y corrección de desequilibrios macroeconómicos. Se distinguen dos tipos de medidas: preventivas y correctoras. En el primer caso se trata de normas mejoradas destinadas a evitar nuevas crisis en el ámbito de las finanzas públicas. El segundo grupo de medidas tendría por finalidad ofrecer los incentivos adecuados para que los Estados miembros enderecen su trayectoria. En este segundo grupo se incluyen las sanciones semiautomáticas que podrá imponer la Comisión Europea ante el incumplimiento de normas, sanciones que solo podrán retirarse cuando los Estados miembros, por mayoría cualificada, así lo decidan en el Consejo de la UE (proceso conocido como «mayoría inversa»).

El conjunto de medidas de supervisión macroeconómica y fiscal, o «six-pack», confiere un papel fundamental a la Comisión Europea, lo que ha suscitado inquietud en muchos Estados miembros. Francia y Alemania, responsables del debilitamiento del Pacto en 2003, han expresado importantes reservas respecto a la imposición de sanciones automáticas. Otros Estados consideran que la aprobación de los

presupuestos nacionales compete exclusivamente a los respectivos parlamentos, que no pueden ser desautorizados por una administración no salida de las urnas. Sin embargo, es evidente que tan solo una vigilancia más estrecha de las políticas fiscales podrá contribuir a la prevención de futuras crisis fiscales en la zona del euro y que se ha de designar claramente a un organismo central que ostente el control y esté dotado de una potestad superior.

Junto a estas medidas, y ante la insistencia de Alemania, los Gobiernos de la UE también se han embarcado en el estudio de un conjunto más amplio de fórmulas encaminadas a mejorar la competitividad de la UE y de los Estados miembros de la zona del euro. Un seguimiento más adecuado de ciertos indicadores económicos en los distintos Estados miembros debería evitar que la UE y, en particular, la zona del euro vuelvan a verse inmersas en la misma situación. Fruto de esta inquietud, en marzo de 2010 nació el Grupo Van Rompuy, que toma su nombre del presidente del Consejo Europeo, y, en marzo de 2011, 17 Estados miembros de la zona del euro y otros seis Estados no pertenecientes a la misma adoptaron el Pacto por el Euro Plus. No obstante, el resultado de ambas iniciativas subraya la necesidad de un debate más amplio sobre la naturaleza de la unión económica antes de que se puedan acordar medidas específicas concretas, tal y como analizamos a continuación.

El informe emitido por el Grupo Van Rompuy hacía hincapié en las medidas propuestas por la Comisión Europea en el «six-pack», entre las que se cuentan las de carácter preventivo y correctivo, así como en la automaticidad de las medidas ejecutorias. Proponía vigilar una serie reducida de indicadores económicos para prevenir desequilibrios en el seno de la UE, y en particular, en la zona del euro. En el informe también se recalca la necesidad de otorgar un carácter permanente al marco de gestión de crisis. Sin embargo, no se mantuvo la propuesta de constituir un Comité de Expertos para vigilar la situación de las economías europeas y formular las recomendaciones pertinentes.

El acuerdo de Deauville, alcanzado entre los jefes de Estado y de Gobierno de Francia y Alemania el mismo día en que se publicó el informe, vino a reemplazar las recomendaciones del Grupo Van Rompuy. A cambio de que se retrasara la automaticidad de las advertencias y sanciones, Francia acordó con Alemania revisar la cláusula de «no corresponsabilidad financiera» del Tratado de la UE y la creación de un mecanismo permanente de gestión de crisis con la participación del sector privado. El acuerdo evidenció que sobre todo los Estados miembros de mayor tamaño se oponen a dotar a la UE de un carácter más federalista. En sus lecturas del «six-pack», el Parlamento Europeo insistió, no obstante, en la automaticidad de las sanciones, pidió una vía de diálogo permanente en materia económica con los ministros de Economía y Hacienda y exigió mayores competencias para la Comisión Europea en el ámbito de la recopilación de información.<sup>1</sup> Conviene recordar que, en el marco del PEC de 1997, el Parlamento de la UE no desempeñaba papel alguno, lo que representa una anomalía «federal», si bien las funciones que se le atribuyen en las propuestas iniciales de la Comisión para mejorar la gobernanza económica son también muy limitadas.<sup>2</sup>

El carácter federalista del paquete de medidas de gobernanza económica siguió revistiendo una importancia fundamental. A principios de 2011, el Gobierno alemán propuso la adopción de un «Pacto de Competitividad» a cambio de apoyar la

ampliación de la capacidad del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (véase más abajo). Se emplearían tres indicadores cuantificables como parámetros de referencia para medir la competitividad de los Estados miembros de la zona del euro, y se decidió que los Estados comenzarían a trabajar en la elaboración de un conjunto de seis medidas encaminadas a mejorar la competitividad en áreas como el mercado laboral y las políticas tributaria y fiscal. Entre las iniciativas abordadas destaca la supresión de la indexación salarial automática, el reconocimiento mutuo de los títulos oficiales, la armonización del impuesto de sociedades y la introducción de regímenes nacionales de resolución bancaria. No obstante, en algunos casos se trata únicamente de cuestiones referentes al mercado único que, de hecho, deberían ser aplicables a la UE en su conjunto (véase el Cuadro en el Anexo).

El Pacto por el Euro Plus, como se denominó posteriormente, fue suscrito el 11 de marzo por 17 Estados miembros de la zona del euro y otros seis países no pertenecientes a la misma. Habría sido preferible que esta lista de medidas hubiera surgido de un debate abierto sobre la lógica de la unión económica y las materias que podrían coordinarse mejor en el ámbito de la UE que a escala nacional. Sin embargo, nació de la exigencia formulada explícitamente por un Estado miembro y se basó en un concepto erróneo del significado del término «competitividad». El Pacto se articula sobre la teoría de que el aumento de la productividad se traduce en una mayor competitividad, argumento que no siempre se sustenta en la realidad (véase Gros, 2011). Así, el modelo de gobernanza económica que de hecho está emergiendo se basa en países deudores a los que se obliga a aceptar recetas de política fiscal y reformas estructurales que vienen impuestas por países acreedores, los cuales gozan de la libertad necesaria para dirigir su política económica sin intromisiones significativas.<sup>3</sup> Además, se está ampliando la brecha existente entre los países de

<sup>1</sup> Respecto a la automaticidad de las sanciones, el acuerdo del PE prevé que, en caso de que el Consejo no apruebe en primera instancia una recomendación formulada por la Comisión, o ni siquiera la someta a votación, transcurrido un periodo de reflexión de un mes, la Comisión volverá a presentar esa misma decisión. Esta recomendación es aprobada de manera automática, salvo que, en el plazo de diez días, sea rechazada por el voto mayoritario de los países miembros de la zona del euro. El voto del(de los) Estado(s) miembro(s) afectado(s) no se contabilizaría en esta situación (<http://www.europarl.europa.eu/es/headlines/content/20110429FCS18371/html/Economic-governance-package-explained>).

<sup>2</sup> En las propuestas originarias de la Comisión para el «six-pack», de 29 de septiembre de 2010, también se asigna un papel muy marginal al PE ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/eu\\_economic\\_situation/2010-09-eu\\_economic\\_governance\\_proposals\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/2010-09-eu_economic_governance_proposals_en.htm)).

<sup>3</sup> Véase el editorial titulado «Competitiveness with 17 or 27», de Cinzia Alcidi y Karel Lannoo, publicado en el boletín del CEPS de marzo de 2011.



la zona del euro y los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la misma, aun cuando seis de estos Estados suscribieron el Pacto.

El hecho de que se haya asignado a los jefes de Estado y de Gobierno la responsabilidad de controlar los avances en relación con el Pacto del Euro Plus y su cumplimiento constituye una anomalía en toda regla. Esta circunstancia contradice claramente la propia estructura de la UE, en virtud de la cual, a la Comisión Europea se le atribuye la custodia de los Tratados de la UE, y pone de manifiesto las tensiones existentes entre esta institución y la mayoría de los Estados miembros. Además, no se ha creado una estructura de jefes de Estado y de Gobierno como tal, lo que automáticamente suscita el temor a que no se llegue a realizar seguimiento alguno.

## EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

Por su naturaleza, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) integra tanto elementos de carácter federal como intergubernamental. Su dimensión federalista se refleja en el hecho de que se sirve de la reputación y las calificaciones crediticias de la mejor deuda soberana de la UE para acudir al mercado en busca de financiación y prestar recursos a los Estados miembros con problemas para financiarse. Sin embargo, el proceso de toma de decisiones es intergubernamental. Todos los Estados miembros de la zona del euro han de expresar su conformidad con este mecanismo y ratificar el cambio en el Tratado, y las decisiones relativas a la concesión de préstamos se adoptan por unanimidad. Además, su responsabilidad en relación con el fondo se limita a la cuantía de su participación en el capital.

El MEDE fue un final en falso a más de un año de crisis de deuda soberana en la UE. Desde mediados de 2013, se convertirá en un fondo permanente dotado de 500.000 millones de euros. Asumirá las funciones del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés), instrumento de carácter temporal basado en el Tratado y dotado con 60.000 millones de euros, así como las corres-

pondientes al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), constituido en mayo de 2010 con una dotación de 440.000 millones de euros para abordar los crecientes problemas de la franja sur de Europa.<sup>4</sup> El MEDE no comenzará su andadura formalmente hasta que todos los Estados miembros hayan ratificado el cambio en el Tratado de la UE. Esta modificación es necesaria, ya que el Tratado de Maastricht prohibía expresamente la financiación monetaria y el rescate de otros Estados miembros (arts. 123 y 125). Inicialmente, el cambio se antojaba casi imposible en vista de los problemas experimentados en la ratificación del Tratado de Lisboa.

De conformidad con lo dispuesto en los estatutos del FEEF, las decisiones más importantes se han de adoptar por unanimidad: «Los Garantes acuerdan que todas las cuestiones que afecten a sus funciones y responsabilidades como Garantes habrán de ser aprobadas por estos de manera unánime» (FEEF art. 105). Se aplicarán cláusulas similares al borrador del MEDE, en el que se establece que deberán alcanzarse por mutuo acuerdo las decisiones relativas a la concesión de asistencia financiera, los términos y condiciones de esta asistencia, la capacidad crediticia del MEDE y los cambios en la gama de instrumentos.<sup>5</sup> En un principio, el FEEF no permitía al fondo acudir directamente a los mercados secundarios de deuda, pero esta disposición se modificó en la reunión del 21 de julio de 2011 del Consejo de la zona del euro. Aunque el Consejo admitió esta opción, dispuso que solo podía ejercerse por «acuerdo mutuo de los Estados miembros del FEEF/MEDE para evitar un contagio» (en el borrador inicial de las conclusiones del

<sup>4</sup> El Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés), se constituyó en abril de 2010 y fue concebido como un instrumento temporal de financiación mediante préstamos por importe de 60.000 millones de euros para Grecia, Portugal e Irlanda. Se basa en un mecanismo del Tratado de la UE por el que se permite otorgar asistencia financiera a un Estado miembro que esté atravesando dificultades. En el marco del EFSM, el prestatario es la Unión Europea.

<sup>5</sup> Ficha Descriptiva del Mecanismo Europeo de Estabilidad de 21 de marzo de 2011.

Consejo Europeo se llegó a especificar incluso que el acuerdo debería ser «unánime».<sup>6</sup> Sin embargo, esta condición no hace presagiar un panorama demasiado alentador para el futuro del FEEF, dada la falta de acuerdo sobre la materia en el seno del Banco Central Europeo, y la cuantía limitada del fondo si se tiene en cuenta el saldo vivo de la deuda de los Estados miembros del sur de Europa en dificultades y de Irlanda. También se permitirá al MEDE adquirir deuda en los mercados secundarios.<sup>7</sup>

En su reunión del 21 de julio, el Consejo decidió además que el FEEF también podría participar en los procesos de recapitalización bancaria con el fin de «afrontar el contagio». Esta decisión se vio ratificada en la cumbre sobre la crisis de la zona del euro celebrada el 26 de octubre de 2011, en la que se dispuso que se podría recurrir a esta alternativa como último recurso, en caso de que se agotaran todas las fuentes de financiación privadas y nacionales. No obstante, tal y como declaró el Consejo, se deberán tener en cuenta todas las lecciones extraídas del episodio de rescates bancarios de 2008, lo que significa que este tipo de procesos de recapitalización tendrán que ser gestionados en el marco de la UE mediante una estricta observancia de las normas relativas a la concesión de ayudas públicas de la UE. Esta circunstancia subraya, una vez más, la necesidad de que el FEEF se integre plenamente en la estructura de la Comunidad, lo que, hoy por hoy, no está claro que vaya a producirse.

<sup>6</sup> Declaración de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro y las instituciones de la UE, Consejo de la UE, 21 de julio, pág. 3.

<sup>7</sup> «El MEDE podrá adquirir, en el mercado primario, los bonos de un Estado miembro que atraviese graves problemas de financiación, con el objetivo de obtener la máxima rentabilidad del apoyo. Las condiciones y las modalidades según las cuales se llevaría a cabo la adquisición de los bonos se especificarán en la Decisión relativa a las condiciones de la asistencia financiera». Esta última disposición implica que la decisión a este respecto también deberá alcanzarse de mutuo acuerdo. Véase la Ficha Descriptiva del Mecanismo Europeo de Estabilidad de 21 de marzo de 2011.

## UNIÓN DE TRANSFERENCIAS Y FEDERALISMO FISCAL

La enorme cuantía de las medidas de rescate destinadas a los Estados periféricos de la UE ha llevado a la opinión pública de ciertos Estados miembros septentrionales a referirse a la UE como una «unión de transferencias». Se argumenta que la continuidad de la UE estará condicionada al traspaso de ingentes cantidades de fondos del norte al sur. Sin embargo, por ahora, estas transferencias solo se han materializado en el contexto presupuestario de la UE (en forma de fondos estructurales y de cohesión), y, en el ámbito de la crisis del euro, se trata de préstamos a Estados miembros en dificultades, aunque a tipos preferentes. Las transferencias solo se llegarían a realizar en escenarios de impago.

Desde un punto de vista fiscal, en la actualidad la UE aún dista mucho de ser una estructura auténticamente federal. Aunque dentro de la UE se produce una redistribución de recursos, al igual que en el federalismo fiscal, este reparto afecta a una parte muy reducida del gasto público total. El presupuesto de la UE representa tan solo el 1% de su PIB, lo que contrasta con un porcentaje cercano al 20% en EE.UU. Además, aproximadamente un 40% se destina a la Política Agraria Común y al desarrollo rural, representando los pagos directos a agricultores en torno al 80% de los costes. Realmente esta política no se ve refrendada por ninguna argumentación convincente de acuerdo con la teoría del federalismo fiscal, es decir, nada justifica que pueda ejecutarse mejor en el ámbito de la UE que de forma local. El otro gran bloque de gasto, esto es, los recursos destinados a programas regionales y estructurales, podría considerarse de naturaleza puramente federalista. No obstante, la asignación de muchos otros capítulos de gasto se resolvería mejor, en un sentido «federal», en el plano de la UE, ya que podría hacerse una gestión más eficiente de su distribución. Este sería el caso, por ejemplo, del gasto en investigación y desarrollo, infraestructuras transfronterizas, actuaciones en el exterior, defensa o elementos de política industrial. Aunque la UE cuenta con



un importante programa de I+D, el Programa Marco de Investigación, una vez más, solo representa en torno al 7% del gasto nacional en I+D. El presupuesto presta cierto apoyo en otras áreas, pero se trata de cuantías muy limitadas en relación con el gasto de cada país o respecto a las necesidades reales para desarrollar una política eficiente.

Por lo tanto, resulta inapropiado en las circunstancias actuales calificar a la UE de «unión de transferencias».<sup>8</sup> Sin embargo, lo que sí sería conveniente en estos momentos, al igual que en el debate relativo a la unión económica, es alentar a los Estados miembros de la UE a que emprendan un análisis constructivo sobre federalismo fiscal, es decir, que estudien la conveniencia y la manera de desarrollar un marco normativo para la atribución de funciones a los distintos niveles de gobierno y la asignación de instrumentos fiscales adecuados para el desempeño de estas funciones. En el contexto de las enormes limitaciones presupuestarias actuales de los gobiernos y ante las próximas perspectivas financieras 2014-2021 de la UE, esta iniciativa podría evidenciar la posibilidad de obtener mejoras de eficiencia a través de una distribución diferente del gasto en la UE.

Sin embargo, la noción de gasto implica también la de recurso. El presupuesto de la UE tampoco tiene una concepción demasiado federalista de sus recursos. La mayor parte del presupuesto de la UE procede de una pequeña parte de la renta nacional bruta de los Estados miembros (1,04% como máximo), y se nutre, de forma creciente, de aportaciones directas de estos Estados (que representan alrededor del 60% del mismo). Recientemente, la UE ha iniciado un debate a favor de introducir una o más fuentes adicionales de recursos propios, pero no cabe esperar que los Estados miembros se muestren dispuestos a abrir un diálogo al respecto. Las posturas en las recientes negociaciones sobre el presupuesto de la UE han resultado muy enco-

nadas, insistiendo algunas de las partes en la introducción de muchas excepciones, lo que hace casi imposible precisar qué consigue cada una (véase Haug et al., 2011). Dadas las actuales restricciones presupuestarias, es improbable que asistamos a cambios relevantes en la próxima ronda de perspectivas financieras de la UE, cuyo inicio está previsto en 2012. Además, el papel limitado de los recursos propios permite a los Estados miembros ejercer su influencia fácilmente sobre la Comisión Europea. Un ejemplo de lo que podría constituir una nueva fuente de recursos propios para el presupuesto de la UE tras la crisis financiera sería la tasa bancaria, o quizá un impuesto sobre las transacciones financieras, pero estaría descompensada, ya que procedería fundamentalmente de aquellos Estados miembros con grandes sectores financieros, por lo que parece difícil de llevar a la práctica.<sup>9</sup>

## UN PROGRAMA DE PROPUESTAS PRAGMÁTICO

Ante las susceptibilidades políticas que en este momento suscita la idea de «hacer más Europa» (y que seguirá suscitando en un futuro inmediato), la UE tendrá que sacar el máximo partido posible de los instrumentos e instituciones de carácter federal a su alcance. Tendrá que abrir simultáneamente un debate sobre las políticas y los instrumentos necesarios para una unión más federalista.

## MAYORES RESPONSABILIDADES PARA EL BCE Y RECAPITALIZACIÓN BANCARIA A TRAVÉS DEL FEEF

Desde el comienzo de la crisis financiera, el BCE ha rebajado los criterios aplicados a las operacio-

<sup>8</sup> Consúltense Heinen (2011) para una visión de conjunto.

<sup>9</sup> El 28 de septiembre de 2011, la Comisión Europea propuso introducir un impuesto sobre transacciones, pero no cabe esperar que sea aprobado por todos los Estados miembros, por lo que podría recurrirse, para su aprobación, al mecanismo de la «cooperación reforzada» y ello le restaría efectividad.

nes de provisión de liquidez al sector financiero, y, con el inicio de la crisis de deuda soberana, también ha empezado a adquirir deuda directamente en los mercados. Al obrar así, el BCE ha extendido el alcance de su misión fundamental, esto es, el mantenimiento de la estabilidad de precios, para incorporar otras consideraciones de estabilidad financiera más amplias. Sin embargo, la adquisición de deuda no se ha decidido de manera consensuada en el BCE, como ha puesto de manifiesto especialmente el abandono por Jürgen Stark del Consejo de Gobierno de esta institución.

El BCE se caracterizó inicialmente por ser un banco central con un mandato muy limitado, a saber, el mantenimiento de la estabilidad de precios. La crisis financiera, no obstante, ha evidenciado que el hecho de que la entidad emisora se centre exclusivamente en mantener la estabilidad de los precios, puede contribuir a la formación de burbujas en el precio de los activos a través de un proceso de excesiva creación de crédito, tal y como sucedió en la antesala de la crisis en varios Estados miembros de la zona del euro, así como en EE.UU. Podría darse, por tanto, una disyuntiva entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, por lo que los bancos centrales también han de vigilar la evolución de la expansión del crédito y los precios de los activos (De Grauwe y Gros, 2009). No obstante, habría que concretar cómo se define la estabilidad de precios y qué implicaciones tiene para el marco operativo del BCE. En términos generales, la ampliación del mandato tendría que pasar por la identificación de instrumentos de política monetaria (más allá de los tipos de interés) que puedan emplearse para evitar una creación excesiva de crédito, así como por una mayor participación del BCE en materia de supervisión financiera. Este último requisito ya se ha formalizado mediante la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico en el seno de esta institución.

Sin embargo, desde ciertos círculos y Estados miembros, especialmente Alemania, se han opuesto abiertamente a la participación proactiva del BCE en los mercados de capitales. En su opinión, esta intervención sobrepasa el mandato

de la institución, limita el mecanismo disciplinario de los mercados de capitales y estimula la inflación. Figuras destacadas en Alemania entre los responsables de la formulación de políticas, como Christian Wulff, jefe del Estado alemán, y Jens Weidmann, presidente del Bundesbank, se han expresado claramente en ese sentido.<sup>10</sup> Weidmann ha señalado también que no existe un marco democrático y de rendición de cuentas que justifique este tipo de iniciativas. Desde otros ámbitos se ha argumentado que las «salidas en masa» de inversores de deuda soberana solo pueden contrarrestarse de esta manera, ya que, en una unión monetaria, los Estados miembros no disponen de los medios necesarios para frenar esas dinámicas de mercado, o evitar el desplazamiento de fondos a otros países.<sup>11</sup> No obstante, una confrontación abierta sobre la adquisición de deuda resulta muy perjudicial para el impacto de estas actuaciones en el mercado.

Hay quienes apuntan la conveniencia de adoptar una fórmula europea del «Troubled Asset Relief Programme» (TARP, en sus siglas en inglés, o programa de rescate de activos en dificultades), tal y como se aplicó en EE.UU. en 2008, para hacer frente a la crisis financiera.<sup>12</sup> Mediante un «euro-TARP», los bancos con reducidos niveles de capitalización y/o exposiciones significativas a deuda soberana problemática podrían refinanciarse a través del FEEF. A cambio, las entidades tendrían que mantener abiertas sus líneas de crédito y carteras de depósitos, mientras que un organismo central supervisor realizaría una estrecha vigilancia de los riesgos bancarios. Según la propuesta realizada, las entidades bancarias tendrían que financiar a los gobiernos en cuestión al tipo de descuento del BCE hasta que el mercado se estabilizara. Los bancos a los que se hubiera asistido se compro-

<sup>10</sup> Véanse, por ejemplo, los comentarios de Jens Weidmann, según se recogen en la edición del 19 de septiembre de 2011 del *Frankfurter Allgemeine*.

<sup>11</sup> Véase el artículo de Paul Krugman, *New York Times*, 11 de septiembre de 2011.

<sup>12</sup> Véase el artículo de George Soros en el *Financial Times* del 29 de septiembre de 2011 y Lannoo (2011a).



meterían a respetar las condiciones impuestas por las autoridades de la UE responsables de las ayudas públicas en relación con la naturaleza no discriminatoria y temporal de la asistencia y la necesidad de una remuneración adecuada. Sin embargo, la decisión adoptada el 26 de octubre por el Consejo de la zona del euro refleja una visión muy distorsionada de las necesidades de capital del sector bancario, ya que incorpora un ratio de capital sobre activos ponderados por riesgo, realizando pocos ajustes en concepto de exposiciones a deuda soberana. Así, de nuevo, se han visto beneficiadas las entidades bancarias de los dos mayores Estados miembros de la zona del euro.

#### ***APLICACIÓN RIGUROSA DE LAS NUEVAS NORMAS DEL «SIX-PACK»***

La ejecución del nuevo PEC tendrá que ser objeto de una estrecha vigilancia. En los últimos dos años, se ha agotado en gran medida la buena voluntad de la UE como supervisora del pacto, y habrán de realizarse grandes esfuerzos para recuperarla. El menor incumplimiento de las nuevas normas requerirá una intervención inmediata. El Comisario de la UE al mando deberá estar capacitado para adoptar una posición firme tan pronto como surja un problema, sin tener que esperar a la decisión del Consejo de la UE sobre la materia. La creación de un Consejo Europeo de Asesores Económicos independiente, tal y como se proponía en el informe Van Rompuy, podría resultar útil para asistir en este ámbito a las instituciones de la UE.

Ante las dudas existentes en torno a la legitimidad de la UE para ejercer el control sobre competencias fiscales de carácter fundamentalmente local, el Parlamento Europeo también debería desempeñar un papel más relevante en este ámbito, tal y como se ha propuesto en el «six-pack». Concretamente, el PE propuso la posibilidad de solicitar que los ministros de Economía y Hacienda nacionales declaren ante la Cámara. Asimismo, un cargo electo de la zona del euro debería asumir la responsabilidad polí-

tica de velar por el cumplimiento del Pacto. Esta labor podría desarrollarla un ministro de Economía y Hacienda o un político nombrado por el Parlamento Europeo, órgano al que tendría que rendir cuentas. Podría tratarse de un vicepresidente de la Comisión Europea, que presidiría las reuniones del Ecofin, al igual que el alto representante preside los Consejos de Asuntos Exteriores. Esta sería una solución más adecuada que el recurso a la figura de un presidente del Consejo de la zona del euro, tal y como se propuso en el Consejo Europeo de octubre de 2011.

#### ***NUEVAS AUTORIDADES SUPERVISORAS DOTADAS DE TODOS LOS MEDIOS NECESARIOS***

En relación con los problemas evidenciados en la supervisión del sector financiero, la UE introdujo cambios significativos en la estructura supervisora mediante la creación de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES). Se puede considerar a estos nuevos órganos como autoridades supervisoras federales de carácter embrionario, ya que de hecho se les ha dotado de poderes de los que antes carecían y que pueden ejercerse de manera más adecuada a escala europea. Entre ellos destaca la recopilación y el intercambio de información supervisora en toda la UE, la mediación entre supervisores nacionales y la delegación formal de actuaciones, y la vigilancia de las autoridades de supervisión nacionales. Las AES están capacitadas para adoptar decisiones sobre casos particulares en circunstancias excepcionales y en el marco de situaciones de emergencia, y desempeñan ciertas funciones de supervisión exclusivas, cuyo desarrollo, hoy por hoy, se encuentra más avanzado en la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) (véase Lannoo, 2011b).

No obstante, se reconoce de forma generalizada que los actuales recursos de las AES resultan insuficientes para el desempeño de estas funciones, deficiencia que habrá de corregirse con celeridad si la UE desea que se cumplan las expectativas depositadas en estas autoridades. Hay una





ingente labor por delante, y crecen las dudas como resultado, por ejemplo, de los retrasos en la concesión de licencias a los agentes de calificación por parte de la AEVM, la calidad de las segundas pruebas de resistencia realizadas por la ABE y la reticencia de las autoridades de supervisión nacionales a que las AES asuman plenamente sus nuevas funciones. Por tanto, las autoridades supervisoras nacionales deberían, con la mayor premura, destinar temporalmente a algunos de sus expertos a las AES. La Comisión Europea debería actuar en el mismo sentido y estar dispuesta además a intervenir en la medida en que sea preciso cuando se generen tensiones entre las autoridades nacionales y las de la UE.

#### **UN FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS Y DE RESOLUCIÓN BANCARIA DE TODA LA UE**

Debería constituirse, tan pronto como sea posible, un fondo de garantía de depósitos y de resolución bancaria a escala de la UE para ayudar a las entidades bancarias en dificultades. Desgraciadamente, con los cambios previstos en la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos, se han eliminado elementos fundamentales de la propuesta de la Comisión, que hubieran permitido establecer una fórmula de cofinanciación entre distintos sistemas. Esta situación no hace augurar un panorama demasiado alentador para la posible creación de un sistema de resolución bancaria en toda la UE, sobre la que se espera una propuesta antes de que finalice el año.

La armonización de los sistemas de garantía de depósitos en la UE se abordó por primera vez en una Directiva de 1994 de la UE. Los cambios introducidos en 2008 situaron el nivel mínimo de protección en 100.000 EUR, pero la armonización de otros aspectos se reservó para una etapa posterior. El borrador presentado por la Comisión en julio de 2010 proponía: (1) la reducción del plazo máximo de pago; (2) una financiación *ex ante* mínima; (3) un gasto más adecuado; y, (4) posibilitar los préstamos entre distintos sistemas. Desgraciadamente, las conversaciones manteni-

das en el marco de la primera lectura han puesto de manifiesto la falta de acuerdo existente entre los Estados miembros y el Parlamento Europeo para avanzar hacia una mayor armonización en toda la UE dentro de este ámbito, lo que habría permitido eliminar muchas de las distorsiones apreciables entre los Estados pertenecientes a la zona del euro. Ambas instituciones desecharon la posibilidad de realizar préstamos entre distintos fondos, aspecto que habría representado un primer paso hacia la constitución de un sistema para el conjunto de la UE. Tampoco parece haberse llegado a un consenso en cuanto a la utilización del fondo como mecanismo de resolución, aspecto en el que sí se ha avanzado en España.

Conviene recordar que en septiembre de 2008 el ministro de Economía y Hacienda holandés impulsó una propuesta para la creación de un fondo de rescate europeo, manteniendo conversaciones informales al respecto con su homólogo francés. Sin embargo, la propuesta encontró el rechazo frontal del Gobierno germano antes de la Cumbre del G-4 celebrada en el Palacio del Elíseo el 4 de octubre de 2008. Los gobiernos de la UE decidieron recurrir a los grandes programas nacionales de rescate, decisión cuyas consecuencias aún hoy se están dejando sentir. En virtud del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y la decisión adoptada en el Consejo Europeo del 26 de octubre de 2011, la UE cuenta actualmente con una estructura sobre la que articular un fondo de apoyo al sector bancario auténticamente europeo, algo de lo que carecía en 2008. Este mecanismo debería ponerse en marcha lo antes posible, teniendo en cuenta las lecciones aprendidas a raíz de la crisis de 2008 y aplicando las normas sobre ayudas públicas de la UE. Frente a lo que sucede en el actual esquema de garantías e instrumentos de apoyo *ad hoc*, un fondo de recapitalización propio de la zona del euro permitiría reducir de manera mucho más eficaz las distorsiones existentes en el funcionamiento del mercado único. Estos fondos deberían estar condicionados a la introducción de reformas estructurales, además de tener un carácter temporal y ser remunerados.



Junto a un modelo de TARP europeo, también debería constituirse un sistema de garantía de depósitos para el conjunto de la zona del euro. Todas las entidades bancarias de la zona tendrían que participar en un sistema prefinanciado y pagar una prima en función de su base de depósitos minoristas. Con el tiempo, un fondo de estas características podría fusionarse con una fórmula europea de TARP y convertirse en un sistema de resolución bancaria para el conjunto de la UE que se financiara en los mercados.

### ***PLENA REALIZACIÓN DEL MERCADO ÚNICO E IMPULSO DEL DEBATE RELATIVO A LA UNIÓN ECONÓMICA***

La Comisión Europea está comprometida con la plena realización del mercado único, de conformidad con lo establecido en el informe Monti de 2010. En este documento se enumeran 12 áreas prioritarias con 50 propuestas diferentes para el estímulo del crecimiento y el empleo. Abarca ámbitos como el mercado único digital, cuestiones de propiedad intelectual, la licitación pública, la fiscalidad de las empresas, la movilidad laboral y algunas medidas abordadas también en el Pacto por el Euro Plus (véase Monti, 2010). Hasta cierto punto, esta iniciativa debería representar un paso adelante para la UE hacia la consecución de una unión económica, aunque el debate sobre el Acta del Mercado Único no ha discurrido por esos cauces. Además, algunos elementos se solapan con puntos del Pacto por el Euro Plus, lo que resulta confuso y no se ha explicado.

Una unión económica en toda regla, no obstante, trasciende con mucho el Acta del Mercado Único. La unión económica implicaría una mayor integración de los mercados de trabajo y la armonización de los sistemas de pensiones, una política industrial para la UE y un mercado integrado de servicios profesionales, así como un grado de armonización mucho mayor de la imposición directa e indirecta. Quizá sería conveniente que la UE promoviera un debate constructivo sobre el desarrollo de la unión económi-

ca más allá del mercado único, aunque solo fuera para concienciar a los ciudadanos de lo mucho que queda por hacer, o del bajo nivel de integración del que aún adolece la UE.

### **CONCLUSIÓN**

La UE y, más aún, la unión monetaria, solo pueden seguir existiendo si se articulan como una unión federal, con una jerarquía de normas bien definida. Aunque en el origen de la crisis de deuda soberana hay multitud de factores, el excesivo énfasis intergubernamental y el déficit de federalismo representaron un obstáculo insuperable para encontrar una solución rápida y efectiva a la crisis cuando esta se materializó por primera vez y antes de que se transformara en una crisis sistémica de la Unión. Las soluciones propuestas hasta la fecha refuerzan el carácter federalista en cierta medida, pero el enfoque soberanista y la política de poder continúan estando demasiado presentes. Además, existen áreas en las que las normas aplicables a la zona del euro se solapan con las vigentes en la UE en su conjunto, lo que genera mucha confusión.

Dado que las circunstancias actuales no permiten emprender reformas de más largo alcance en estos momentos, los responsables de formular las políticas europeas tendrán que sacar el máximo partido posible de los instrumentos e instituciones de carácter federal disponibles. Por su parte, las instituciones de la UE deberán racionalizar las normas y definir claramente las prioridades. La Comisión Europea tendrá que extremar la vigilancia en lo que respecta al reformado Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de recuperar la confianza de los Estados miembros y de los ciudadanos de la UE. El Parlamento deberá demostrar que existe un proceso de rendición de cuentas como tal en el ámbito de la UE y que la gobernanza económica no se ha dejado en manos de una administración que no tiene que responder ante nadie. El BCE ha de interpretar su mandato en un sentido más amplio para garantizar, junto con el FEEF, no solo la estabilidad de precios, sino también la estabilidad financiera.



Permitir que los países pertenecientes a la zona del euro continúen bajo el espejismo de la soberanía del Estado-nación no contribuye a superar la crisis actual. Las declaraciones recogidas en las conclusiones del Consejo Europeo de octubre de 2011, en el sentido de que los Estados miembros harán plenamente honor a «su propia firma soberana» para conseguir una situación fiscal sostenible, permiten a los Estados miembros someter la unión monetaria a la soberanía nacional, tal y como estuvo a punto de suceder con el referéndum griego, aunque, en el marco de la UEM, la soberanía monetaria ya no descansa en el Estado-nación.

## BIBLIOGRAFÍA

- Bini-Smaghi, Lorenzo (2011). «*Adjusting to the Crisis: Policy Choices and Politics in Europe*», Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros, 8 de julio.
- Buiter, Willem (2011). «*The future of the euro area: Fiscal union, break-up or blundering towards a 'you break it you own it Europe'*», Citibank Global Economics.
- Darvas, Zsolt (2010). «Fiscal federalism in crisis: Lessons for Europe from the US», *Bruegel Policy Brief*, Bruegel, Bruselas, Julio.
- De Grauwe, Paul and Daniel Gros (2009). «A New Two-Pillar Strategy for the ECB», *CEPS Policy Brief*, CEPS, Bruselas, Junio.
- Duff, Andrew (2011). «*Federal Union now*», The Federal Trust, Londres, Septiembre.
- Gros, Daniel (2011). «Competitiveness Pact: Flawed Economies», *CEPS Commentary*, CEPS, Bruselas, Marzo.
- Comisión Europea (2011). Acta del Mercado Único, 13.04.11.
- Haug, Jutta et al. (2011). «*Europe for growth, For a radical change in financing the EU*», Informe Especial del CEPS y Notre Europe, CEPS, Bruselas y París.
- Heinen, Nicolaus (2011). «*A European transfer union: How large, how powerful, how expensive?*», Deutsche Bank Research, Agosto.
- Lannoo, Karel (2011a). «The case for a euro-TARP», *CEPS Commentary*, CEPS, Bruselas, 13 de octubre.
- Lannoo, Karel (2011b). «The EU's Response to the Financial Crisis: A mid-term review», *CEPS Policy Brief No 241*, CEPS, Bruselas, Abril.
- Monti, Mario (2010). «*A New Strategy for the Single Market at the service of Europe's economy and society*», Informe al presidente de la Comisión Europea, 9 de mayo.
- Valiante, Diego (2011). «The Eurozone Debt Crisis: From its origins to a way forward», *CEPS Policy Brief No. 251*, CEPS, Bruselas, Agosto.

**ANEXO 1. COMPARACIÓN DE PROPUESTAS DE CONVERGENCIA ECONÓMICA**

	<b>Pacto por el Euro Plus</b>	<b>Acta del Mercado Único</b>	<b>Unión Económica</b>
<b>Objetivos</b>	Mejorar la competitividad y la convergencia económica en la zona del euro	Impulsar el crecimiento y reforzar la confianza	Completar la unión monetaria y delegar en el ámbito federal más competencias en materia de política económica
<b>¿Cómo?</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Vigilar que los acuerdos salariales estén en línea con la productividad</li><li>- Fomentar la creación de empleo mediante reformas del mercado laboral</li><li>- Promover la sostenibilidad de las finanzas públicas a través de reformas fiscales y de la seguridad social</li><li>- Coordinar las políticas tributarias</li></ul>	Completar el Mercado Único en: <ul style="list-style-type: none"><li>- El acceso a la financiación de las PYME</li><li>- La movilidad de los ciudadanos</li><li>- Los derechos de propiedad intelectual</li><li>- La capacitación de los consumidores</li><li>- Los servicios</li><li>- Las redes</li><li>- El mercado único digital</li><li>- El espíritu socioempresarial</li><li>- La fiscalidad</li><li>- La cohesión social</li><li>- El entorno de negocio</li><li>- La licitación pública</li></ul>	Aún por definir con precisión, pero podría implicar: <ul style="list-style-type: none"><li>- La plena realización del mercado único</li><li>- Una política industrial para el conjunto de la UE</li><li>- Una política de investigación más integrada</li><li>- Una política laboral a escala de la UE</li><li>- La armonización de bases y tipos de imposición directa e indirecta</li></ul>
<b>Control</b>	Jefes de Estado y Gobierno	Comisión Europea	



# LA CRISIS DE LA EUROZONA: EL BUCLE DIABÓLICO ENTRE SISTEMA FINANCIERO Y DEUDA SOBERANA

Luis Garicano y Tano Santos<sup>1</sup>

## INTRODUCCIÓN: APAGAR FUEGOS COMO FORMA DE RESOLVER LA CRISIS

Las respuestas de los gobiernos a las repetidas erupciones de la crisis financiera que ha sufrido la zona Euro durante los últimos dos años presentan unos contornos comunes y ya predecibles: las grandiosas declaraciones de intenciones sobre una solución definitiva, las cumbres casi idénticas en sus preámbulos plenos de confianza, sus capítulos iniciales tratando de reducir expectativas, sus reuniones nocturnas, concluidas con ruedas de prensa exageradamente optimistas en mitad de la noche; finalmente, la euforia inicial del mercado que, en días, semanas en el mejor caso, se convierte en desesperación y un nuevo comienzo del ciclo.

Esta forma de atacar la crisis apagando fuegos, saltando de un problema al siguiente sin orden ni concierto, está agotada. Europa se enfrenta a una crisis existencial. La salida de esta crisis supondrá o bien un cambio radical en el diseño de las instituciones de la Eurozona, o el fin de esta.

En este trabajo estudiamos las características de la crisis y proponemos lo que consideramos

elementos clave de su solución. Claramente la solución es compleja y requiere de un gran compromiso político pero, como no le queda ya a nadie duda, la grave situación de la eurozona requiere de medidas drásticas.

## I. LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN LA EUROZONA: 2009-2011

### *UNA CRISIS FINANCIERA CON CIRCUNSTANCIAS AGRAVANTES*

La crisis a la que nos enfrentamos cuando escribimos este artículo, en el otoño del 2011, muestra una gran continuidad con la crisis financiera que comenzó en el 2007. Como entonces, nos enfrentamos a los riesgos sistémicos de un mercado que inicialmente aparecía periférico y poco importante –entonces el segmento *subprime* del mercado americano–, ahora Grecia. Como entonces, se va produciendo un contagio gradual, entonces desde los mercados subprime a todos los mercados de deuda titulizada y posteriormente a todos los mercados de renta fija, incluyendo tarjetas de crédito y crédito al consumo en general.

Pero, mientras que en el 2008 en EE.UU. el problema inmediato estaba contenido en el sector financiero, el contagio en Europa ha tenido múltiples frentes geográficos, múltiples erupcio-

---

<sup>1</sup> Gran parte de este trabajo procede de discusiones y documentos (que referenciamos posteriormente cuando así sucede) con otros miembros del Euro-nomics Group, Markus Brunneirmeier, Marco Pagano, Ricardo Reiss, Dimitri Vayanos.



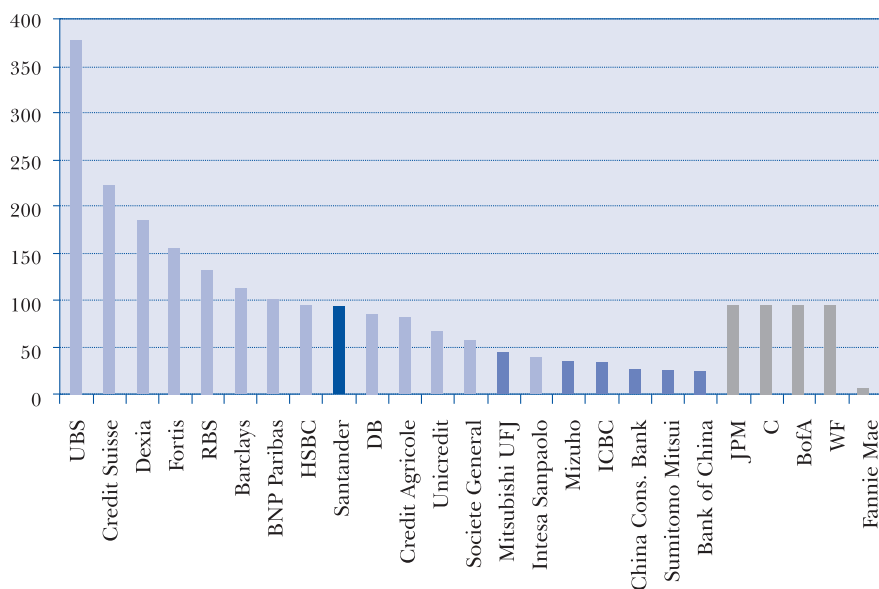
nes y varios bucles que se retroalimentan, lo que ha dificultado la contención de la crisis a pesar de muchos de los esfuerzos de los dirigentes de la Eurozona. No es que el rescate de algunas entidades como Fannie o Freddie no tuviese importantes consecuencias fiscales para el Tesoro estadounidense, pero ciertamente no comprometía la solvencia del Estado al hacerlo. La quiebra de Lehman y la intervención de AIG representan momentos dramáticos de la crisis de 2008 pero con independencia de la oportunidad y bondad de sus rescates, la posibilidad existía de que una intervención de la Reserva Federal y el Tesoro estadounidense estabilizase el sistema, como así ocurrió. A la quiebra de Lehman siguió la intervención de AIG ese mismo mes y, más tarde, el programa de recapitalización de la banca estadounidense, que incluyó a gigantes como Citi o Bank of America, muchos con dinero público. Estas intervenciones no han conseguido una reactivación robusta de la economía estadounidense, aquejada como está de un sobreapalancamiento del sector de las familias, motor de su

economía, pero este no era el propósito. El objetivo era evitar una espiral que hiciese de una crisis gravísima una gran depresión, objetivo factible porque el Estado podía absorber parte de las pérdidas del sector financiero sin comprometer su viabilidad fiscal.

La crisis de la Eurozona es distinta precisamente porque la posibilidad de atajar la tormenta financiera de unos bancos excesivamente apalancados y con activos dudosos en el balance mediante el endeudamiento del Estado presentaba dos dificultades, ausentes en el caso de EE.UU.

La primera era simplemente que el tamaño de dichos bancos como porcentaje de las economías de los países de los que eran residentes era simplemente enorme. El gráfico 1 muestra las 25 compañías bancarias (bank holding companies) más grandes del mundo ordenadas de acuerdo con el porcentaje que sus balances representan sobre el PIB de los países de los que son residentes en el año 2008.

**GRÁFICO 1. LOS 25 BANCOS MÁS GRANDES DEL MUNDO EN EL AÑO 2008 ORDENADOS POR EL PORCENTAJE QUE SUS BALANCES REPRESENTAN DEL PIB DE REFERENCIA**



Fuente: JP Morgan Chase



La lista está dominada por los grandes bancos europeos. Alguno de ellos, como Dexia y Fortis, tuvieron problemas gravísimos de solvencia más adelante en la crisis. Nótese que los bancos estadounidenses (Citi, JP Morgan Chase, Bank of America, Wells Fargo), grandes como son, representan un porcentaje mínimo de la economía estadounidense. La lista no incluye los bancos irlandeses, no grandes en términos absolutos, pero gigantescos como porcentaje del PIB irlandés. En nuestro país este es también el caso, dado que nuestro cuarto banco, Bankia, tiene un balance hoy, a 2011 que representa el 25% del PIB nacional. Esta observación dotaba a la crisis de la eurozona, desde un principio, de una dimensión internacional: la solución de los problemas de la banca iba a requerir desde el principio el concurso de todos los países de la eurozona porque sólo ella tenía la capacidad financiera para hacerlo. Y esto hacía de la crisis de la eurozona una crisis existencial porque inevitablemente iba a tener un componente político. Precisamente porque el concurso de los otros países de la eurozona era esencial para la resolución de la crisis en cualquiera de ellos, la crisis enfrentaba a los países miembros con la necesidad de preguntarse qué tipo de unión monetaria querían tener y si era factible una profundización de la misma. Esta profundización de la eurozona era y es lo que tiene que ocurrir para la resolución de la crisis.

La segunda razón, que sigue a la anterior, es que el intento de socializar pérdidas y rescatar a los bancos requería no sólo de un enorme esfuerzo fiscal, como el caso irlandés mostró de forma dramática, sino que el endeudamiento resultante era en una moneda, el euro, cuyo control estaba en manos del Banco Central Europeo y no del correspondiente banco nacional. Por tanto el endeudamiento era *real no nominal* y la posibilidad de «monetizar» el endeudamiento asociado con el rescate bancario no existía, a no ser que el BCE se prestase a ello, algo improbable dados los estatutos del banco. Esto dificultaba la crisis sobremanera, porque la emisión de deuda implicaba un incremento de la prima de riesgo asociada con la quiebra nacional, y por tanto con una

pérdida del valor de la deuda soberana en las carteras de los grandes bancos.

Aquí hay una diferencia importante con una situación donde es posible la monetización de la deuda. Si un país se endeuda en su propia moneda, el incremento de la prima de riesgo como consecuencia del riesgo de inflación también deprime el valor de la deuda en la cartera, pero esta bajada en el valor del activo es compensada, al menos parcialmente, por la disminución del valor real de los pasivos bancarios, con lo que la bajada del capital no es tan pronunciada. Este no es el caso cuando la disminución del valor de la cartera de deuda soberana es debida a un incremento del riesgo de quiebra del estado emisor. En este caso todo el ajuste en el pasivo del balance se produce en el capital del banco y pone a éste frente a la necesidad de una recapitalización, siempre problemática porque es a costa de la dilución del accionariado presente. En un mundo donde las grandes carteras de deuda soberana en los balances bancarios fueron adquiridas en un entorno donde los diferenciales eran mínimos, esto inevitablemente iba a abrir agujeros importantes en los balances bancarios y hacia necesario la recapitalización bancaria como consecuencia de la bajada del valor de la deuda soberana, algo que no ocurría en los EE.UU. Esta era y es una de las ironías de la presente crisis y es que un incremento del endeudamiento encaminado al rescate bancario deprimía a su vez el valor de las carteras de deuda soberana de los bancos beneficiarios de las ayudas públicas financiadas mediante dicho endeudamiento. Este bucle, en que los investigadores Reinhart y Rogoff han insistido en su famoso libro, tiene su expresión máxima en la crisis de la eurozona.

### *EL CONTAGIO*

Estas diferencias con la crisis estadounidense hacían de la de la eurozona una mucho más compleja y con múltiples idas y venidas como así ha sido. Efectivamente lo que domina la crisis de la eurozona es la posibilidad de contagio entre sus varios actores, de los que hay tres posibles.



Por un lado está el contagio entre Estados de la eurozona, el hecho de que cualquier atisbo de restructuración de la deuda de un país, pongamos Grecia, se interpreta por parte del mercado como una plantilla a seguir en otros países. Como ejemplo está la reacción de los mercados a la propuesta franco-alemana, hecha en el mes de Julio de 2011, de que el sector privado absorba parte de las pérdidas asociadas con la restructuración de la deuda del país heleno, que produjo de forma casi inmediata la subida de los diferenciales españoles e italianos y la intervención del Banco Central Europeo. Los mercados infirieron que una vez que se iniciase el proceso los griegos no eran los únicos candidatos a la restructuración y de ahí la subida de los diferenciales.

Una segunda fuente de contagio directo en Europa es la que fluye de los Estados al sistema bancario. Efectivamente los bancos tienen grandes carteras de deuda soberana y cualquier caída del precio de estas carteras abre agujeros importantes en sus balances e incrementa sus necesidades de recapitalización. En un entorno donde el capital privado no fluye por la desconfianza de los inversores esto deja como única alternativa la recapitalización con fondos públicos, al menos de aquellos que se consideren sistémicos.

Y esta es la tercera fuente de contagio: De los bancos al Estado, como fue el caso irlandés donde el rescate de los bancos ha comprometido la solvencia del Estado que acabo externamente intervenido.

Lo que resulta de todo esto es un bucle diabólico entre bancos y Estados, que se retroalimenta y que resulta difícil cortocircuitar sin grandes cantidades de financiación que por ahora no parecen disponibles.

## II. LOS ELEMENTOS DE UNA SOLUCIÓN

Se sigue de todo esto que la conexión entre banca y Estados es crucial para entender la dinámica de la crisis de la eurozona, algo que no es lo fundamental en la de EE.UU. La crisis muestra de forma clara los defectos en el diseño institucional

de la eurozona y cualquier solución de la misma requiere una modificación del entramado institucional de la Unión Monetaria. Es más, creemos que este rediseño es parte de la solución de la presente crisis y no sólo un ingrediente para evitar las futuras.

Para ello, la solución debe tener claros los tres escenarios que hay que tratar de evitar. En primer lugar, no podemos continuar con el status quo de inestabilidad y rescates: la situación actual es insostenible política y económicamente y llevará al agotamiento de los ciudadanos y el triunfo de los partidos de extrema derecha e izquierda; en segundo lugar, no podemos ir hacia soluciones que supongan simplemente una unión fiscal sin condiciones, que sería el triunfo del «mal comportamiento» y minaría para siempre el apoyo de Europa en el norte al consagrar la europeización de las consecuencias de la indisciplina fiscal de unos pocos. El tercer escenario peligroso, cada vez más realista, es el fin del Euro. Las economías y sistemas financieros de la zona Euro están irreversiblemente integrados, y romper esas conexiones puede suponer daños económicos catastróficos.

Trabajar bajo estos parámetros de evitar contagio, riesgo moral y la catástrofe de una crisis terminal del Euro deja muy poco espacio para la acción política. En nuestra opinión, una solución que deje una eurozona viable para el futuro requiere «europeizar» las garantías bancarias, un mecanismo europeo de resolución de la banca, y una forma de endeudamiento común. Desarrollamos brevemente estas ideas.

### 1. UN FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS EUROPEO<sup>2</sup>

Como hemos observado, una peculiaridad del sistema bancario de la eurozona es que la garan-

---

<sup>2</sup> Esta idea ha sido también propuesta por varios observadores e investigadores, incluyendo e.g. Fernando Fernández y Fernando Navarrete, 2011, «Un euro con futuro. Un Mecanismo Europeo de Garantía de Depósitos y Resolución Bancaria para la moneda única europea», FAES Septiembre del 2011.

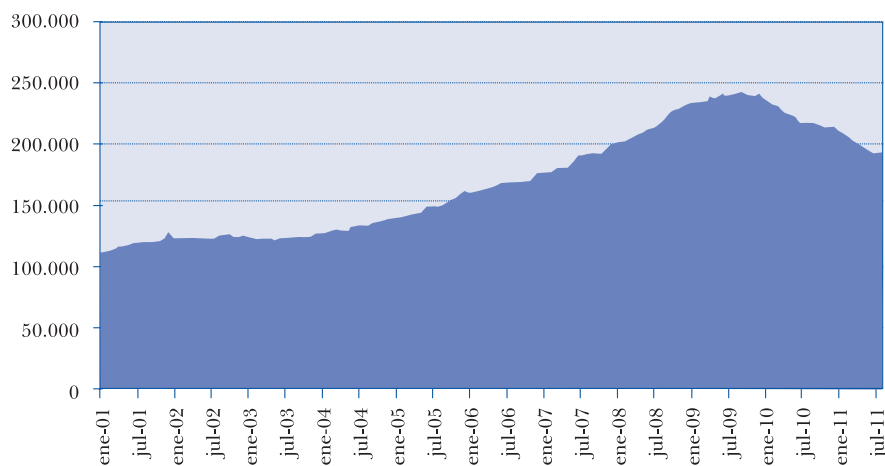




tía sobre los depósitos emitidas por los Estados son garantías reales y no nominales. Esto es, cualquier satisfacción de las promesas hechas por el Estado a los depositantes solo pueden ser respaldadas por la base imponible y no es posible la monetización de dichas promesas. Como

hay dudas sobre la solvencia de los Estados esto puede llevar a los depositantes a dudar de la validez de las garantías y el correspondiente pánico bancario. El gráfico 2 muestra la evolución de los depósitos en Grecia durante la presente crisis.

**GRÁFICO 2. GRECIA: DEPÓSITOS DE SECTORES RESIDENTES PRIVADOS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO. DATOS MENSUALES: ENERO DE 2001 A AGOSTO DE 2011**



Fuente: Banco de Grecia.

Como puede verse ha habido una disminución importante del nivel de dichos depósitos, consecuencia de muchas causas, entre ellas la fuerte disminución de la actividad económica, pero no sería sorprendente que un motivo sea la retirada de los fondos por parte de los clientes, preocupados por la solvencia de los bancos y la permanencia del país heleno en el euro. Esto complica sobremanera lo que ya es una situación gravísima. La eurozona no cuenta con los instrumentos para hacer frente a un pánico bancario generalizado. Por ejemplo, si dicho pánico se produjese en EE.UU. y los fondos del FDIC, el fondo de garantía estadounidense, se agotasen, no hay duda de que el FDIC obtendría un préstamo del Tesoro que emitiría deuda que la Reserva Federal podría adquirir en el mercado o simplemente obtener una línea de crédito de la Reserva Federal. En la eurozona no

hay garantía alguna de que algo similar ocurriese y esta «ambigüedad constructiva» que fundamenta todo el funcionamiento del BCE es altamente nociva *expost*, esto es, una vez que la crisis está en marcha.

## 2. UN MECANISMO EUROPEO DE RESOLUCIÓN DE BANCOS

Asociado con lo anterior debe existir en la eurozona un mecanismo que permita la resolución, intervención y gestión de aquellas entidades que por su tamaño representen un riesgo sistémico. Esto no es novedoso: como debe ser si se establece una garantía a nivel europeo, debidamente financiada por las contribuciones de los bancos beneficiarios del esquema, también tiene que existir asociada a ella la capacidad de interven-



ción. Esta intervención debe tener amplios derechos que incluyen la posibilidad de imponer pérdidas a los bonistas de las entidades intervenidas. Obviamente, esto requiere también la transferencia de la competencia de supervisión de las entidades sistémicas al nivel europeo.

### 3. ENDEUDAMIENTO CONJUNTO

Es necesario un mecanismo de endeudamiento conjunto que asegure además la eliminación de los incentivos para la acumulación de riesgo soberano en las carteras bancarias. La clave de la peculiaridad de la crisis de la eurozona reside en esta conexión entre el riesgo soberano y el riesgo bancario. La pregunta es ¿por qué el interés de los bancos en tener tanta deuda soberana en sus carteras? El problema ha radicado en las «reglas» de juego del sistema financiero: los «ratios» de capital que los bancos deben alcanzar tratan a la deuda pública nacional como si estuviera totalmente libre de riesgo, independientemente de la salud fiscal del emisor. Igualmente, cuando los bancos europeos la utilizan en el Banco Central Europeo (BCE) para obtener liquidez logran descuentos generosos por ella. No es de extrañar por tanto que muchos bancos hayan orientado preferentemente sus carteras hacia la deuda soberana, dado que les permiten obtener mayores beneficios con el mismo coste de capital regulatorio.

Nótese que estos incentivos a la acumulación del riesgo soberano en las carteras bancarias es uno, no el único, de los orígenes causales del bucle diabólico que liga a bancos y Estados: A medida que la solvencia de los países se deteriora, los bancos muestran mayores agujeros en sus balances; esto requiere que los países hagan explícito su apoyo implícito al sistema financiero, con lo que la solvencia de los países es aún más dudosa y así los bonos que los bancos poseen en sus balances pierden valor.

Este es un clásico problema de múltiples equilibrios, donde una vez que se duda de la solvencia de un país, como en el caso de Italia, se genera una profecía autocumplida. A medida que los

tipos suben, el país empieza a ser menos viable; la deuda del país empieza a ser tóxica, los bancos se libran de ella, los tipos suben, y el país, que al principio se enfrentaba solo a un problema de liquidez, se enfrenta ahora a un problema de solvencia.

Es crucial observar que en el origen de la espiral descendente de fragilidad entre bancos y Estados hay por tanto dos graves fallos en la regulación. El primero, la distorsión del mercado de deuda soberana que hacía que estos bonos fueran considerados «sin riesgo» y que por tanto se produzca un exceso de acumulación y una enorme discontinuidad cuando esto resulta no ser así. El segundo, los Estados miembros son individualmente responsables de su sistema financiero, de forma que a medida que la situación de un soberano se agrava, lo mismo sucede con la de su sistema financiero, y viceversa.

En lo que sigue discutimos la tercera de estas reformas. En otras partes se ha discutido tanto la creación de un fondo de garantía de depósitos a niveles europeos como un sistema de resolución bancaria. Lo más original de nuestra propuesta es cómo atacar el tercer pilar del rediseño de la eurozona y se discute en detalle en la Sección IV.

### III. PRÉSTAMOS CONJUNTOS CON RESPONSABILIDAD SOLIDARIA TOTAL O PARCIAL: LOS EUROBONOS

La primera forma de endeudamiento conjunto es la más obvia: los eurobonos. Los eurobonos son bonos respaldados solidariamente por todos los Estados miembros. Es decir, en caso de que el Reino de España no pueda pagar un bono que se emitió para financiar un proyecto en España, los otros miembros de la zona del euro se hacen responsables de pagar la deuda. Los Eurobonos tienen el potencial de convertirse en un activo seguro, mediante la diversificación del riesgo al contar con el respaldo de todos los Estados soberanos de la Eurozona.



El problema es que los Eurobonos implican garantías solidarias, en las que todas las partes son garantes de las obligaciones de cada una de las demás. Como resultado, los eurobonos requieren una estrecha coordinación de la política fiscal de la zona euro entre los Estados miembros. De otro modo, conllevarían un nivel elevado de riesgo moral, al poder un Estado miembro endeudarse aprovechando la garantía de los demás. Tal garantía solidaria requeriría una revisión significativa de los tratados europeos y contaría con la oposición de una parte muy importante de la población europea. Además, se pierde la información que el mercado puede proveer a los países.

El instituto Bruegel (Depla y Weizsäcker, 2011) propone un refinamiento de los eurobonos que trata de responder a estas críticas. Esta propuesta supone la emisión de dos tipos de Eurobonos, azules y rojos. Los azules, con garantías solidarias, sólo se expedirán hasta el 60% del PIB de la zona euro. Cualquier otro bono (i.e. los rojos) tendría que ser emitido por el soberano, que sería el único responsable, ya que habría una estricta prohibición del rescate de los bonos rojos. La tasa de interés de los bonos rojos, que sería el marginal de los bonos emitidos por un Estado soberano, tendría un precio correcto y daría las señales apropiadas a las autoridades fiscales.

La solución propuesta tiene, en menor magnitud, problemas similares que los de los Eurobonos, una garantía solidaria en el primer segmento, con la coordinación y los problemas políticos que ello conlleva. Los Esbies, como discutimos a continuación, no tienen tales problemas.

#### **IV. ENDEUDAMIENTO CONJUNTO SIN RESPONSABILIDAD SOLIDARIA: LOS ESBIES<sup>3</sup>**

El grupo *Euronomics* del que somos miembros ha propuesto la creación de bonos europeos segu-

ros, que llamamos ESBies. Son europeos, emitidos por la Agencia Europea de Deuda de acuerdo con los actuales Tratados europeos, y no requieren de una mayor integración fiscal de la que ya tenemos. Son seguros, en virtud de ser diseñados para minimizar el riesgo de impago, estar denominados en euros y beneficiarse del compromiso anti-inflacionista del BCE y de ser líquidos, dado que se emiten en grandes volúmenes y pueden servir como refugio para los inversores que buscan un efecto negativo de correlación con los rendimientos de otros.

Los ESBies son valores emitidos por una Agencia de Deuda Europea (ADE), compuesta por un tramo senior en una cartera de bonos soberanos de los diferentes Estados europeos de ese organismo y potencialmente garantizada por la Agencia de Deuda Europea.

En concreto, nuestra propuesta es que la ADE compre bonos soberanos de los países miembros de acuerdo a una ponderación preestablecida, en función del tamaño relativo de los diferentes Estados miembros. Por lo tanto, la ADE no puede rescatar a un país en dificultades en la colocación de su deuda soberana. La ADE simplemente mantiene pasivamente los bonos soberanos como activos en su balance, y los utiliza para emitir dos obligaciones.

La primera, los ESBies, otorgan el derecho al cobro preferente de los bonos en cartera. Si la división entre el tramo ESBie y el junior es del X%, entonces el X% de primera pérdida en la cartera de obligaciones debido a los posibles incumplimientos soberanos europeos, no tendría ningún efecto sobre el pago de la ESBies. El primer 1-X% de los ingresos de la cartera de bonos irían a los titulares de los ESBies. Si el X% es un número relativamente grande, de modo que incluso en el peor de los casos (por ejemplo, un incumplimiento parcial por parte de Grecia, Portugal e Irlanda, y un haircut deuda italiana y española), el pago de los ESBies no se vería comprometido. Además, la ADE con un capital inicial ofrecido por los Estados miembros, garantizaría un Y% de los ESBies, por lo que serían necesarias pérdidas de más de  $Y + X\%$  antes de que los ESBies no

<sup>3</sup> Presentamos aquí la solución presentada por el grupo Euro-nomics, del que formamos parte. Mayores detalles se pueden encontrar en [www.euro-nomics.org](http://www.euro-nomics.org)



ofrecieran un pago totalmente seguro de euros a sus titulares. Los bancos europeos, los fondos de pensiones y el BCE serían la clientela natural para los ESBies, pero a medida que su reputación crezca, estos podrán ser utilizados en todo el mundo, como los bonos del Tesoro de EE.UU.

La segunda obligación, formada por el tramo subordinado de la cartera de bonos soberanos, tiene un claro riesgo. La posibilidad de que un Estado soberano fuera incapaz de honrar la totalidad de sus deudas tiene su reflejo en el rendimiento de este activo, y sería absorbido por sus titulares, no por la Unión Europea o la ADE.

Más allá de ser correctamente diseñado y emitido, el éxito de los ESBies depende de dos cambios regulatorios. En primer lugar, el BCE debería otorgar un tratamiento preferencial a los ESBies, aceptándolos como su principal instrumento en las operaciones de descuento. Los ESBies serían el instrumento ideal para una política monetaria convencional, en operaciones de mercado abierto, al no crear riesgo crediticio para el BCE. Segunda, los reguladores bancarios (incluyendo Basilea) deberían asignar una ponderación 0 a los ESBies y no dársela automáticamente al resto de los bonos soberanos.

Un beneficio inmediato de este instrumento es que la ADE podría capturar la prima por liquidez que los inversores están dispuestos a pagar a cambio de la seguridad de este activo. Si la prima fuera tan grande como lo es para los bonos del Tesoro de EE.UU., los ingresos generados por la emisión de ESBies sería comparable a los ingresos que la zona del euro ha obtenido en el señoreaje de la introducción del euro. Incluso los países que son clasificados como AAA en estos momentos, Finlandia, Austria y los Países Bajos, podrían obtener cantidades importantes de estas mejoras de liquidez.

Un segundo beneficio es que, con la introducción de los ESBies, la manipulación de los precios de los bonos soberanos europeos desaparecería. Actualmente, la expectativa de apoyo público por parte del BCE, que acepta todos los bonos soberanos en el mercado abierto y operaciones de descuento, lleva a diferenciales en

tiempos normales artificialmente bajos. Además, las ponderaciones de riesgo de acuerdo con Basilea son cero para todos los bonos soberanos. Así, dos precios críticos se distorsionan. Los ESBies eliminarían esas distorsiones.

En tercer lugar, los bancos tendrían un fuerte incentivo para mantener los ESBies como valores seguros en sus carteras, ya que estos les proporcionan una cartera bien diversificada de bonos, que evitan la exposición de los bancos a los bonos nacionales que como hemos discutido, está en el centro del bucle diabólico entre el soberano y las crisis bancarias. Así, dado que el riesgo de bonos soberanos sería correcto, el contagio de una crisis soberana futura a los bancos sería muy reducido.

La solución contribuye además a aliviar la crisis actual en los mercados de deuda soberana. Por un lado, mediante la eliminación de los riesgos bancarios, la principal fuente de riesgo para muchos soberanos desaparecería. Por otro lado, la ADE compraría una importante fracción de la deuda de cada país, ofreciendo una cierta demanda estable. Sin embargo, el bono emitido marginal tendría que ser colocado en el mercado privado y estar correctamente valorado. Los gobiernos nacionales, por tanto, reciben las señales adecuadas en los precios de mercado para proporcionar los incentivos adecuados en el manejo de las finanzas públicas.

La ventaja clave de nuestra propuesta es que no requieren ni tributación conjunta ni solidaridad fiscal entre los países. No hay transferencias fiscales entre las regiones de Europa como resultado de los ESBies. Por ello, además, esta propuesta no requiere ningún cambio en los Tratados europeos, al contrario que los Eurobonos. Sólo son necesarios cambios regulatorios en los estatutos del BCE, en Basilea, etc.

Si los ESBies tienen tantas ventajas ¿por qué no los crea el mercado? La respuesta a estas preguntas es que la eliminación de las distorsiones provocadas por una mala regulación es la fuente de la creación de valor. El valor es creado por pasar a un equilibrio diferente, que es apoyado por un mecanismo de precios que refleja real-



mente los riesgos subyacentes. Una entidad privada no podría convencer al BCE y a los reguladores para que cambiaran sus procedimientos de esta manera.

## V. CONCLUSIÓN

De momento, las instituciones políticas se han mostrado incapaces de hacer frente a esta nueva situación con nuevas soluciones. Los líderes europeos tratan, de momento, de dar soluciones inmediatas a la crisis en la que se encuentran, sin ser capaces de dar un salto a un marco institucional nuevo. Larry Summers, en un reciente artículo en el *Financial Times*,<sup>4</sup> explicaba esta paradoja usando una analogía a la guerra del Vietnam:

«En su célebre ensayo «The Quagmire Myth and the Stalemate Machine» publicado en 1972, Daniel Ellsberg extrajo las lecciones sobre la guerra de Vietnam que surgían de las 8.000 páginas de los Papeles del Pentágono, que había copiado en secreto unos cuantos años antes. La lección clave era: los políticos actuaron sin engañarse. En cada coyuntura tomaban las decisiones mínimas para evitar el desastre inminente –ofreciendo discursos optimistas, pero nunca dando los pasos que incluso ellos creían que podría ofrecer la perspectiva de una victoria decisiva. Estaban atrapados trágicamente en una especie de tierra de nadie– no podían dar marcha atrás en un camino en el que tanto se habían comprometido,

pero eran incapaces de generar la voluntad política para dar pasos hacia adelante que les dieran alguna posibilidad realista de éxito. En última instancia, después de años de sufrimiento innecesario, su política se derrumbó a su alrededor.»

De momento, esta descripción se ajusta, desgraciadamente, a las cumbres de la UE. Consideremos la «exitosa» cumbre de Octubre del 2011. En ella, un fondo pensado para Grecia, Irlanda y Portugal, va a ser utilizado para cubrir necesidades de dos países enormes en comparación, España e Italia. ¿Cómo? No está muy claro cómo, pero el fondo va a pedir dinero prestado en el mercado. ¿Habrá prestamistas? Suponemos que sí, no lo sabemos. Igualmente, los bancos tienen un agujero, pero es tan reducido que lo cubrirán solo. Los Estados, qué suerte, no tendrán que gastar dinero. Tampoco la crisis Griega requiere fondos adicionales, sólo los bonistas tendrán que, eso sí, voluntariamente, renunciar a una parte mayor de sus derechos.

En fin, como en las cumbres anteriores, un euro-compromiso que puede pretender que resuelve el problema, pero que no hace más que resolver la crisis inmediata.

Es necesario un nuevo impulso a la solución, para mover el diseño institucional en la dirección de una construcción capaz de sostener una moneda única, y sobre todo, un diseño que corte, para siempre, el nudo diabólico entre sistemas financieros nacionales y solvencia de los Estados soberanos.

---

<sup>4</sup> «The world must insist that Europe act», Larry Summers, *Financial Times* 18 de Septiembre del 2011.





# EL EURO. PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS

Juan Carlos Ureta y Jesús Sánchez-Quiñones, Renta 4

## 1. INTRODUCCIÓN

Desde su inicio el euro ha tenido un diseño peculiar, al no vincular la creación de la moneda única en Europa a mecanismos de gobernanza económica común del conjunto de los países integrados en la nueva divisa. Es verdad que se establecieron unas reglas que deberían haber respetado todos los miembros de la zona, y es verdad que la asunción efectiva de dichas reglas por todos los miembros habría sido equivalente a una gobernanza común, pero las sucesivas crisis económicas han tenido como consecuencia el incumplimiento de esas reglas. En particular, la crisis financiera global ha provocado una seria reflexión en torno a la necesidad de realizar cambios de fondo en los mecanismos estructurales de soporte del euro para garantizar su futuro.

Estas reflexiones han creado graves turbulencias en los mercados financieros, y el objeto de este trabajo es analizar, desde la perspectiva de los mercados, los cambios institucionales necesarios en la gobernanza económica europea para garantizar el futuro del euro. Desde este ángulo, analizaremos cual ha sido la evolución en los mercados de los diferentes activos nominados en euros y, por otro lado, la evolución del euro mismo, centrandó nuestra atención de forma especial en los periodos de turbulencias, de los cuales el más reciente e intenso ha sido el del verano de 2011.

Analizar la evolución de los activos nominados en euros, sean bonos o acciones, es extremadamente interesante, ya que los problemas del euro o de la deuda periférica europea son pro-

blemas estructurales, que tienen su raíz en la convivencia en una misma zona monetaria de dos tipos de economías muy diferentes desde el punto de vista financiero. Por un lado, economías tradicionalmente exportadoras de ahorro y, por otro lado, economías tradicionalmente importadoras de ahorro.

Esa convivencia de dos tipos de economías tan distintas, en sí misma no es tan problemática, pero genera, sin embargo, desequilibrios que se han convertido en muy complejos porque el euro nació precisamente en el momento del clímax de la deuda, y sus primeros años coinciden con el periodo de la burbuja de la deuda. Esto hizo que los flujos de dinero de los países excedentarios de ahorro hacia los deficitarios circularan en forma de deuda y no de *equity*. Esos flujos, además, se incrementaron de forma exponencial al crearse la moneda única, como es lógico, ya que los prestamistas tenían ahora una garantía de que los receptores de los préstamos no iban a poder devaluar para incumplir sus obligaciones.

La consecuencia es que varias economías de la zona han acumulado deudas soberanas, o deudas del sector bancario, o ambas a la vez, que, sencillamente, son muy difíciles de pagar en los términos previstos. La deuda tiene un problema frente al *equity*, tiene vencimiento, y al vencimiento hay que pagarla o refinanciarla. La crisis financiera global que se inicia en el 2007 no hace sino empeorar ese problema, ya que la secuela de la crisis es menor crecimiento económico, lo que dificulta aun más el pago de la deuda.



## 2. NO HAY ALTERNATIVA AL EURO

La conclusión de nuestro trabajo es que los mercados, en las sucesivas fases de turbulencia, no han llegado nunca a poner en cuestión la supervivencia del euro, pero sí han dicho claramente que para que el euro sobreviva han de hacerse ajustes y cambios estructurales muy profundos tanto en algunas economías en particular como en el conjunto de la zona euro. Esos ajustes determinan pérdidas de valor considerables de algunos activos, ya sean bonos o acciones. Es decir, los inversores más que posicionarse o apostar en contra del euro han decidido posicionarse o apostar en contra de ciertos activos nominados en euros, ante las dudas suscitadas por los complejos problemas derivados del diseño original del euro, y por el impacto de la gran crisis de exceso de deuda que aflora en verano de 2007 y que dura hasta hoy. A la vez, han apostado a favor de otros activos nominados en euros, especialmente el bund alemán.

El hecho de que hayan existido activos nominados en euros que han actuado como «puertos seguros» o «refugios», tiene mucho que ver con que el euro no haya sufrido de forma directa en su cotización con el dólar las turbulencias derivadas de las dudas sobre su diseño y su futuro. Los inversores han vendido unos activos de la zona para invertir en otros activos de la zona, pero dentro de la misma divisa, el euro. No han tenido que ir a otras divisas, ha habido siempre una confianza básica en el euro, como demuestra la evolución de su cotización.

Por eso, aunque desde fines de 2009 y principios de 2010 se empieza a poner en cuestión de forma seria todo el soporte conceptual del euro en su configuración originaria y actual, y se empieza a ver de forma clara que hacen falta cambios para garantizar su futuro, sin embargo el análisis de los mercados muestra que los inversores siempre han actuado bajo la premisa básica de que el euro pervivirá, si bien con cambios. Algunos van más allá y piensan, incluso, que para ello alguno de sus miembros actuales deberá abandonar el euro, siendo Grecia el candidato más claro. En esta variante Alemania y las econo-

mías fuertes se quedarían con el euro, volviendo las economías débiles a sus monedas anteriores. Otra opinión es que Alemania abandonaría el euro, volviendo al marco, y quedándose el resto de sus miembros con el euro. Pero en general en los mercados no ha habido una apuesta de los inversores por la desaparición del euro, ni por la vuelta de todos sus miembros a sus monedas de origen. Es más, en la práctica parece muy difícil llevarlo a cabo, aunque se quisiera, que no se quiere.

El inversor y filántropo George Soros lo expresaba de forma gráfica en una entrevista concedida en agosto de 2011 a Der Spiegel : *«no hay alternativa al euro, si el euro se rompe causaría una crisis sistémica que estaría fuera del control de las autoridades financieras, arrastrando no sólo a Alemania, no sólo a Europa, sino al mundo entero a condiciones similares a la Gran Depresión de los años treinta, que también fue causada por una crisis bancaria fuera de control»* («there is simply no alternative to the euro, if the euro were to break up, it would cause a ranking crisis that would be total outside of the control of the financial authorities, so it would push not only Germany, not only Europe but also the whole world into conditions very reminiscent of the Great Depression of the 1930s which was also caused by a banking crisis that was out of control»).

Por eso incluso en agosto y septiembre de 2011 cuando los mercados han vivido las mayores dudas sobre si se están o no dando los pasos necesarios a nivel europeo para garantizar la viabilidad del euro, de nuevo lo que se ha hecho es vender activos denominados en euros para comprar otros activos denominados también en euros.

Algunos analistas afirman de forma un tanto cínica que el euro no se va a romper porque nadie sabe cómo romperlo. Algo de verdad hay en esta afirmación. Se ha creado una moneda de dudosa consistencia conceptual y con un débil soporte institucional, al no haber integración fiscal y gobernanza económica común entre las economías que la forman, pero con un fortísimo andamiaje operativo, de forma que todo el





soporte de pagos monetarios y de infraestructura del BCE no es fácil de deshacer, aunque se quisiera, que además no se quiere, como ya hemos dicho. Además el euro ha adquirido un peso en las reservas de los Bancos Centrales y en las carteras internacionales que seguramente no habían alcanzado nunca ninguna de las monedas que se han acabado rompiendo en anteriores uniones monetarias fallidas.

### 3. LA DECISIÓN DEL BANCO NACIONAL DE SUIZA DE VINCULAR EL FRANCO SUIZO AL EURO ES UN RESPALDO CLARO AL EURO. TAMBIÉN EL ANUNCIO DE CHINA SOBRE LA FUTURA CONVERTIBILIDAD

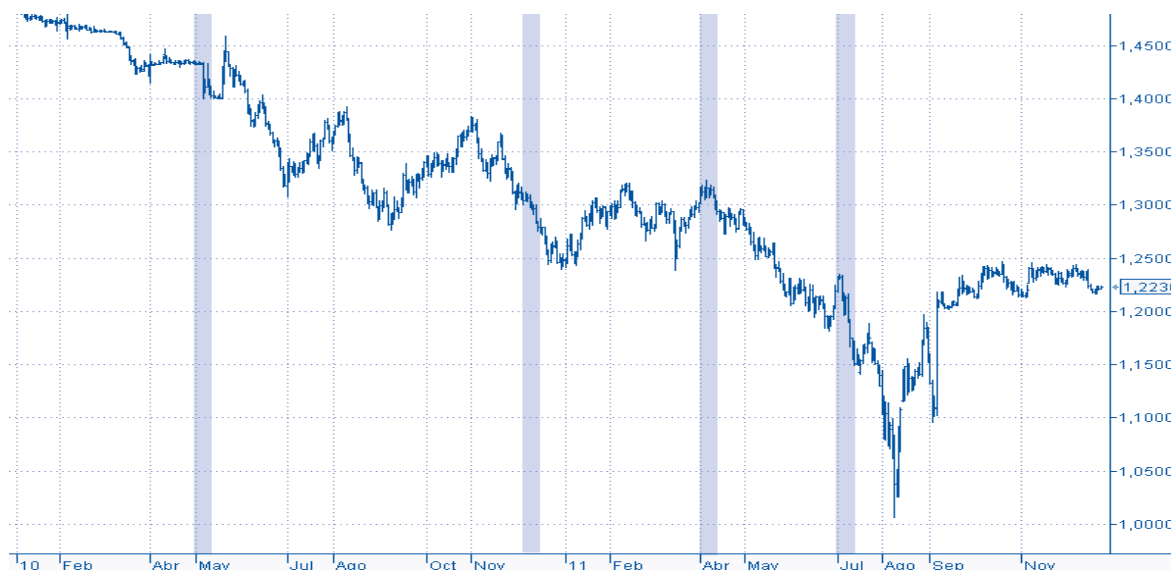
Una prueba de cómo los mercados y los operadores consideran que el euro va a sobrevivir a sus complejos problemas es que, en plena turbulencia sobre la zona euro, el Banco Nacional de

Suiza (Swiss National Bank) decidió el martes 6 de septiembre vincular su moneda al euro, anunciando la compra de una cantidad ilimitada de euros al cambio de 1,20 francos por euro. El franco suizo se había llegado apreciar frente al euro hasta niveles de 1,001 francos por euro a principios de agosto, y en los momentos previos al anuncio cotizaba a 1,10 francos por euro, depreciándose de forma inmediata un 10% tras el anuncio.

Esta decisión del SNB, tomada tras otras medidas infructuosas como pagar intereses negativos en los instrumentos del Tesoro a corto plazo, supone un total respaldo al euro, ya que se podía haber elegido al dólar como divisa de referencia, y no se ha hecho. Lo que pone de manifiesto la relevancia del euro como moneda de reserva y la dificultad práctica de su ruptura.

Igualmente las autoridades chinas han anunciado, a principios de septiembre, que darán los pasos necesarios para que el yuan sea plenamente convertible con el euro en 2015.

#### EVOLUCIÓN EURO/Franco SUIZO DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.



#### 4. LA ACTUACION DE LOS MERCADOS

Vamos a ver de forma gráfica como los mercados han ido viviendo las sucesivas crisis de la zona euro a partir de 2008. Los periodos más interesantes son: mayo de 2010, con el primer rescate griego; otoño de 2010 con los rescates de Irlanda y Portugal; y verano de 2011 cuando se desata en agosto la tormenta sobre la deuda española e italiana. A la vez, es muy interesante observar que ha sucedido con la banca europea, y en particular con la francesa, en agosto y septiembre de 2011.

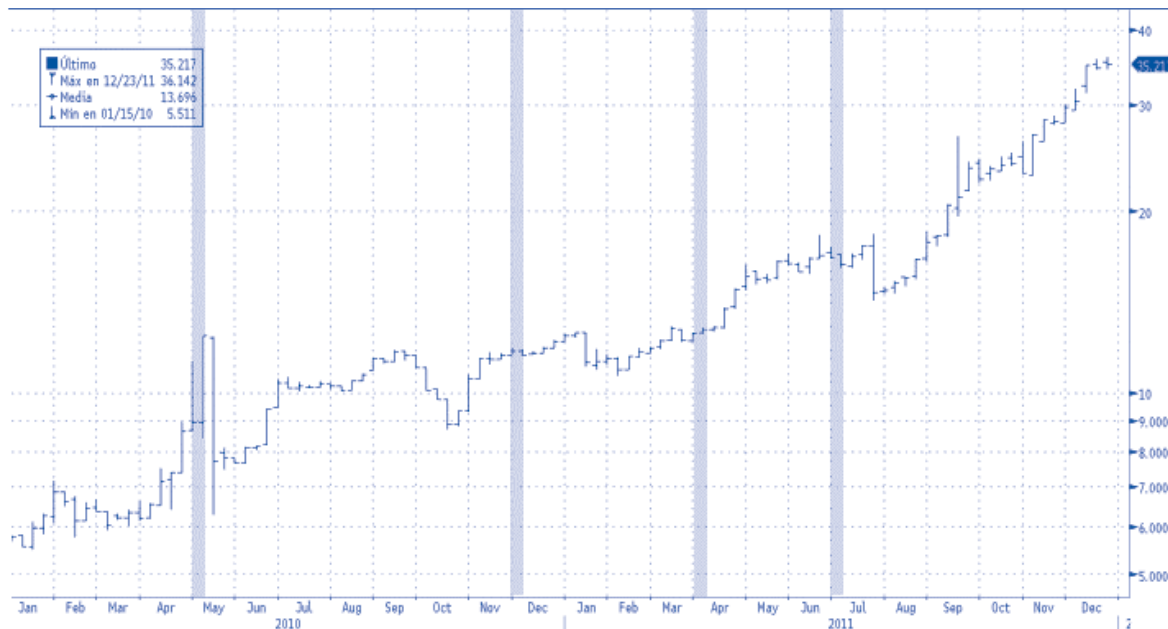
La tesis esencial es que los inversores que mueven las tendencias de los mercados, han preferido posicionarse al articular sus estrategias de inversión no en contra directamente del euro,

sino en contra de determinados activos denominados en euros.

Primero se posicionaron en contra de los bonos periféricos (griegos, portugueses, irlandeses, y, ya en verano de 2011, italianos y españoles) ya que los Tesoros de estos países tienen un elevado volumen de vencimientos en los próximos años, y los inversores más avezados vieron ya desde el inicio de 2010 que iba a ser difícil para ellos renovar los vencimientos sin elevar significativamente el tipo de interés.

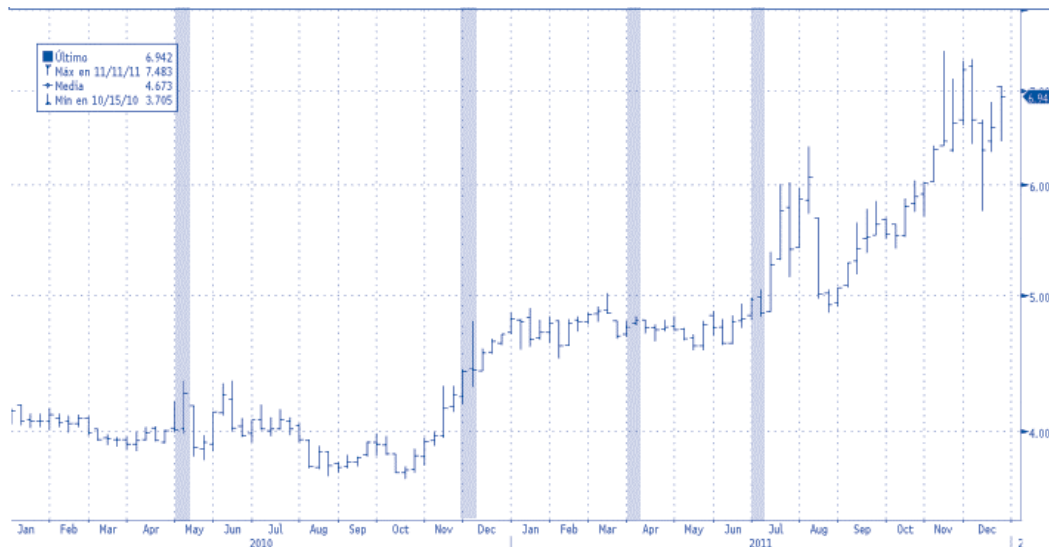
En noviembre de 2008 los mercados han empezado a cuestionar también los bonos franceses, elevando la prima de riesgo de los mismos por encima de los 200 puntos básicos en algunos momentos.

#### RENTABILIDAD BONOS GRIEGO 10 AÑOS DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE 2011



Fuente: Bloomberg.

## RENTABILIDAD BONO ITALIANO 10 AÑOS DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DICIEMBRE 2011



Fuente: Bloomberg.

A la vez, en agosto de 2011 empiezan a ponerse en cuestión no solo los bonos de Tesoros periféricos, sino también los Bancos de la zona euro, al entender que pueden ser las víctimas de una crisis de deuda soberana a escala de la zona euro. Esta tesis es muy explícita en algunos gestores de *hedge fund*, que piensan que puede ser peligroso atacar al euro, pero no lo es tanto atacar a los Bancos de la zona euro acosados por múltiples problemas, como el menor crecimiento económico y la necesidad de reforzar su capital, y además muy expuestos a la deuda soberana de la zona. Los Bancos europeos tienen más o menos el 45% de los bonos soberanos europeos y si hay problemas con esos bonos es obvio que la banca sufrirá. Además, los Bancos europeos tienen por delante un calendario de emisiones muy voluminosos en los próximos años. Deben refinanciar en torno a 1,2 trillones de euros en los próximos tres años y parecen un candidato perfecto para posicionarse en su contra.

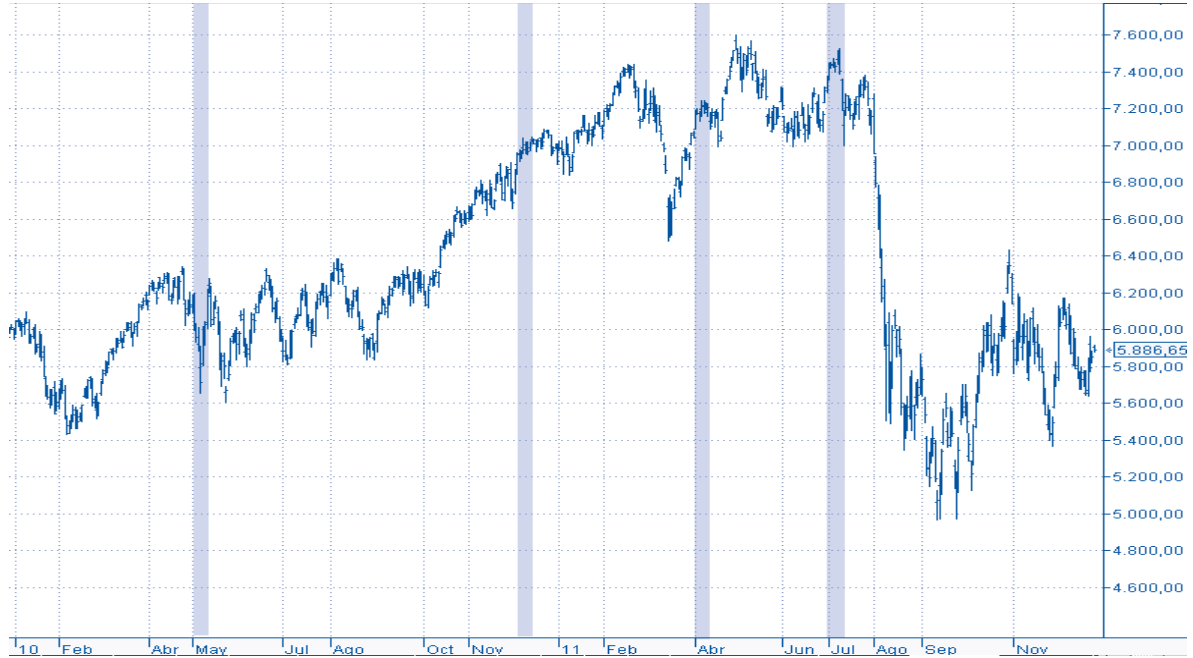
El FMI ha puesto especial énfasis en la necesidad de capitalizar la banca europea para que pueda afrontar el saneamiento de su cartera de bonos soberanos. La tesis del FMI expresada por su Directora General Christine Lagarde en su conferencia en Jackson Hole el sábado 27 de

agosto de 2011 y luego reiterada en varias ocasiones a lo largo del mes de septiembre (p.ej. en la reunión del G7 de Marsella el 8 de septiembre) es que los Bancos europeos deben reforzar su capital acudiendo al mercado, y si el mercado no responde, incluso con fondos públicos. Es obvio que estas manifestaciones de Christine Lagarde, aun siendo correctas en el fondo, no han hecho sino alimentar aun más las caídas de los Bancos cotizados en la zona euro, poniendo así un obstáculo adicional a su capitalización. Pero marcan una dirección clara.

La apuesta de los inversores en contra de los Bancos europeos se ha trasladado al conjunto de los índices. En agosto y septiembre de 2011 hemos visto caídas espectaculares en las Bolsas europeas. Dada la interrelación de la banca europea con otros sistemas bancarios (en junio de 2011 el 50% del mercado monetario norteamericano eran activos de banca europea, habiéndose reducido dicho porcentaje hasta el 35%. La exposición de los Bancos americanos a la banca europea sigue siendo muy elevada), la inestabilidad bursátil se ha trasladado a las plazas americanas y asiáticas, pero no cabe duda de que el origen de la turbulencia está en la zona euro.

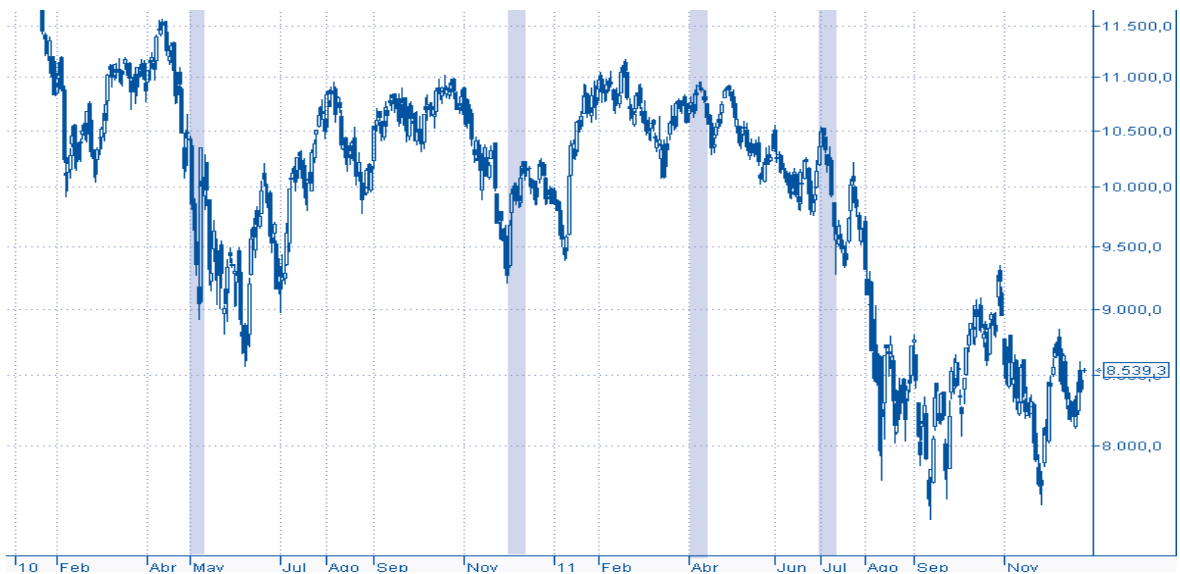


### EVOLUCIÓN DAX XETRA DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.

### EVOLUCIÓN IBEX 35 DESDE ENERO 2011 HASTA 22 DE DICIEMBRE 2011



Fuente: Visualchart.

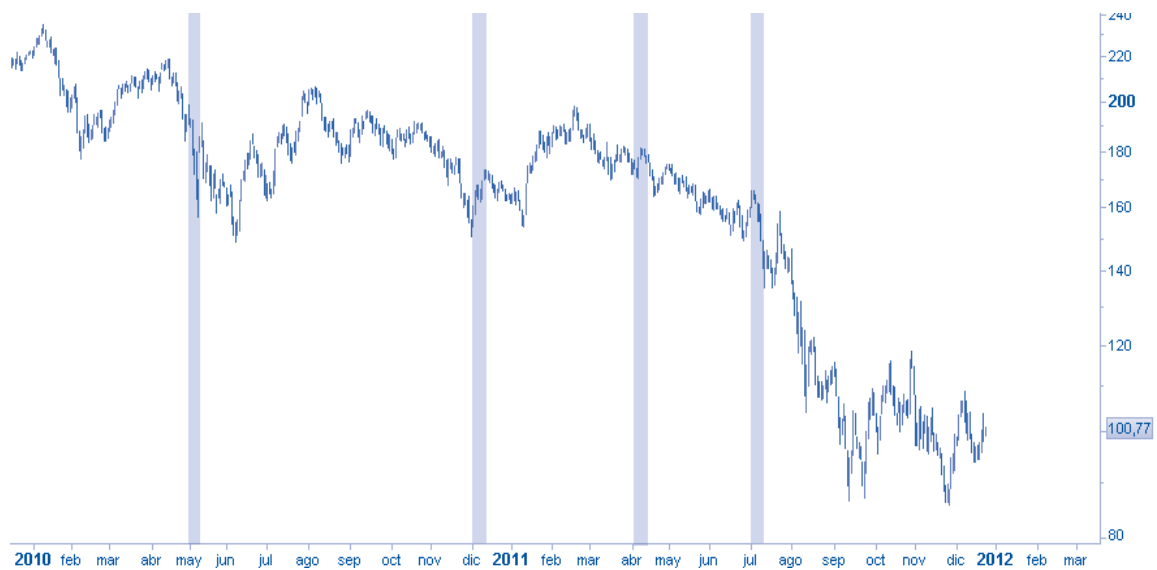


### EVOLUCIÓN DEL EUROSTOXX 50 DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.

### EVOLUCIÓN DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



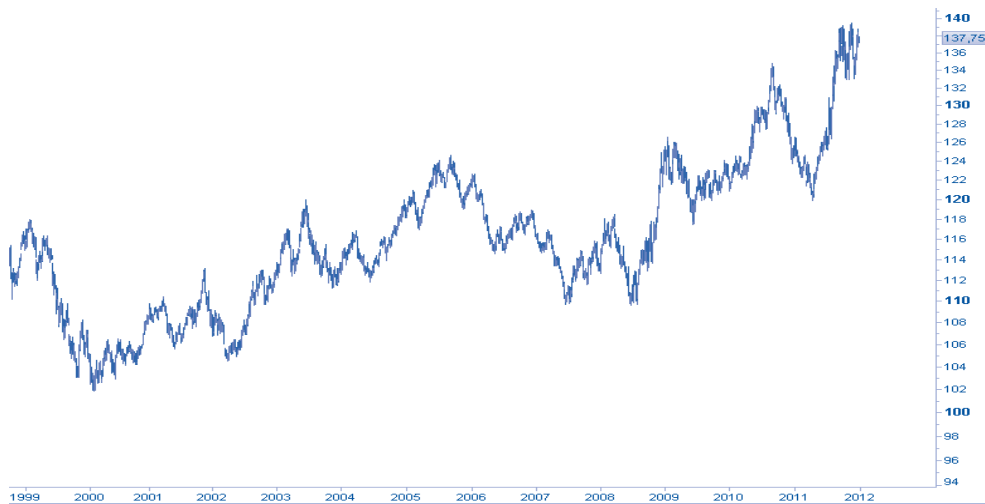
Fuente: Visualchart.



Lo curioso de esta salida de dinero de los bonos de Tesoros periféricos y de las Bolsas de la zona euro es que ese dinero ha ido a otros activos nominados en euros y, sobre todo, al bund alemán. Cuando observamos la evolución del bund alemán a partir de agosto de 2011 vemos como en los mismos días primeros en los que se estaban derrumbando las cotizaciones de la banca, el

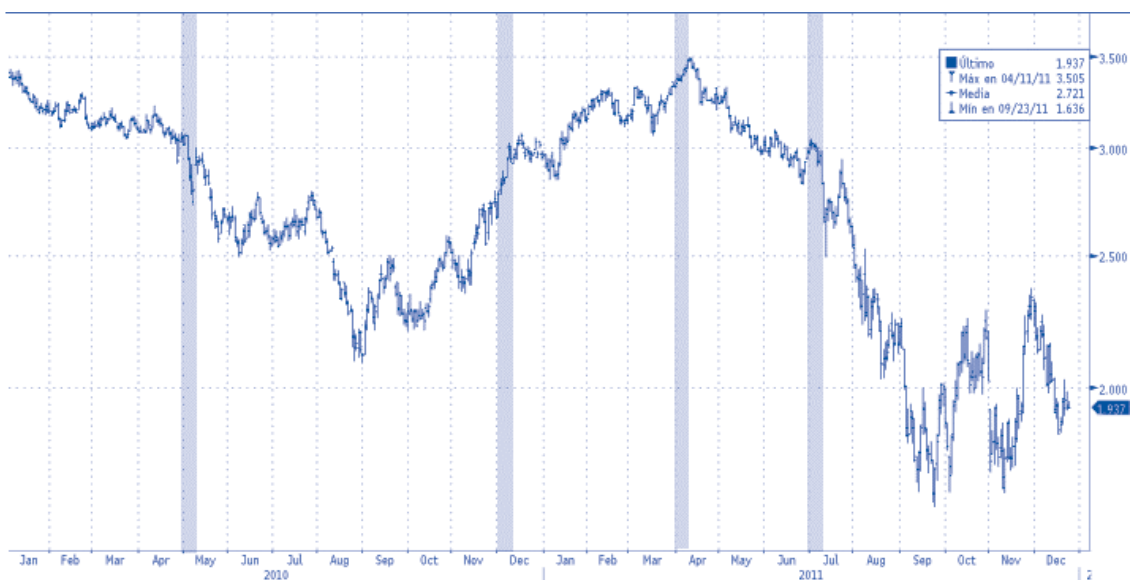
bund marcaba máximos históricos día tras día, hasta llegar a un tipo de interés nunca visto del 1,77% en algunos momentos. Podemos apreciar de forma muy clara como el dinero, dentro de la misma zona euro, se estaba refugiando en el bund y evitando al máximo activos de riesgo como la Bolsa o el sector bancario, agravando de esta forma los problemas.

### PRECIO BUND DESDE 1999 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.

### RENTABILIDAD BUND DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.



Sin embargo, la cotización del euro se ha mantenido bastante estable durante toda esta crisis. Como se ve en el Gráfico, el euro se ha movido en la banda 1,30/1,45 con el dólar, siendo así

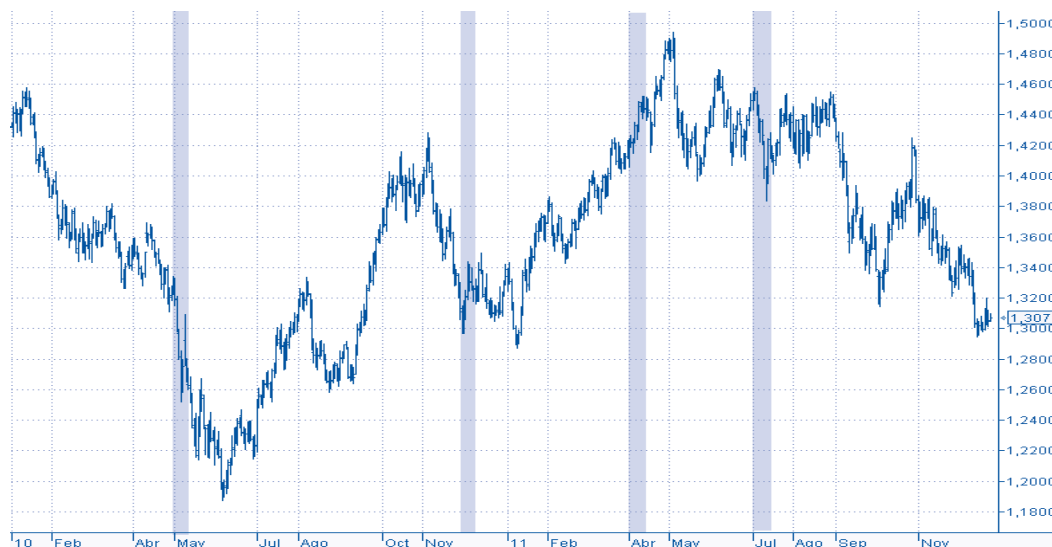
que el crecimiento económico de la zona se ha parado y que en noviembre y diciembre el BCE ha bajado el tipo de interés medio punto, dejándolo en el 1%.

### EURODÓLAR DESDE 1999 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.

### EVOLUCIÓN DEL EURO DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.



En todo caso, el euro se ha mantenido estable frente al dólar estadounidense, porque el dólar también tiene sus problemas, pero no frente a otras divisas fuertes como el franco suizo. Ahora bien, la gran divisa de referencia a nivel global sigue siendo el dólar y por eso tiene sentido comparar euro y dólar a estos efectos.

## 5. LA DINAMICA DE LOS MERCADOS DE AGOSTO-SEPTIEMBRE DE 2011 NO ES SOSTENIBLE

La dinámica que hemos visto en los gráficos anteriores no es sostenible. Entre otras cosas, porque lleva a tal deterioro de la banca europea que *de facto* supone una grave crisis bancaria con riesgo de quiebra financiera de la zona, con implicaciones dramáticas sobre el crecimiento a largo plazo, como indica acertadamente Soros.

En ese escenario, ni siquiera una nacionalización de la banca europea sería una solución. Por eso se requieren soluciones globales para la zona, y esto también lo están pidiendo los mercados con sus sucesivas fases de turbulencias. Una solución global que ya tiene su cauce, el EFSE, en la versión aprobada el 21 de julio, pero que va muy lenta y con problemas de implementación. Las inyecciones de liquidez del BCE a los Bancos de la eurozona, como la llevada a cabo en la subasta del 21 de diciembre de 2011 y la que tendrá lugar en febrero de 2012, alivian temporalmente las tensiones pero no son una solución de fondo.

Además, la asimetría en el comportamiento de los activos de la zona euro, llevada a su extremo, crea problemas de disparidad creciente en la evolución de las distintas economías que integran la moneda única. Por eso es necesaria una respuesta para solucionar los problemas de fondo.

## 6. LA RESPUESTA DE LOS LÍDERES EUROPEOS Y DEL BCE

La respuesta de los políticos a estos enormes retos (*challenge*) que ponen en riesgo el proyecto

político de mayor calado y en el que se ha puesto más esfuerzo político en Europa en los últimos cien años no ha conseguido ser clara y firme. Las respuestas han de ser fuertes y completas, no valen parches o soluciones sólo para economías como la griega. La solución que piden los mercados es una reforma en profundidad de la gobernanza económica de la zona y a la vez la implementación de los eurobonos como mecanismo unificado de «funding» para la zona.

George Soros lo ha resumido muy bien en un artículo publicado en Financial Times el 14 de agosto de 2011, bajo el título «Three steps to resolving the eurozone crisis». Dice Soros: «Una solución completa para la crisis de la zona euro debe tener tres componentes, la recapitalización y reforma del sistema bancario, los eurobonos y un mecanismo de salida del euro (para quienes no cumplan)».

Los eurobonos han sido demandados permanentemente por los mercados financieros como fórmula idónea para resolver la inestabilidad de la zona. Hace tiempo que los mercados vienen emitiendo su veredicto: no habrá una salida verdadera a la crisis, hasta que se avance de forma clara en la gobernanza económica de la zona euro, creando a la vez un mecanismo de *funding* unificado a través de los eurobonos que permita gestionar el problema de la deuda acumulada soberana y bancaria, en algunos casos reestructurándola, como en el caso de Grecia.

Los mercados claramente no han aceptado como sostenible el «modelo de rescate» practicado a Grecia, Irlanda y Portugal, porque sólo es un modelo de financiación y no una solución de fondo, y presionan a los políticos para que avancen hacia una solución global, en la que los eurobonos son importantes.

Muchos consideran los eurobonos como una condición necesaria para la supervivencia del euro. Así lo ha manifestado, entre otros, el ya citado Soros y numerosos analistas y economistas, incluidos varios premios Nobel de Economía. El ex Ministro italiano de Economía, Giulio Tremonti, lo expresó de manera gráfica en la reunión del Foro Ambrosetti en el lago de Como el fin de semana del 4 de septiembre de





2011, diciendo literalmente que «no hay alternativa a los eurobonos». También el ex Canciller alemán Gerard Shroeder, bajo cuyo mandato se creó el euro, ha defendido los eurobonos en declaraciones a Der Spiegel del domingo 5 de septiembre, como único instrumento que permite avanzar hacia los Estados Unidos de Europa, con integración no sólo monetaria sino también fiscal y política.

El mercado de eurobonos tendría una dimensión y liquidez grande, ya que la suma de los mercados de bonos soberanos de la eurozona es de 8,6 trillones de dólares comparada con el total de 9,5 trillones de dólares que alcanza el mercado de bonos norteamericanos.

Pero Alemania y Francia, aun aceptando el concepto, se han negado, por el momento, a esta solución. Merkel y Sarkozy ya en su reunión del 16 de agosto de 2011 enfatizaron su respaldo total y completo al euro y a una mayor gobernanza europea, pero en lo que toca a los eurobonos han sostenido hasta ahora que emitir eurobonos con 17 políticas fiscales divergentes no tiene sentido. Sarkozy dijo literalmente el 16 de agosto de 2011: «podemos pensar en los eurobonos, pero al final del proceso de integración de la eurozona, no al principio» declaraciones cuyo impacto inmediato fue hacer subir al bund y bajar a las Bolsas.

En declaraciones a Der Spiegel el domingo 21 de agosto Merkel insistió en que no es el momento de los eurobonos. Señaló que los eurobonos no son una solución a la crisis si países que están en dificultades no han logrado antes superarlas. Y reiteró: «los eurobonos no son la solución a la actual crisis sino justamente el camino equivocado» ya que favorecerían una «unión de la deuda» sin estabilizar la situación. En la misma línea otros líderes de países no tan centrales de la Comunidad, como el primer ministro checo Petr Necas, dijo el lunes 29 de agosto: «hemos entrado en una unión monetaria, no en una unión de la deuda o en una unión de transferencias»

Esta posición contraria tanto a los eurobonos como a establecer de forma inmediata una gobernanza europea ha sido muy bien explicada por el Ministro alemán de Economía, Wolfgang Schau-

ble, en un artículo en el Financial Times de 6 de septiembre de 2011. Schauble tiene la lucidez de reconocer los mensajes de los mercados como mensajes que hay que escuchar, pero pone pegas.

«Cuando los mercados son los portavoces de las malas noticias, hay tendencia a matar al mensajero. La verdad es que los Gobiernos necesitan la disciplina que les imponen los mercados. Pero los mercados no siempre actúan racionalmente. De ahí mi incomodidad con las posiciones que desean un salto rápido hacia una unión fiscal y hacia una responsabilidad compartida. Eso sería atacar los síntomas, pero a costa de desincentivar a hacer reformas necesarias. Iría contra la esencia de la integración europea. Reforzar la arquitectura de la eurozona llevará tiempo y cambios de los Tratados que no se pueden hacer de un día para otro» (When markets become the bearer of bad news, there is a natural tendency to take aim at the messenger. The truth is that governments need the disciplining forces of markets. But markets, like the human beings they are made of, do not always act rationally. Hence my unease when some politicians and economists call on the eurozone to take a sudden leap into fiscal union and joint liability. Not only would such a step fail to durably solve the crisis by addressing only its most superficial symptoms, but it could make it worse in the medium term by removing a key incentive for the weaker members to forge ahead with much-needed reforms. It would also go against the very nature of European integration).

Estas opiniones tienen razón, no se puede empezar la casa por el tejado y no se pueden crear eurobonos si no se ha cimentado antes bien la base sobre la que asentarlos. Al final la base sobre la que se asientan tanto el dinero como la deuda pública es el valor presente y futuro de los activos de una economía y la confianza que suscita ese valor, y ahí no se pueden hacer trucos.

A partir de aquí, lo previsible es que se avance tanto en la ortodoxia fiscal y presupuestaria de las cuentas públicas en los países que se han excedido, como en mecanismos de garantía bancaria y de supervisión bancaria a escala euro, lo cual exige reglas sobre la banca verdaderamente europeas. No basta con la ortodoxia fiscal y el control del gasto público, como ha demostrado de forma



patente el caso de Irlanda. Dado que al final no se puede dejar quebrar al sistema bancario, al final los problemas de la banca y los problemas de la deuda soberana van muy unidos y por ello hay que establecer reglas europeas sobre banca y una supervisión a escala europea sobre los Bancos.

Se avanzará seguramente en la creación de un Fondo de Garantía de Depósitos a escala europea y en un mecanismo de rescate bancario a escala europea. También algunos economistas han propuesto una Agencia europea de Deuda que emitiría eurobonos, aunque de forma parcial y sin que los Estados arriesguen nada más que el capital que ponen en la Agencia.

Todo esto conlleva acuerdos políticos muy de fondo, un auténtico proceso «constituyente» en Europa. La parte buena de todo ello es que el problema es político, no económico ni financiero. Hay dinero para arreglar los problemas creados, hace falta el acuerdo político.

Sin embargo, finalmente la creación de eurobonos es deseable, y algún día llegará.

En un Informe emitido por el Centre for Economic Policy Research (CEPR) un grupo de economistas de prestigio reclamaba el pasado 18 de septiembre promover alternativas a los bonos del tesoro americano (US Treasuries) como activo de reserva dominante de los Bancos Centrales para evitar que los artificialmente bajos tipos de interés de los *treasuries*, en parte motivadas por la demanda asegurada de los Bancos Centrales para sus reservas, creen burbujas de valoraciones.

La solución a un problema tan complejo como el de la eurozona no será simple, sino que pasará necesariamente por un *cóctel* de soluciones, y por un proceso largo (algunos lo llaman «*muddling through*»).

Un proceso en el que tal vez haya incluso que renunciar en algún momento a la ultra ortodoxia, aunque sea para hacer de forma ortodoxa cosas no tan ortodoxas o permitir algo de inflación. Como dice Kenneth Rogoff, no hay ninguna salida rápida (podríamos decir que ni siquiera lenta) de la crisis «sin un modelo que transfiera riqueza de los acreedores a los deudores» gracias a un proceso inflacionista con caída del tipo de cambio, o de aceptación de liquidación parcial de las deudas o de la

entrega de activos nacionales al exterior (se ha sugerido a Grecia que venda su oro). Es decir, tarde o temprano esa transferencia de renta o de riqueza deberá hacerse, aunque sea con contrapartidas y desde luego en un marco de integración fiscal.

En todo caso, y pese a estos problemas y complejidades, el escenario de ruptura del euro no parece que lo contemplen los mercados.

## **7. EL BCE COMO EMISOR DE SEUDO EUROBONOS O FINANCIADOR DE ULTIMA INSTANCIA. MODELOS DE PROTECCIÓN BANCARIA A ESCALA EUROPEA**

Mientras se decide la emisión de eurobonos la realidad es que el peso de la financiación comunitaria y de la provisión de liquidez a los Bancos y, a través de los Bancos, a los Tesoros de la zona que lo necesitan, recae en el BCE. El BCE inyecta liquidez a los Bancos con el colateral de bonos soberanos. Es una forma «desnaturalizada» de emitir bonos europeos, una forma que permite a Alemania evitar la presión política interna que genera la fórmula de los eurobonos y mantiene a la vez la presión sobre los países periféricos. El BCE paga, de alguna manera, la factura para comprar el tiempo político necesario.

Al final, como dice Wolfgang Munchau (Financial Times 12 de septiembre de 2011) solo hay tres alternativas: la primera es emitir eurobonos; la segunda es que el BCE monetice las deudas nacionales; la tercera es la que al parecer promueven algunos «halcones» como el dimitido miembro del BCE Jürgen Stark y consiste en una depresión de las economías afectadas por el desapalancamiento simultáneo de sus deudas pública y privada, depresión que incluye el *default* de forma casi necesaria. De estas tres opciones la que por el momento se ha puesto de verdad en marcha es la de la financiación por el BCE.

El BCE inició su programa de compra de bonos en mayo de 2010 a raíz del primer rescate griego. Luego los suspendió por una temporada en el 2011, pero el 4 de agosto, ante la inestabi-



lidad creciente de los mercados, lo reinicia, a la vez que extiende hasta fin de 2011 las facilidades de liquidez a los Bancos. En un principio el BCE anunció la compra de bonos solo para los bonos portugueses y griegos, excluyendo expresamente a los españoles e italianos, pero el domingo 7 de agosto el BCE se vio obligado a incluir en sus compras a los bonos españoles e italianos ante el temor de un nuevo *tsunami*, agravado por el *downgrade* de S&P a la deuda americana anunciada el sábado 6 de agosto. Sólo en agosto de 2011 el BCE empleó 56 mil millones de euros, a partir del lunes 8, para comprar bonos en mercado secundario. En la subasta de 21 de diciembre de 2011 financió cuatrocientos noventa mil millones de euros a tres años a la banca europea.

Este modelo no parece sostenible en el tiempo, pero es válido como solución transitoria, aunque ha tenido el coste de la dimisión primero de Axel Weber y más recientemente de Jurgen Stark. Es cierto que sería mejor que el BCE no tuviese que actuar de esta forma, pero, sin duda, es un mal menor si lo comparamos con la amenaza de problemas generalizados en el sistema bancario y financiero de la eurozona. Incluso la expansión adicional de su balance, aunque no sea ortodoxa, sería un mal menor, y si atendemos a la experiencia de la FED americana, esa expansión del Balance no tendría por que generar inflación.

También se han propuesto mecanismos de garantía de los depósitos bancarios a escala europea o la creación de una Agencia de Deuda a escala europea. Todos estos pasos son positivos, pero al final si se quiere realmente fortalecer al euro, la unidad de «funding» y por tanto la creación de algún tipo de «eurobonos» van a ser casi obligatorias.

## **8. REFORMA DEL EFSF EN JULIO, CUMBRE EUROPEA DEL 26 DE OCTUBRE Y PROCESO CONSTITUYENTE**

En realidad, la primera piedra hacia el eurobono se puso con el acuerdo sobre el segundo rescate a Grecia de 21 de julio de 2011 y con al cumbre

europaea del 26 de octubre. De dichos acuerdos deriva que, a la larga, el auténtico instrumento de provisión de fondos y el emisor de eurobonos deberá ser el Mecanismo europeo de Estabilidad (ESM), es decir, el Fondo europeo que sustituirá a partir de 2013 al Fondo de Estabilidad (EFSF) y no el BCE. Esa es la idea que está detrás de la reforma de dicho mecanismo acordada el 21 de julio de 2011 y reforzada en la cumbre de 26 de octubre.

En julio de 2011 se dotó al EFSF de mayor operatividad, al permitirle comprar deuda soberana en el mercado secundario, prestar preventivamente a países que no hayan sido rescatados (un reconocimiento de lo desenfocado que es el modelo de rescate), y capitalizar a los Bancos. De hecho es un paso enorme hacia una gestión y reestructuración ordenada de la deuda. En la cumbre del 9 de diciembre de 2011 se adelantó la entrada en funcionamiento del ESM a junio de 2012.

Es importantísimo crear un mecanismo a través del EFSF o el ESM para capitalizar los Bancos europeos si fuese necesario. Christine Lagarde en su importante discurso de Jackson Hole el sábado 27 de agosto abogó por utilizar el EFSF para inyectar capital a los Bancos europeos si fuese necesario.

Pero esta reforma del EFSF tiene dos problemas. La implementación del nuevo EFSF requiere la aprobación por todos los Parlamentos nacionales, y esto tarda y además crea incertidumbre. Por otro lado, el nuevo EFSF nacía en el acuerdo de 21 de julio con mucha potencia pero sin gasolina. No se le dotaba de fondos. Por eso los mercados entraron en una fase de gran inestabilidad en agosto, justo después de la aprobación de la reforma del EFSF.

Estas carencias han tratado de ser superadas en la cumbre de 26 de octubre, en la que se pretendió dotar al EFSF de unos recursos de un trillón de euros, pero tras la cumbre ha habido dificultades para que ese deseo se transforme en realidad. Estas dilaciones y retrasos, unidas a la incertidumbre que genera un proceso político tan complejo como el europeo, han afectado de



forma muy negativa al valor de algunos activos, sobre todo a los Bancos cotizados y a los bonos de ciertos países. Es verdad, como dice el Ministro alemán de Economía, Wolfgang Schäuble en declaraciones a Der Spiegel el fin de semana del 14 de agosto, que si los países periféricos quieren ayuda, han de hacer sacrificios dolorosos, y tomar medidas de ajuste. Es verdad también, como afirma el propio Schäuble, que no se deben socializar o colectivizar las pérdidas. Cada uno debe asumir las suyas. Todas estas ideas han vuelto a plasmarse en la cumbre europea de 9 de diciembre de 2011, que pretende reforzar la disciplina fiscal de los miembros del euro.

Pero al final un proceso de deterioro tan grande como el que está teniendo lugar con el progresivo aumento del diferencial de los bonos italianos, españoles e incluso franceses, hace imposible cualquier tipo de solución. Las implicaciones son muy duras para las economías endeudadas, no solo en términos de nivel de vida de sus ciudadanos sino también y sobre todo en términos de valor de sus activos nacionales, ya sean acciones, bienes reales o bonos.

Al final, si hay medidas de ajuste nacional para evitar la ruptura del euro y para avanzar hacia la integración fiscal y política en la zona, medidas como las tomadas este verano por los Gobiernos italiano y español, esas medidas tienen un efecto muy contractivo, y eso hace caer el valor de los activos nacionales, además del efecto de caída de valor por la subida de tipos. Por tanto, o hay ayuda en el proceso de ajuste o se torna muy difícil acometerlo. Incluso con ayuda la necesidad de reestructurar la deuda, es decir, de hacer un *default* ordenado o un alargamiento de plazos o una liquidación contra activos parece evidente, ya que si no es imposible pagar la deuda en un contexto de contracción de la actividad económica.

En definitiva, si se plantea un ajuste muy radical y sin ayuda financiera holgada, que incluya la asunción por los acreedores de ciertas quitas o alargamientos, se estaría comprando la supervivencia del euro a un precio difícil de pagar por los países endeudados periféricos, ya que debe-

rán soportar un empobrecimiento excesivo y no soportable en los niveles de vida y en el valor de los activos. Y es obvio que esto tiene sus límites.

La idea de los eurobonos ha encontrado un nuevo obstáculo, a juicio de algunos analistas, en la decisión del Tribunal Constitucional Alemán del 7 de septiembre. Aunque esa decisión en principio admitió como constitucional el acuerdo del 21 de julio de 2011 sobre el EFSF, sin embargo sometió los futuros acuerdos a condiciones muy severas. Esas condiciones, en opinión de algunos analistas, como el ya citado Wolfgang Munchau (ver Financial Times de 12 de septiembre de 2011), impedirán la emisión de los eurobonos, salvo reforma constitucional en Alemania.

Para salvar éste y otros obstáculos la Comisión Europea ha hecho público a fines de noviembre un documento en el que propone los llamados «bonos de estabilidad» bajo tres variantes, algunas de las cuales no necesitan reforma de los Tratados. Se trata de un esfuerzo más para avanzar en una dirección correcta, pero que exige tiempo.

En cualquier caso, parece que los responsables políticos de la zona euro van avanzando, aunque sea de forma forzada, hacia un sistema de ayudas recíprocas basado también en obligaciones y en disciplina compartida, porque el escenario alternativo pone en peligro al euro.

Para avanzar hará falta un nuevo «proceso constituyente» que implica profundas reformas en el entramado institucional de la Comunidad Europea y que probablemente implique también reformas constitucionales en varios países miembros, incluido Alemania. Se trata de un proceso largo, pero seguramente necesario para salvar al euro.

## 9. CONCLUSIONES FINALES TRAS LA CRISIS DEL VERANO Y OTOÑO DE 2011

Nuestra conclusión es que los mercados nos dicen que apuestan por la supervivencia del euro, y para ello están forzando un tránsito hacia



algún tipo de federalismo fiscal a nivel de la zona euro, con emisión de eurobonos como fórmula de funding conjunta para la zona. Los activos más débiles, como los bonos periféricos de economías altamente endeudadas y con problemas de competitividad, o como las acciones bancarias, e incluso activos más fuertes, pero considerados de riesgo, como la Bolsa alemana, están sufriendo pérdidas de valor en ese proceso hacia la integración fiscal, y por eso los inversores apuestan contra esos activos.

Ahora bien, ese proceso de reajuste de activos tiene sus límites naturales y no parece muy sostenible una dinámica de mercado en la que el bund sube sin límite mientras otros activos se desploman. Más aun si se tiene en cuenta la conocida y posiblemente acertada tesis de Kenneth Rogoff según la cual es casi imposible salir de un problema de deuda excesiva y de contracción económica global sin crear algo de inflación para transferir riqueza de los acreedores a los deudores. Esta es, al parecer, la única hipótesis que los mercados no están contemplando, con sus compras compulsivas de bund y de T bond. Si la contemplasen no comprarían bunds, salvo que jueguen a divisa, a la ruptura del euro y a un nuevo «deutsche mark».

Por eso, lo normal sería que a medida que los mercados perciban que se avanza hacia una mayor integración de la zona euro, los activos muy castigados, como las acciones europeas, suban y el bund, sin embargo, ajuste su precio a la baja y su tipo de interés al alza. A la vez, el euro probablemente debería bajar algo respecto al dólar.

En verano y otoño de 2011 los mercados y las Bolsas han vivido movimientos extraordinarios, y hay que analizar si esos movimientos pueden afectar a la tesis expuesta. En nuestra opinión, no solo no la contradicen sino que ratifican la tesis básica de nuestro trabajo.

Ha habido algunas interpretaciones que, al ver la extraordinaria subida del bono del Tesoro alemán a diez años, en agosto y septiembre, han pensado que esos inversores que compran bund a tipos de interés muy bajos están apostando por la ruptura del euro y por un nuevo marco alemán

fuerte. Sin embargo, hay explicaciones alternativas, que ya hemos comentado. A saber, los inversores simplemente cambian de activo, venden activos que consideran de riesgo y van al activo refugio que consideran seguro, pero se quedan en euros. Al ser el bund un activo refugio, a los inversores no les importa la rentabilidad, sino la seguridad. Además, piensan que una vez se emitan los eurobonos y queden ya cada vez menos bund en circulación, los bunds serán cada vez más apreciados, por su escasez y por su seguridad. Si los inversores quisieran salir del euro lo harían, sin duda, pero no lo hacen, solo cambian de activo.

Curiosamente, a raíz de que el Tesoro alemán tuviese dificultades para colocar una subasta de *bunds* el miércoles 21 de noviembre se ha planteado justamente la tesis contraria. Se dice que el Tesoro alemán empieza a no colocar bien sus bonos porque los inversores no desean invertir en euros, ya que tienen miedo a la ruptura del euro. Nuestra interpretación es más sencilla. Pensamos que, simplemente, los bonos alemanes habían llegado a niveles de tipo de interés muy poco atractivos y por eso el Tesoro alemán, a tipos de interés por debajo del 2%, ha tenido dificultades en colocarlos. Pero esto no significa desconfianza en el futuro del euro.

También las fuertes caídas en agosto y septiembre del índice selectivo de la Bolsa alemana, el Dax, han hecho pensar a algunos observadores que los inversores que venden acciones de las grandes compañías alemanas ponen en cuestión la supervivencia del euro y por eso venden Bolsa alemana, al pensar que la ruptura del euro crearía graves problemas a las empresas alemanas, que exportan mucho a otras economías de la zona euro. Hay que recordar que en agosto el Dax bajó el doble que el Ibex y mucho más que otras Bolsas de economías «problemáticas». Sin embargo, también en este caso, como en el del bund, hay explicaciones alternativas, y más claras, sin necesidad de pensar que los inversores castigan al Dax porque creen que el euro corre peligro.

Sin embargo, la explicación más lógica de la fuerte caída del Dax es que los mercados han



apostado en el verano de 2011 por una fuerte recesión global (un Informe publicado por Morgan Stanley el 18 de agosto decía literalmente que «*el mundo se encuentra al borde de la recesión*») y por eso la caída del Dax, índice formado por empresas muy exportadoras y muy globales. Además, el Dax era el índice europeo que más había subido en los dos años previos y en la segunda semana de agosto se supo que la economía alemana había crecido sólo un 0,1% en el segundo trimestre, tras el magnífico primer trimestre.

Esta idea de que las Bolsas han descontado una recesión global sería coherente con las compras masivas de bund y T bond esos días de fuertes caídas de las Bolsas y del Dax, pese al *downgrade* de la deuda americana el 6 de agosto por Standard&Poors. De hecho, el tipo de interés de los T bond bajó en agosto y en septiembre del 2% llegando a tipos de interés del 1,9%, no vistos ni en los años 30 de la Gran Depresión, ni en la crisis post Lehman de otoño de 2008. Hay que retrotraerse al año 1950 para ver un tipo de los «*treasuries*» por debajo del 2%. Esto nos indica que en agosto las Bolsas han descontado la hipótesis de una gran contracción global, y de ahí que el dinero haya ido a los activos refugio, como el oro, cuyos futuros llegaron a su máximo histórico de todos los tiempos el lunes 22 de agosto cotizando a 1.911,4 dólares la onza. No habría, por tanto, causas europeas sino más bien globales en ese desplome del Dax.

Es posible también que hubiese posiciones apalancadas en el Dax, posiciones que, al traspasar el índice a la baja ciertos niveles, han generado de forma automática ventas por ejecución de garantías o por esquemas de protección del capital. Esas ventas alimentan otras ventas de pánico y así se genera la gran caída. Tal vez, si esta hipótesis fuese cierta, la finalización de la QE2 en junio haya acelerado esa necesidad de desapalancamiento de uno o varios operadores, pero como decíamos es sólo una hipótesis.

En definitiva, hoy por hoy los mercados siguen descontando como escenario básico el de una continuidad del euro, bien es verdad

que asumiendo la necesidad de cambios muy profundos en las instituciones y los Tratados europeos.

## 10. EL EURO, UN PROBLEMA GLOBAL

A la hora de redactar estas líneas, y tras la cumbre de 9 de diciembre de 2011, el reto de la zona euro sigue ahí. En el 2012 tal vez los responsables políticos de la zona euro tengan que abordar una difícil alternativa. O apuestan por medidas muy de fondo, con acuerdo de todos y para el conjunto de la eurozona, avanzando hacia una auténtica unida fiscal con *funding* unificado y eurobonos o el riesgo de ruptura del euro con crisis bancaria en la zona continuará acompañándonos.

De lo que no cabe duda es de que el euro, sus avatares, su reforma, los temores a su ruptura, son hoy en día, como dice Soros, no solo un problema europeo sino un problema global, que exige por tanto soluciones muy de fondo.

Bastan unos pocos datos para entenderlo. Los Bancos europeos tienen en sus balances en torno al 45% del total deuda soberana emitida en la zona euro. A la vez, según el Banco de Pagos de Basilea los Bancos americanos mantienen un riesgo crediticio con los Bancos franceses y alemanes de 1,2 trillones de dólares. Se calcula que la exposición a los Bancos europeos del mercado americano de activos monetarios era en verano de 2011 de algo más de un trillón de dólares, es decir, el 50% del total activos monetarios, habiéndose reducido hasta niveles del 35% a fin de octubre de 2011. Con estos datos se entiende la dimensión global del problema.

Las medidas que hay que tomar pasan necesariamente por los eurobonos, con garantía conjunta, también alemana, y por un fortalecimiento del sistema bancario de la eurozona, lo cual exige como condición previa movilizar la liquidez hacia activos de riesgo, bajando tipos y facilitando la liquidez necesaria. Esto implica casi necesariamente, como antes decíamos, un cierto



ajuste a la baja del valor del euro, que vendría muy bien a Europa para realizar sus ajustes de forma menos dolorosa.

Esta es lo que los mercados, en su forma un tanto caótica y ruidosa, pero clara, están pidién-

do, y esto es lo que los líderes y los ciudadanos europeos tienen que decidir, siendo tal vez la decisión más relevante a la que se ha enfrentado la Unión Europea desde el momento mismo de su nacimiento.





## **PARTE IV.**

# **LA RESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA**





## UN POCO DE HISTORIA: EL PLAN BRADY Y OTROS EJEMPLOS

Luis M. Linde  
Técnico Comercial y Economista del Estado

### RESUMEN EJECUTIVO

A lo largo de la década 1980-1990, el sistema bancario internacional, las instituciones financieras internacionales, principalmente, el FMI, y muchos gobiernos tuvieron que enfrentarse a una crisis de deuda soberana que se agrava y generaliza a partir del *default* declarado por México en agosto de 1982. Después de varios años (1982-1986) en los que, sin éxito, se intentó superar la crisis por medios tradicionales –nuevos calendarios de amortización, ajustes en el pago de intereses, más «dinero fresco» y programas de ajuste con ayuda del FMI– en el entendido de que la crisis podía tratarse como un problema de liquidez, se adoptó, a partir de 1987, un enfoque mucho más radical, inspirado, al menos parcialmente, en el acuerdo alcanzado ese año entre el gobierno mexicano y la Banca Morgan y que se formalizó en el plan anunciado en 1989 por el secretario del Tesoro norteamericano, Nicholas Brady.

El contenido fundamental del plan Brady era abrir una vía, apoyada por el gobierno de los Estados Unidos, el FMI, el Banco Mundial y otras instituciones financieras internacionales, para la cancelación de deudas externas soberanas (principalmente, préstamos bancarios formalizados en créditos sindicados) mediante canje de esos préstamos por bonos de nueva emisión («Bonos Brady» también llamados *exit bonds*), garantizados con bonos cupón cero del Tesoro norteamericano, con un descuento fijado a partir

de u orientado por el que se daba realmente en los mercados; de esta forma, los acreedores tendrían la posibilidad de movilizar posteriormente esos activos mediante la venta de los bonos obtenidos en el canje.

El plan Brady hizo posible que entre 1989 y 1995 se negociaran 190.000 millones de dólares, lográndose una reducción global de deuda externa de los países en dificultades de unos 60.000 millones.

Este enfoque de perdón de deuda, adoptado igualmente por el Club de París en su ámbito de actuación, las deudas oficiales bilaterales, venía a reconocer que no era realista esperar que los países deudores pudieran alcanzar el crecimiento económico suficiente para hacer posible la devolución de las deudas originales si no se adoptaba alguna vía de alivio de deuda.

Posteriormente, tras las sucesivas crisis de la segunda mitad de los años 90 –México, países de Asia del Sudeste (Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas), Corea, Rusia, Turquía y Argentina– y la masiva utilización de bonos en lugar de créditos sindicados para la formalización de deudas soberanas, aparecieron propuestas, fundamentalmente, dos sentidos: 1) crear una nueva institución, ligada al FMI, pero con personalidad propia e independencia en su actuación del Fondo, para intervenir y facilitar las negociaciones de deuda entre acreedores y deudores en dificultades; y 2) introducir en los contratos de emisión de bonos soberanos «cláusulas de acción colectiva» que facilitarían, en su caso, alcanzar acuerdos



de reestructuración sin necesidad de obtener la unanimidad de los bonistas. La propuesta de creación de un nuevo mecanismo o institución para la resolución de crisis de deudas soberanas no tuvo, finalmente, éxito; sin embargo, las «cláusulas de acción colectiva» empezaron a utilizarse en 2003 (México) y, desde entonces, un buen número de emisores las han incluido en sus contratos de emisión.

En los años anteriores a la crisis financiera internacional que se inicia en 2007 se llevaron a cabo diversas reestructuraciones de deuda soberana, la principal y más compleja y conflictiva de las cuales fue la de Argentina, que afectó a la masa de deuda (principal e intereses) impagada tras el *default* de 2002.

Aunque algunos elementos son diferentes, los planes para resolver el problema de la deuda soberana griega se han diseñado, en lo esencial, siguiendo el esquema «Brady» tradicional, es decir, canjes que implican rebajas en el valor neto presente o en el nominal del stock de deuda, *buy-backs* o compras por el Gobierno griego en el mercado secundario de bonos a descuento, garantías de las amortizaciones de los bonos entregados en los canjes mediante carteras de bonos cupón cero de la máxima calidad crediticia mantenidas por el gobierno griego hasta su vencimiento y, desde luego apoyo del FMI reforzado por el apoyo de los países miembros de la Unión Monetaria.



Las crisis de deuda soberana han sido episodios repetidos en la historia financiera internacional. En un Documento del FMI publicado en 2005<sup>1</sup>, se clasificaban las crisis de deuda externa en tres grupos: a) episodios de insolvencia (deuda e inflación altas o imposibilidad de renovación o refinanciación de la deuda); b) episodios de iliquidez (vencimientos excesivos de deuda a corto plazo en relación a las reservas exteriores de un país) y c) episodios de debilidad cambiaria y macroeconómica. La crisis de la deuda soberana griega que empieza a desarrollarse en 2009 presenta algunas características singulares. Es la primera de esa gravedad y magnitud en un país miembro de la Unión Monetaria Europea. Es una crisis de deuda externa porque los acreedores son, en parte, instituciones no residentes, pero no lo es, en el sentido tradicional, desde el punto de vista cambiario porque se trata de deudas denominadas en la moneda propia de Grecia, el euro. En ese sentido, no tiene precedentes, es una crisis «nueva»

Sin embargo, a pesar de todo, estamos, como les gusta decir a los norteamericanos, ante un *dejà-vu*. Los desequilibrios y los excesos fiscales que llevan a la quiebra de las finanzas públicas griegas muestran elementos comunes con los que se han dado en otras crisis soberanas. De los precedentes que podrían venir al caso, la crisis de deuda latinoamericana de los años 80 es, probablemente, el más interesante, porque de ella surgieron procedimientos y soluciones que se han venido utilizando desde entonces en otras crisis, tanto para deudas privadas, como públicas.

### **DEL ESTALLIDO DE LA CRISIS EN 1982 A 1986: GANAR TIEMPO**

En agosto de 1982, México anunció que no podría amortizar vencimientos de deuda externa (préstamos a medio y corto plazo) por valor de unos 4.000 millones de dólares. En ese momen-

to, la deuda externa total de México se acercaba a los 90.000 millones de dólares, el doble que Argentina, que era el segundo deudor más importante de Latinoamérica (44.000 millones de dólares), y significaba el 30% de toda la deuda externa de Latinoamérica. Gran parte de esta deuda eran préstamos bancarios.

El origen de este endeudamiento de México (que sólo en 1981 pasó de 55.000 a 80.000 millones de dólares) estaba en la gran expansión económica impulsada, en parte, por el aumento en los ingresos petrolíferos a partir de la crisis energética iniciada en 1979. El detonante de las dificultades de pago de México fue la subida de tipos de interés del dólar, consecuencia de la política monetaria restrictiva puesta en vigor por la Reserva Federal a partir de 1979 (el tipo de los Fondos Federales alcanzó el 22% en julio de 1981) que, solapada con la crisis energética, provocó una fuerte desaceleración de la economía mundial en 1982.

México no era el único país latinoamericano con graves problemas de deuda externa a comienzo de la década de los 80. Bolivia y Costa Rica habían incurrido, a partir de 1981, en atrasos de intereses de préstamos bancarios y en 1982 habían iniciado negociaciones con los bancos acreedores para fijar nuevos calendarios de pago.

Al principio de esta crisis, el FMI y la banca internacional no contemplaban, el «perdón de deuda» que puede definirse como cualquier operación de modificación de los términos originales de un préstamo bancario o de un bono que signifique una disminución del valor descontado o valor neto presente de la nueva deuda en comparación con la original. Inicialmente, el FMI defendió que el problema tenía que enfrentarse por los países deudores mediante programas de ajuste fiscal y reformas que permitiesen estimular las entradas de capital para financiar inversiones y aumentar los ingresos por exportaciones. Esta posición, que era también, inicialmente, la del Tesoro norteamericano empezó a cambiar pronto, pero fue un cambio lento.

El tratamiento inicial del problema, aplicado en la práctica desde 1982 y formalizado en 1984-

<sup>1</sup> Paolo Manasse y Nouriel Roubini, «Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises», WO/05/42.



85 por el FMI y la administración norteamericana, se suele designar como «Plan Baker», por su atribución a James Baker, entonces secretario del Tesoro. Consistía, en resumen, en que los países en dificultades aceptasen los planes de ajuste propuestos por el FMI, negociasen en el Club de París sus deudas oficiales bilaterales y negociasen nuevos calendarios de pagos con sus acreedores no oficiales, principalmente, bancos. En este enfoque, el volumen de la deuda externa no disminuía en términos nominales, pero sí en términos de valor neto presente pues se alargaban los plazos de amortización y aparecía una novedad, los «períodos de gracia», en los cuales el servicio de la deuda se limitaba al pago de intereses, aplazándose la amortización de los principales; todo esto se complementaba, además, con la aportación de algún volumen de «dinero fresco» en forma de mantenimiento por los bancos de líneas de crédito a corto plazo.

Sin embargo, entre 1982 y 1984 los ratios de deuda externa seguían empeorando para casi todos los países en dificultades, debido a que los tipos de interés reales sobre la deuda acumulada eran superiores a los tipos de crecimiento real de las respectivas economías. Por ejemplo, en el caso de México, la proporción de deuda externa a PIB que había alcanzado el 36% en 1982 (era sólo el 18% en 1980) llegó al 53% en 1986<sup>2</sup>. En realidad, a partir de 1983 los flujos netos de financiación externa bancaria pasaron a ser negativos para ese conjunto de países.

En esa situación, los deudores iniciaron algunas acciones concertadas. Un grupo amplio de países latinoamericanos, que representaban más del 80% de la deuda externa latinoamericana, constituyó el que se denominó «Grupo de Cartagena» y celebró una primera reunión en enero de 1984, en Quito; en esta reunión se acordó la llamada «Declaración de Quito», en la que se pedía a los acreedores y las autoridades de sus países iniciar negociaciones para encontrar fórmulas que permitiesen poner un techo al servicio de la

deuda en proporción a los ingresos por exportaciones de cada país. Unos meses después elaboró el llamado «Consenso de Cartagena», que podía entenderse como un intento de formar una especie de «cartel de deudores». Los firmantes del «Consenso de Cartagena» reiteraron su voluntad de hacer frente a las deudas, pero señalaban que era fundamental mantener el crecimiento económico, que la crisis de deuda era también un problema político y que los países acreedores y sus instituciones financieras tenían una responsabilidad en la gestión del problema.

A partir de 1986 los países deudores ofrecieron dos nuevas vías de renegociación a los acreedores: cambios en la moneda de denominación de las deudas existentes y cambios en el procedimiento de fijación de los tipos de interés. Se ofreció a los bancos acreedores convertir sus créditos a su propia moneda (la moneda de su matriz bancaria), con lo que podían lograr disminuir sus riesgos de variaciones cambiarias, suavizar el efecto de la volatilidad cambiaria sobre los ratios de capital respecto a activos y, en algunos casos, rebajar los costes de obtención de su pasivo; también se ofreció a los bancos poder elegir entre varias opciones de fijación de tipos de interés, entre ellas el paso de tipos fijos a tipos flotantes, lo que era para los acreedores un arma de doble filo, porque podía incrementar el riesgo de impago.<sup>3</sup>

## LOS PRELIMINARES DEL PLAN BRADY

Ya fuera por influencia de esas iniciativas por parte de los deudores, o debido al cálculo de los acreedores acerca del escaso realismo del intento de mantener la integridad del valor de las deudas, el hecho es que a partir de 1984 empezaron a circular propuestas acerca de lo que se llamaba en inglés «burden sharing» entre deudores y

<sup>2</sup> Rudiger Dornbusch, «Mexico: stabilization, debt and growth», *Economic Policy*, Vol. 3, N.º. 7 (1988), p. 258.

<sup>3</sup> Los países que incluyeron la redenominación del principal u opciones de fijación de tipos de interés en sus acuerdos de reestructuración firmados entre 1986 y 1988 fueron, entre otros, Argentina, Brasil, Chile, Nigeria, México y Filipinas, Uruguay y Venezuela.



acreedores, lo que significaba que empezaba a abrirse el camino hacia algún «perdón de deuda». Esto era lo que apuntaba la propuesta de creación de un «Fondo Oficial» cuyas operaciones ayudarían a disminuir la carga financiera para los deudores en peor situación relativa, que partió, entre otros, del senador norteamericano Bill Bradley; ideas parecidas empezaron a circular en Europa y Japón.

La posición de los bancos acreedores empezó a hacerse menos firme y menos solidaria –y, por ello, menos homogénea– cuando la prolongación de la crisis llevó a que empezaran a cuestionarse el mantenimiento estricto de las cláusulas contractuales tradicionales de los créditos sindicados (las que se denominan en inglés «sharing clauses», «negative pledges» y «*pari passu*»)<sup>4</sup> que aseguraban un tratamiento igual por parte de los deudores a todos los bancos acreedores. Por ejemplo, las «sharing clauses» hacían difícil o imposible que un país deudor se beneficiase de los descuentos existentes para su deuda bancaria en el mercado secundario, dado que esas cláusulas exigían que el pago realizado a un acreedor se distribuyese proporcionalmente entre todos los acreedores.<sup>5</sup>

El FMI empezó a modificar su posición hacia 1987 al considerar que, al menos para tres países: México, Costa Rica y Bolivia, habría que estudiar vías de alivio de deuda, como las titulizaciones de créditos bancarios y la capitalización de intereses. Pero los bancos deudores habían ido haciendo provisiones sobre sus préstamos fallidos y eran más favorables a salir del problema,

<sup>4</sup> En un crédito sindicado las «sharing clauses» significan que el prestatario no puede hacer ninguna diferencia entre los acreedores respecto al servicio de la deuda y que los prestatarios no pueden ejercer acciones legales individuales o separadas del resto de prestamistas; los «negative pledge» significan que el deudor no puede gravar sus activos sin el consentimiento de los acreedores; la cláusula «*pari passu*» significa que el deudor promete al acreedor que su crédito tendrá siempre el mismo derecho a la amortización y al pago de intereses que sus otras deudas no subordinadas.

<sup>5</sup> Sobre este y otros problemas de las renegociaciones que precedieron y que siguieron al Plan Brady puede consultarse: Mohua Mukherjee, «How Does Brady-Type Commercial Debt Restructuring Work?», The World Bank, December 1991, Working Paper WPS 817 (disponible en internet).

aceptando las pérdidas ya provisionadas, que a entrar en nuevas operaciones, aceptando nuevos riesgos para el futuro.

Bolivia completó lo que fue la primera operación de este nuevo enfoque, comprando con un gran descuento una parte de sus deudas bancarias. Aunque el desarrollo de esta operación tuvo bastantes complicaciones en relación con el origen de los fondos para financiarla y la forma –subasta o no– de fijar los descuentos, finalmente se llevó a cabo en noviembre de 1987.

Un mes después, en diciembre de 1987, México firmó con la Banca Morgan el acuerdo que sería antecedente directo del plan Brady. Consistió en el canje de hasta 20.000 millones de dólares de préstamos bancarios por bonos, cuyo precio (e, implícitamente, el descuento que se aplicaba a la deuda original) se fijaría mediante subasta. La clave de este acuerdo, que era su innovación principal, estaba en su garantía: el principal de los bonos estaría garantizado mediante bonos cupón cero del Tesoro norteamericano, emitidos a 20 años, adquiridos por el gobierno mexicano y mantenidos en custodia en la Reserva Federal de Nueva York. En este acuerdo participaron unos 100 bancos (en total, eran 500 los bancos acreedores) y se canjearon 3.660 millones de dólares de valor nominal de préstamos bancarios por 2.560 millones de dólares de valor nominal de bonos garantizados; el valor nominal de los bonos era, así, el 70% del valor de los préstamos, la quita había sido de 30%. Este acuerdo no incluía ninguna garantía para el pago de intereses, lo que fue un problema importante para su aceptación por los acreedores.

Aunque el resultado final para México, es decir, la reducción lograda en la deuda, fue menos favorable del esperado (el gobierno mexicano no consiguió recomprar ni el 20% del valor nominal de los préstamos que pretendía y el descuento logrado fue muy inferior al 50% que era su objetivo), el acuerdo fue importante porque abrió camino al perdón de deuda a partir de los descuentos que se aplicaban en las transacciones que existían realmente en el mercado (aunque no existiera, desde luego, un mercado organizado,



sino, más bien, transacciones privadas, *over the counter*, entre entidades).

## EL CLUB DE PARÍS

Lo que con el tiempo llegó a ser conocido como «Club de París» apareció en 1956, como reunión informal de acreedores oficiales para tratar de encontrar una solución a una serie de impagos de deudas de Argentina. Entre 1956 y 1981 el Club negoció, fundamentalmente, nuevos calendarios de pagos de principal e intereses de deudas bilaterales oficiales, con tipos de interés de mercado y siempre que el país deudor en dificultades hubiera acordado con el FMI un programa de ajuste: éstos eran, en resumen, los llamados «términos clásicos», que nunca incluían perdón de deuda sino, solamente, reestructuraciones de pagos en términos de mercado, aunque, obviamente, cualquier alargamiento en el calendario de amortizaciones o período de gracia en el servicio de la deuda significaba una reducción en su valor neto presente. Con la crisis económica internacional de 1979-1981 y la crisis de deuda latinoamericana, la actividad del Club se incrementó considerablemente, pero hasta 1987 se siguieron aplicando los «términos clásicos», pensados más para hacer frente a problemas transitorios de liquidez que a problemas de solvencia, digamos, estructurales.

El primer paso en la nueva orientación se dio en 1987, con los llamados «Términos de Venecia» –por el lugar donde se celebró la cumbre del G-7 donde se discutieron<sup>6</sup>– que otorgaban plazos de amortización más largos que los «términos clásicos» y períodos de gracia nunca considerados anteriormente. Pero el cambio importante en las negociaciones del Club de París se produjo en 1988 cuando, por primera vez, se acordó la anulación o perdón de deuda para un grupo de veinte países pobres muy endeudados según los nue-

vos «Términos de Toronto». El Club de París fue, en realidad, tan lento como el FMI y la gran banca internacional en aceptar que el perdón de la deuda era, en una serie de casos, la vía más realista y eficaz para intentar restablecer una situación financiera internacional, digamos, normal.

Los «Términos de Toronto» fueron después modificados y ampliados, siempre en sentido más generoso y favorable a los deudores, con los «Términos de Houston» (1990), Londres (1991), Nápoles (1994), la Iniciativa de Países Pobres Muy Endeudados («Términos de Lyon», que recogían la posición del FMI, 1996), Colonia (1999) y, finalmente, Evian (2003); todos ellos lograban la reducción sustancial del valor neto presente del conjunto de las deudas oficiales bilaterales de los países en dificultades mediante anulación de parte de la deuda, alargamiento de calendarios, más largos períodos de gracia, intereses concesionales, por debajo de los de mercado, acuerdos de canje de deuda por otros títulos, etc.

## EL PLAN BRADY, LA AYUDA DEL FMI Y EL CASO DE MÉXICO

A partir de la firma, en diciembre de 1987, del acuerdo entre la Banca Morgan y el gobierno mexicano al que nos hemos referido anteriormente, se había abierto una nueva vía de salida de la crisis. Como ya se dijo antes, sus resultados prácticos habían sido menos interesantes para el deudor de lo esperado inicialmente, pero, aún así, hicieron ver que esa nueva orientación era viable y que podía interesar tanto a acreedores como a deudores.

Después de meses de contactos y discusiones en las que participaron, además del FMI, los diferentes Comités Asesores de los bancos acreedores, los gobiernos de los países en dificultades y el Tesoro norteamericano, en marzo de 1989, el secretario del Tesoro, Brady, anunció una propuesta que, en los años siguientes, iba a amparar los diferentes «planes Brady». Su novedad fundamental estaba en que el gobierno norteamerica-

<sup>6</sup> Todos los «Términos» de negociación aplicados por el Club de París a partir de 1987 llevan el nombre de la ciudad donde se celebró la reunión del G-7 en la que se aprobaron.





no apoyaría acuerdos «voluntarios» (de hecho, se utilizaron diversos instrumentos para estimular la aceptación del plan por los bancos)<sup>7</sup> de reducción de deuda, aceptando la concesión por las instituciones financieras internacionales y, en primer lugar, por el FMI, de nueva financiación a los deudores para ayudar al ajuste, implementar reformas de mercado y dar financiación para la adquisición de los activos financieros que pudieran servir de garantía –siguiendo el modelo inventado en el acuerdo de 1987 entre la banca Morgan y México– en los canjes de préstamos por bonos que eran el contenido clave de la propuesta.

El anuncio de Brady contenía tres elementos principales: a) el Banco Mundial y el FMI aceptarían que una parte de los préstamos a determinados países en dificultades pudieran dedicarse a apoyar la financiación de operaciones de reducción de deuda, fundamentalmente, operaciones de compra de deudas bancarias a descuento; b) ambas instituciones proporcionarían también financiación adicional (adicional respecto a la que correspondería en cada caso según las reglas del FMI) para esa misma finalidad; y c) los EEUU apoyarían un aumento de cuotas en el FMI para ampliar la capacidad de préstamo de la institución en la resolución de la crisis.

Para poder iniciar un camino similar al de México-Banca Morgan de 1987, el Plan Brady presuponía, evidentemente, la existencia de un acuerdo, si no con todos los acreedores bancarios de cada país deudor, sí, al menos, con una parte significativa de ellos. Un elemento clave en el acuerdo entre Morgan y el gobierno mexicano, también presente en el plan Brady, era la existencia de un «menú de opciones» para los acreedores (conversión con un descuento de créditos bancarios en bonos, recompra simple de deuda a descuento, conversión de deuda en participaciones de capital, etc.) cuya condición era que el valor presente de cada opción implicase el mismo descuento respecto a la deuda original. El

plan anunciado por Brady fue aprobado formalmente por el FMI en la reunión del Comité Interino del Fondo de abril de 1989. El primer acuerdo firmado bajo el «paraguas» de la propuesta Brady fue el de Filipinas; el acuerdo con el FMI se firmó en mayo de 1989 y en enero de 1990 se alcanzó un acuerdo con los bancos acreedores según el cual Filipinas recompró 1.340 millones de dólares con un descuento del 50% con financiación del FMI y del Banco Mundial.

Pero el acuerdo más importante de los firmados al amparo del plan Brady –hasta el punto que, a veces, parece que ese fue el único acuerdo de esa clase, cuando, en realidad, se firmaron unos cuantos «Bradys»– fue el que se negoció por México.

El Plan Brady para México, acordado entre mayo y julio de 1989, consistió, en resumen, en 1) un acuerdo con el FMI, 2) un acuerdo con los bancos acreedores y 3) un acuerdo para garantizar las nuevas obligaciones asumidas por México.

1. El acuerdo firmado con el FMI contemplaba la apertura de una línea de crédito bajo el formato de la «Extended Fund Facility», EFF), por un importe máximo de 4.600 millones de dólares que, bajo determinadas circunstancias, podía alcanzar hasta 5.800 millones, una de las líneas de crédito de mayor importe concedidas por el FMI en toda su historia.

2. El acuerdo con los bancos (el Comité Asesor Bancario representaba a más de 500 entidades) se concretaba en un «menú» de tres opciones, que los acreedores podían usar separada o conjuntamente. Los préstamos bancarios en vigor podían ser canjeados: a) por bonos a 30 años, con un descuento del 35% del valor nominal y un interés de 13/16 sobre LIBOR; b) por bonos a la par –sin descuento respecto al valor nominal de los préstamos originales en vigor–, pero con un tipo de interés por debajo del de mercado, lográndose así una reducción del valor presente similar a la opción a); c) los bancos podían, asimismo, refinanciar, a tipos de interés de mercado, sus créditos bancarios originales, después de deducir los importes canjeados por bonos y, en todo caso, hasta un máximo del 25% de su riesgo en 1989, obteniendo un

<sup>7</sup> Hubo estímulos fiscales y «persuasión moral» para animar la aceptación de los canjes.



nuevo calendario de vencimientos para esos créditos.

Como resultado de este acuerdo, el conjunto de bancos acreedores canjeó casi el 50% de sus créditos por bonos a descuento; algo más del 40% por bonos a la par con tipo de interés reducido; y para el restante 10% se obtuvo un nuevo calendario de vencimientos. En total, el acuerdo afectó a casi 49.000 millones de dólares de préstamos bancarios a medio y largo plazo, obteniéndose una reducción total del 55% del valor nominal, es decir, una reducción de 27.000 millones de dólares en la deuda externa mexicana.

3. El servicio (principal e intereses) de los nuevos bonos emitidos por México estaban parcialmente garantizados mediante bonos cupón cero emitidos por el Tesoro de los EEUU y comprados por México, en parte, con la financiación obtenida del FMI y otras instituciones financieras internacionales.

Después del acuerdo Brady con México y tomándolo como modelo, el FMI promovió otra serie de acuerdos similares. El primero fue el de Costa Rica, que compró unos 1.800 millones de dólares de principal e intereses de deudas bancarias con un descuento del 84% (similar al que existía en el mercado), convirtiendo el resto de su deuda externa en bonos al portador, con un descuento similar, aunque el valor nominal y el tipo de interés de los bonos podía ser mejorado en determinados supuestos. Debido a diversos factores, Costa Rica no utilizó, finalmente, la financiación del FMI; la operación (unos 225 millones de dólares de coste) se financió con reservas oficiales del país y una serie de donaciones oficiales, entre ellas las de los gobiernos de EEUU, Canadá y Holanda y préstamos concesionales de otros países: a diferencia de otros, el plan Brady de Costa Rica fue, finalmente, una operación exclusivamente privada. Y al acuerdo de Costa Rica siguieron, entre otros, los «Brady» de Venezuela (1990), Uruguay (1991), Argentina (1992), Brasil (1992).

En 1995, sobre un total de 190.000 millones de valor nominal de los préstamos bancarios originales, 18 países habían negociado reducciones

de deuda por valor de 60.000 millones de dólares, y habían invertido 20.000 millones de dólares de financiación del FMI, Banco Mundial, del Export-Import Bank de Japón y de otras instituciones financieras internacionales en la compra de los bonos cupón cero del Tesoro que se depositaban en la Reserva Federal de Nueva York en garantía de la amortización de los bonos emitidos por los diferentes países deudores para llevar a cabo los canjes.

Hay que señalar que el FMI desempeñó un papel muy importante en la resolución de la crisis de deuda que estalla en el verano de 1982 y que se prolonga hasta bien entrados los años 90. Aparte de su papel de mediador y de su ayuda técnica a los países deudores en las negociaciones con los acreedores, su contribución decisiva se produjo cuando abandonó su política tradicional de no prestar a países con atrasos de pagos (amortización o intereses) de deuda soberana a bancos.

En mayo de 1989, el Directorio Ejecutivo del Fondo decidió que sí podrá prestar a países miembros en esa situación, decidiendo caso por caso, siempre que, entre otras condiciones, las negociaciones con los acreedores privados ya se hubieran iniciado y el apoyo financiero del FMI se considerase esencial para el éxito del programa de ajuste aceptado por el país deudor. Esta política (*lending into arrears*) se flexibilizó aún más en 1998 y 1999 para permitir los préstamos del FMI en dos casos adicionales: 1) atrasos en deuda soberana frente a acreedores no bancarios y 2) atrasos en deudas no soberanas a acreedores privados debidos al establecimiento de controles de cambio.

### LA DÉCADA DE LOS 90: DEL «TEQUILAZO» A LA CRISIS ARGENTINA Y NUEVAS INICIATIVAS

Con el Plan Brady y las negociaciones entre deudores y acreedores culminadas con aceptable éxito en un buen número de casos, Latinoamérica superó finalmente su «década perdida» y algunos países, como México, entraron en una etapa de fuerte crecimiento económico. Pero en 1994



estalla en México una nueva crisis, la que se dio en llamar «El Tequilazo» (crisis fiscal y política de enorme virulencia que obligó a una fuerte devaluación del peso y a un intenso ajuste fiscal), la primera de una serie de convulsiones en el escenario financiero internacional que terminan con el *default* de Argentina de 2002<sup>8</sup> y, de por medio, las crisis asiática de 1997 (Tailandia, Malasia, Filipinas, Corea), Rusia (1998) y Turquía (2001). Durante casi una década (1994-2002) el «estado normal» de las finanzas internacionales fueron las sucesivas crisis de deuda externa –de diferente naturaleza, gravedad y duración y desarrollo–, pero similares en sus consecuencias para los mercados. A la vez, en la década de los 90 se produjo una enorme acumulación de deuda externa de países en desarrollo con bajos niveles de renta: hasta cerca de 580.000 millones de dólares a finales de 1999 para los países clasificados en ese grupo según el Banco Mundial.

Pero había una diferencia importante entre las crisis de deuda soberana de los años 90 y las crisis de los años 80. Mientras que las deudas soberanas de los 80 eran, fundamentalmente, créditos bancarios sindicados, las deudas soberanas de los 90 eran, fundamentalmente, bonos, títulos de renta fija colocados en los mercados a muchos miles de inversores, individuales, colectivos e institucionales. Evidentemente, las dificultades de una negociación con unos cuantos miles de acreedores eran diferentes y mayores que las dificultades que se habían podido superar en las negociaciones con varios centenares de acreedores bancarios. Y esto dio lugar a diferentes ideas e iniciativas para tratar de ordenar los procesos de negociación a que debían enfrentarse los deudores en estos nuevos escenarios.

Las propuestas de mayor peso planteadas entre 2000 y 2002 se centraron en torno a dos ideas<sup>9</sup>:

1. la propuesta de Anne Krueger, entonces subgerente del FMI, para que los miembros del FMI creasen una nueva institución, independiente del propio Fondo, el «Dispute Resolution Forum», cuyas funciones fundamentales serían: a) facilitar las negociaciones entre acreedores y deudores siguiendo una serie de principios y procedimientos, evitando la exigencia de unanimidad entre los acreedores y asegurando, al mismo tiempo, la protección básica de los intereses de acreedores y deudores; b) estableciendo ciertas reglas para evitar que las reclamaciones legales de los acreedores impidieran la conclusión de acuerdos colectivos; y c) dando consideración legal de deuda «senior» a la financiación obtenida de los acreedores durante la negociación («priority financing»)

2. La propuesta del Departamento del Tesoro de los EEUU, centrada en la inclusión en los contratos de emisión y colocación de bonos de las llamadas «cláusulas de acción colectiva» (CAC) tendientes a impedir que un grupo minoritario de titulares de bonos, o los llamados «fondos buitres», pudieran bloquear o condicionar acuerdos de reestructuración apoyados por una mayoría de acreedores.<sup>10</sup>

La propuesta de Krueger para crear, a partir del FMI, una nueva institución de negociación y mediación en conflictos relativos a deudas soberana acabó en nada, probablemente porque, además de sus dificultades de todo orden –políticas, en primer lugar– a partir de 2002 la economía internacional inició una fase alcista de gran intensidad, que se prolongó hasta 2007. Con la excepción del *default* de Argentina, se fueron superando las crisis de la segunda mitad de los 90 y no aparecieron nuevas dificultades graves. Las CAC tuvieron más éxito: a principios de 2003, México llevó a cabo una emisión de bonos con tales cláusulas y a partir de entonces, otros

<sup>8</sup> El *default* de Argentina de 2002 afectó a 141.000 millones de dólares de deuda pública.

<sup>9</sup> También se debatió una tercera idea: la aplicación sistemática del Capítulo 9 de la normativa estadounidense sobre quiebras y suspensiones de pago a las emisiones de deuda soberana.

<sup>10</sup> Sobre las «Collective Action Clauses» pueden consultarse los siguientes documentos del FMI: «Collective Action Clauses: Recent development and Issues», (approved by G. Häusler, F. Gianviti and T. Geithner, March, 25, 2003; y «Progress Report to the International Monetary and Financial Committee on Crisis Resolution», April 2005).



países siguieron el ejemplo mexicano en sus emisiones de bonos soberanos.

### REESTRUCTURACIONES DE DEUDA SOBERANA ANTES DE LA CRISIS: ARGENTINA

De las operaciones de renegociación y reestructuración de deuda soberana en los años anteriores a la crisis financiera internacional que se inicia en 2007, las dos más importantes fueron las de Argentina e Irak<sup>11</sup>. Dejando aparte el caso de Irak por sus excepcionales características, el gran asunto pendiente fue, tras el *default* de 2001-2002, la negociación de la deuda soberana argentina.

Argentina hizo, en 2001, antes de su declaración de *default*, un primer intento de reestructuración (el llamado *megaswap*, en Junio, relativo a unos 30.000 millones de US\$ de bonos, que tuvo efectos perversos porque, de hecho, significó un aumento en el nominal de la deuda) y la llamada *Fase I*, en (Noviembre-Diciembre), un canje de 41.000 millones de bonos de deuda soberana y 9.000 millones de deudas provinciales por préstamos garantizados, por el gobierno federal, obteniendo una reducción en valor neto presente de la deuda afectada (unos 80.000 millones de US\$ de nominal) no superior al 10%.

El segundo intento, el llamado «Canje Global», se anunció en Enero de 2005, tres años después de la declaración de *default*. Las autoridades argentinas presentaron a los acreedores una oferta para el canje de los bonos en *default* por tres nuevos tipos de títulos (a la par con los valores nominales originales, con un descuento y un llamado «quasi-par»), con un descuento implícito en términos de valor neto presente, semejante para las tres opciones, en torno al 75%, una especie de garantía relacionada con el crecimiento del PIB por encima de un umbral previamente

especificado, y con algunas otras cláusulas que intentaban hacer atractivo el canje. No se resolvía, sin embargo, el problema del impacto sobre los aceptantes de las posibles reclamaciones de los bonistas que no lo aceptasen, aunque se trató de ofrecer cierta garantía mediante la aprobación de una ley que impediría a futuros gobiernos argentinos volver a abrir la negociación y ofrecer términos distintos o más favorables.

El canje fue aceptado para algo más del 75% del nominal de principal e intereses en *default*, unos 62.000 millones de US\$, de los cuales, aproximadamente, unos 38.000 millones correspondían a no residentes y el resto, unos 24.000 millones, a residentes en Argentina, logrando una reducción del principal del 56%. El valor nominal total de los nuevos bonos emitidos para el canje fue de 35.200 millones de dólares, de los cuales, 15.000 fueron bonos a la par, 11.900 bonos a descuento y 8.300 bonos «quasi-par».

Posteriormente, en Junio de 2010, Argentina ofreció un nuevo canje a los bonistas que habrían rechazado el de 2005, con condiciones similares a las del «Canje Global». Tras este canje de «reenganche», la tasa de aceptación alcanzó al 92% del valor nominal inicialmente en *default* en 2002, y el importe no canjeado (sumando 2005 y 2010) quedó en unos 8.000 millones de dólares. Esa tasa de aceptación ha permitido a las autoridades argentinas defenderse frente a demandas planteadas ante la Justicia norteamericana con el argumento de que el canje ha sido *fair*, protegiéndose, así, frente a reclamaciones de los titulares del saldo no canjeado.

### 2008-2011: LA CRISIS DE LA DEUDA GRIEGA

Como decíamos al principio de este capítulo, la crisis de deuda griega, que se hace ya imposible de disimular o ignorar a partir de 2008, es una crisis «nueva», no solamente porque haya sido la primera crisis de deuda soberana de un país miembro de la Unión Monetaria, sino porque es la primera que afecta a deuda soberana denominada en la moneda propia del país emisor que,

<sup>11</sup> Además de Argentina e Irak, también hubo operaciones de reestructuración de deuda soberana entre 2000 y 2006 para Pakistán, Moldavia, Uruguay, República Dominicana y Rusia.



sin embargo, ha operado, de hecho, como si se tratase una moneda extranjera: Grecia no puede emitir euros a voluntad y, en general, su influencia sobre la política monetaria del área euro es muy pequeña, por no decir, nula (salvo, naturalmente, por lo que se refiere a la monetización de deuda). El tipo de cambio del euro no ha tenido parte, al menos, directa, en el desencadenamiento del problema; y tampoco se ha tratado de un problema de inflación fuera de control. La crisis de la deuda soberana de Grecia ha sido la culminación de años de grave descontrol fiscal, agravado y facilitado por la burbuja financiera internacional que empieza a formarse a partir de 2002 y estalla en 2008.

A finales de 1999, primer ejercicio completo con la UM en vigor, la deuda pública griega, medida de acuerdo con los criterios del Protocolo de Déficit Excesivo del Tratado de Maastricht, y según las comunicaciones del Gobierno griego a las autoridades de la UE, era del 94% del PIB; a finales de 2010, había alcanzado, siempre según esas comunicaciones, casi el 143% del PIB; para el conjunto de los países de la UM, el aumento de esa proporción entre 1999 y 2010 fue de unos 10 puntos (del 74% al 85% del PIB agregado de los países miembros), es decir, una quinta parte del registrado en Grecia. En Julio de 2011, el FMI estimaba que en el caso de Grecia, la proporción podría alcanzar el 172% del PIB<sup>12</sup> en 2012, bajando hasta el 130% en 2020 en el supuesto de que «las autoridades fueran capaces de implementar sus muy ambiciosos programas fiscales y de privatización»<sup>13</sup>.

Igual que ha ocurrido en otras crisis de deuda soberana, el reconocimiento de lo inevitable de aceptar una «quita» ha sido un proceso difícil y lento, tanto por la comprensible resistencia de

los acreedores, como por la resistencia del deudor a reconocer la catástrofe financiera y asumir sus consecuencias, tanto económicas como políticas. El acuerdo sobre la «quita» de la deuda griega (que alcanzaba un volumen total de 360.000 millones de euros a mediados de 2011) ha pasado, hasta el momento en que esto se escribe (mediados de Noviembre 2011), por dos etapas.

En la primera, acordada en la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno de la UE de 21 de julio, se decidió, en el marco del llamado en inglés *Private Sector Involvement*, «proponer» a los inversores privados, principalmente bancos y otras entidades financieras titulares de deuda pública griega, que aceptasen «voluntariamente» el canje de sus bonos, con el objetivo de lograr una disminución del 21% del valor neto presente (VNP) del total de la deuda, con una aportación (un «sacrificio») total del sector privado, en el período 2012-2020, que se estimaba superior a los 100.000 millones de euros.<sup>14</sup> El carácter «voluntario» de la aceptación de la «quita» por los inversores privados –y sólo ellos, lo que excluía del «sacrificio» a los acreedores oficiales, muy destacadamente, al Banco Central Europeo por sus tenencias de deuda griega aceptada como garantía o colateral de sus préstamos a los diferentes sistemas bancarios nacionales– era decisivo para impedir la declaración por las agencias de calificación de un *event of default*, con todas sus posibles consecuencias, entre las que hay que mencionar que se diese lugar a hacer efectivas las compensaciones o liquidaciones previstas en los *credit default swaps* en vigor sobre esa parte de la deuda pública griega.

El proyecto de canje, publicado por el Institute of International Finance<sup>15</sup> incluía cuatro opciones: dos canjes con bonos a 30 años, a la par de valor nominal y nuevas condiciones de amortización y tipo de interés, y otras dos opciones, con descuentos del valor nominal del 20%, una con

<sup>12</sup> Según la estimación del FMI, a finales de 2011 la total deuda pública griega (definiciones de Maastricht) será de 373.000 millones de euros, de los cuales, 103.000 corresponderán a acreedores oficiales y 270.000, a acreedores privados.

<sup>13</sup> «Greece: Fourth review under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria», IMF Country Reports N.º. 11/175, July 2011, p. 10.

<sup>14</sup> «The July 21, 2011 Support Package for Greece: Key Elements, Likely Impact and benefits of Debt Sustainability», September 22, 2011, Institute of International Finance, Table 1, p. 7.

<sup>15</sup> *Íd.*, pp. 2-5.



bonos, a 30 años y la segunda, a 15 años. La amortización (no los intereses) de los nuevos bonos que se entregarían en el canje estaría garantizada en su totalidad por la cartera de bonos triple A cupón cero, que se comprarían por el gobierno griego con fondos prestados por el European Financial Stability Facility (EFSF), salvo en la última opción (bono a descuento a 15 años) que tendría sólo una garantía parcial. Además de este plan de canje de bonos, el acuerdo incluía una financiación por valor de 41.000 millones de euros para la compra de la cartera de bonos triple A cupón cero de garantía, así como otra financiación de 20.000 millones de euros para que el gobierno griego pudiera llevar a cabo operaciones de compra de sus bonos en el mercado aprovechando sus grandes descuentos (*buy-backs*).

Se plantearon bastantes dudas acerca de cuál iba a ser realmente la rebaja en el valor neto presente del stock de la deuda griega, teniendo en cuenta las opciones de canje propuestas, sus garantías y el total de bonos que los inversores privados fueran a ofrecer para canjear. Obviamente, esa estimación dependía de los tipos de descuento utilizados para convertir a valor presente los flujos de caja, tanto de principal, como de intereses, antes y después de efectuarse el canje. Algunos analistas consideraron que los tipos de descuento usados por el Institute of International Finance en sus cálculos eran demasiado altos, por lo que la reducción en el VNP sería, en realidad, inferior a la que el IIF deducía, teniendo en cuenta, además, el VNP añadido del coste financiero para Grecia de la adquisición y mantenimiento de la cartera de bonos triple A cupón cero que iba a servir de garantía del principal de los bonos entregados en los canjes.

La evolución de la situación económica y política en Grecia a lo largo de agosto, septiembre y octubre hizo ver que una «quita» como la pretendida, en el entorno del 20% del valor neto presente, que se aplicase, en el mejor de los casos, a un 40% del total nominal de la deuda, no rebajaría la proporción deuda/PIB más allá de 10-12 puntos en 2015 en comparación con 2011 antes

de la «quita»<sup>16</sup>; se quedaba corta si se quería mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas del país, abrir un margen para el crecimiento económico y mejorar las expectativas en los mercados. Esto llevó al segundo intento.

El 26-27 de Octubre, los jefes de Estado y de Gobierno de la UE, acordaron un nuevo plan, bastante más ambicioso que el acordado en Julio. El nuevo plan tiene como objetivo conseguir una rebaja del 50% en el valor nominal (esta vez es en el valor *nominal*, no en el VNP) de la deuda que, se esperaba, se sometería «voluntariamente» a la «quita», las tenencias privadas, principalmente de bancos y otros inversores financieros institucionales, en torno a 200.000 millones de euros, con una rebaja nominal de unos 100.000 millones. Esta «quita» conseguiría contener la proporción deuda/PIB en 2020 al entorno del 120%, es decir, una proporción diez puntos por debajo de la estimada por el FMI en la optimista estimación publicada en Julio, elaborada antes de la aprobación del primer acuerdo de «quita»<sup>17</sup>. En el momento de escribir esta nota no se ha precisado si las opciones de canje serán análogas (obviamente, con distintos parámetros) a las diseñadas en Julio, o habrá opciones diferentes, y tampoco se han publicado precisiones sobre posibles *buy-backs* en el mercado por parte de las autoridades griegas.

A falta de detalles, este segundo plan de «quita» y renegociación de la deuda soberana griega, igual que el aprobado en Julio, parece que se seguirá ajustando, en su esquema fundamental, al formato de los planes Brady, aunque con una diferencia importante. En este caso, a la ayuda del FMI se va a unir la de la propia UE, a través del European Financial Stability Facility (EFSF), proporcionando garantías parciales a las nuevas emisiones de bonos que puedan realizar los países en dificultades del área euro –en modalidades e importes que están también por precisar–, o financiando operaciones de *buyback* en el

<sup>16</sup> Íd. Table 1, p. 7.

<sup>17</sup> Estimación de Goldman Sachs, *European Views*, October 27, 2011, p. 2.



mercado o la compra de carteras de garantía de títulos triple A.

## UN COMENTARIO FINAL

La liberalización de movimiento de capitales y la globalización, fenómenos desarrollados en las últimas cuatro décadas, han hecho posible el enorme aumento del endeudamiento internacional de los gobiernos y, con ello, la mayor frecuencia de las crisis de deuda soberana.

Las crisis que se han sucedido, casi sin interrupción, desde comienzos de los años 80 del siglo pasado han dado lugar a diferentes tipos de negociación entre deudores y acreedores y a diferentes instrumentos de acuerdo. En general, la teoría y la práctica de la renegociación y reestructuración de deudas soberanas han pasado de un enfoque de liquidez y de «ganar tiempo», a un enfoque de solvencia, de balance financiero del sector público deudor y de dinámica de deuda. Esto quiere decir que ha pasado a primer plano la evaluación de la sostenibilidad de la deuda (es decir, la sostenibilidad del servicio de un volumen determinado de deuda) compatible con una evolución aceptable de la inversión, el empleo y el mantenimiento del crecimiento económico.

La gestión de los problemas de deuda soberana se ha adaptado, además, a la evolución de los mercados, pero, principalmente, a la creciente importancia de los bonos, reemplazando a los créditos bancarios como principal instru-

mento del endeudamiento soberano, con la toma en consideración de las cláusulas contractuales (*collective action clauses*) que pueden facilitar los acuerdos entre deudores y acreedores e, incluso en ausencia de unanimidad, proteger de reclamaciones legales a los participantes en esos acuerdos tanto acreedores, como deudores, y a unos y otros de la acción de los *free riders* y de los llamados «fondos buitres» que han sido, en ocasiones, difíciles obstáculos en las negociaciones.

Los planes de la UE para resolver el problema de la deuda griega han seguido, en parte, el modelo Brady: canjes de deuda antigua por nueva (con o sin nominales a descuento) y garantías para la amortización de los nuevos bonos con carteras de bonos cupón cero de la máxima calidad, mantenidas por el gobierno griego hasta su vencimiento. También hay similitud en los planes –aunque, hasta ahora, sólo teóricos– de operaciones *buyback*, la compra por las autoridades griegas en el mercado de parte de sus bonos en circulación aprovechando su cotización con muy fuertes descuentos, y en la participación del FMI en el suministro de parte de la financiación requerida.

Donde el tratamiento a la deuda griega se va a apartar del esquema Brady tradicional es en el papel que vaya a darse finalmente al EFSF como garante o colocador de la deuda que puedan emitir algunos países en dificultades, aunque todavía no sabemos en qué medida podrá Grecia beneficiarse de la financiación del EFSF.







## LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA. ASPECTOS JURÍDICOS

**Rosa Rodríguez, *Of-Counsel*.  
Baker & McKenzie, Madrid**

La crisis de deuda soberana que atraviesa Europa vuelve a atraer la atención sobre la situación de los mecanismos jurídicos a disposición de los acreedores para exigir de los deudores soberanos el cumplimiento de sus obligaciones.

Más allá del análisis, económico y político, de las causas, efectos y soluciones de las crisis de deuda, vamos a adoptar aquí el enfoque del inversor, y a examinar las vías jurídicas de las que puede disponer para la recuperación de su inversión. Antes de exponerlas, es necesario subrayar que el inversor perjudicado por la crisis financiera no es el inversor impersonal que a menudo se presenta como único responsable de ella. Detrás de los grandes inversores, de los inversores institucionales, hay millones de modestos ahorradores que les han confiado unos ahorros conseguidos con esfuerzo y sacrificio. El mercado de deuda soberana ha sido además, tradicionalmente, un mercado al que han acudido directamente pequeños inversores, con poco «apetito» por el riesgo, confiando en un Estado<sup>1</sup> que ha sido incapaz de evitar la crisis que soportan, y que puede no ser capaz de honrar sus compromisos.

Desde la perspectiva que adoptamos, la principal característica que distingue la deuda soberana de la deuda privada es la limitación de los mecanismos jurídicos de que disponen los acreedores para lograr que el deudor cumpla su obligación. El deudor soberano aparece protegido, interna e

internacionalmente, por prerrogativas derivadas de su soberanía de las que no goza el deudor privado. Vamos a analizar estos mecanismos en dos fases:

- En primer lugar examinaremos las posibilidades del acreedor de actuar aisladamente, utilizando la vía judicial, y el margen de actuación que le permite la inmunidad de la que gozan los Estados.
- En segundo lugar, expondremos las posibilidades de actuación colectiva de los acreedores, fundamentales al articularse en la actualidad la mayor parte de la deuda pública a través de emisiones de valores. Aunque tenemos que avanzar que no existe un marco jurídico que regule la reestructuración colectiva de la deuda soberana, si bien determinados foros «ad hoc» facilitan la negociación con grupos limitados de acreedores.

Dado que todos los ordenamientos nacionales atribuyen al Estado propio privilegios similares para la protección de su hacienda en su territorio, y que los Estados extranjeros gozan en el territorio de los demás Estados de inmunidades comunes establecidas por el derecho internacional –consuetudinario o convencional–, examinaremos los aspectos indicados sin hacer referencia a jurisdicciones concretas<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Utilizamos el concepto en el sentido de categoría política general.

<sup>2</sup> Sin perjuicio de las referencias a los casos que se citan como ejemplo.



Finalmente, señalaremos las medidas que algunos Estados han incorporado a sus ordenamientos para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones como deudores soberanos. Una de ellas es la «prioridad absoluta de pago» del capital e intereses de la deuda pública de las Administraciones que ha introducido la reciente reforma del artículo 135 de la Constitución española. La importancia de esta medida no se ha destacado suficientemente en el debate político, centrado en otros aspectos de la reforma que afectan de forma más directa al núcleo de la soberanía.

### VÍAS JUDICIALES PARA EXIGIR EL CUMPLIMIENTO AL DEUDOR SOBERANO

El Estado que recurre al crédito como medio de financiación del déficit presupuestario puede hacerlo tomando el capital a préstamo (contratación de un empréstito singular con otro sujeto, normalmente una entidad de crédito) o emitiendo valores (empréstitos generales colocados en el mercado de capitales). En el primer caso nos encontramos ante la clásica relación jurídica bilateral, regida por el correspondiente contrato; en el segundo, ante una relación regida por el régimen establecido en las condiciones de emisión de la deuda, que constituye el «contrato» por el que se rigen las partes. Acreedor y deudor tendrán que atenerse a lo pactado para el cumplimiento de las obligaciones respectivas, en particular en relación con las posibilidades de conversión de la deuda que se pudieran haber previsto (sustitución por otro empréstito con vencimientos o tipos de interés diferentes). En cuanto a la resolución de controversias, las cláusulas de sometimiento jurisdiccional a favor de tribunales extranjeros y, con ciertas limitaciones, de renuncia a invocar la inmunidad soberana y la inembargabilidad de los bienes del Estado deudor, son práctica habitual en el mercado financiero internacional de deuda soberana.

No existen en las legislaciones nacionales de los países con economías avanzadas excepciones que permitan al Estado modificar unilateralmente sus obligaciones contractuales como deudor

soberano, o repudiar su deuda (como «deuda odiosa»). Los principios constitucionales de los Estados protegen el sistema de propiedad privada, que vetaría tales actuaciones. Tampoco serían compatibles con los principios de la Unión Europea, que funda el desarrollo de Europa en una «economía social de mercado altamente competitiva» (art. 3.3 del Tratado de la Unión Europea); con el compromiso asumido por los Estados miembros para actuar «*respetando el principio de una economía de mercado y de libre competencia*» (art. 120 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea –TFUE–); ni con el espíritu de la prohibición de medidas de acceso privilegiado a las entidades financieras por el sector público de los Estados miembros (art. 124 TFUE).

En caso de incumplimiento del deudor soberano los acreedores pueden acudir a la vía judicial, como harían en caso de incumplimiento de un deudor privado. Si se trata de un impago de la deuda interna (supuesto improbable en la actualidad, por sus efectos sobre las entidades financieras nacionales) el acreedor acudirá a los tribunales nacionales, que resolverán aplicando su ley nacional. Los acreedores externos pueden acudir a los tribunales nacionales del deudor soberano o a los tribunales de otro país que tenga «vinculación suficiente» con el litigio, según los foros de competencia internacional que tengan establecidos las distintas jurisdicciones (entre ellos, la voluntad de las partes). Una vez determinada su competencia, el tribunal extranjero, utilizando los «puntos de conexión» fijados en su propio ordenamiento, determinará la ley nacional aplicable al litigio.

Los acreedores que acuden a tribunales extranjeros han chocado tradicionalmente con el principio de inmunidad soberana, que impide que un Estado extranjero sea sometido al poder judicial de otro Estado (el territorial) al estar ambos dotados de independencia y soberanía. La inmunidad soberana presenta dos modalidades que es importante distinguir, no solo conceptualmente sino, sobre todo, por sus efectos prácticos: la inmunidad de jurisdicción, que impide que el Estado extranjero sea demandado o sometido a juicio ante los tribunales de otro Estado; y la



inmunidad de ejecución, que impide que los bienes del Estado extranjero sean objeto de medidas coercitivas en el Estado territorial por aplicación de decisiones judiciales.

Sin embargo, la inmunidad no es un derecho absoluto del Estado como sujeto internacional. En primer lugar, el deudor soberano puede renunciar a ella (como hemos indicado, las cláusulas de sometimiento del Estado deudor a los tribunales de otro Estado son habituales en el mercado internacional de deuda soberana). Además, aunque su alcance varía según las jurisdicciones<sup>3</sup>, la práctica general de los Estados ha evolucionado desde la doctrina de la inmunidad absoluta (según la cual los Estados extranjeros no pueden ser demandados ni sometidos a la jurisdicción de los tribunales de otro país, ni siquiera en asuntos civiles o mercantiles) a la doctrina de la inmunidad restringida (que otorga inmunidad a las actuaciones públicas de los Estados extranjeros –*iure imperii*–, pero la niega cuando el Estado extranjero actúa como podría hacerlo un particular –*iure gestionis*–). Esta concepción restringida, que pretende proteger los intereses de los nacionales que realizan operaciones privadas con Estados extranjeros, nació en los Estados europeos continentales y fue adoptada a partir de los años 50 por los países anglosajones, que hasta la «guerra fría» habían sido firmes defensores de la doctrina de la inmunidad absoluta<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Las tendencias más recientes se recogen en la Convención de las Naciones Unidas sobre inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes (2 de diciembre de 2004) y la Convención europea sobre la inmunidad de los Estados (Basilea, 16 de mayo de 1972). La Convención europea está vigente en Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Holanda, Luxemburgo, Reino Unido y Suiza. Portugal la ha firmado, pero no ratificado.

<sup>4</sup> En Estados Unidos el cambio se inició en 1952 con la carta al Ministro de Justicia del asesor jurídico del Departamento de Estado Jack B. Tate (*Tate letter*) señalando los inconvenientes de la invocación reiterada de inmunidad de Estado ante los tribunales americanos por los países socialistas que negociaban con estadounidenses. En 1976 se aprobó la *Foreign Sovereign Immunities Act (FSIA)*, que permite a los particulares demandar a un Estado extranjero ante los tribunales USA en materia comercial. En la misma línea, Reino Unido aprobó en 1978 la *State Immunity Act (ILM)*, como paso previo para la ratificación de la Convención Europea sobre inmunidad de los Estados de 1972, que sigue también la doctrina de la inmunidad relativa.

Las regulaciones nacionales o convencionales suelen considerar como actuaciones *iure gestionis*, excluidas del ámbito de la inmunidad, las operaciones mercantiles. Según el art. 10 de la Convención de las Naciones Unidas se exceptúan de la inmunidad «*las transacciones mercantiles realizadas por un Estado con una persona natural o jurídica extranjera*»<sup>5</sup>. El problema se presenta a la hora de determinar el carácter mercantil de la transacción, ya que los tribunales de los distintos países no aplican los mismos criterios: unas veces atienden a la naturaleza del acto (si puede o no ser realizado por un particular); y otras a su finalidad pública (que siempre se puede encontrar en una actuación pública, aunque sea de forma remota). La Convención de las Naciones Unidas (art. 2) utiliza un criterio mixto cuando establece que: «*...se atenderá principalmente a la naturaleza del contrato o de la transacción, pero se tendrá en cuenta también su finalidad si así lo acuerdan las partes en el contrato o la transacción o si, en la práctica del Estado que es parte en uno u otra, la finalidad es pertinente para la determinación del carácter no mercantil del contrato o la transacción*». En cualquier caso, en las principales jurisdicciones –y entre ellas Estados Unidos– la jurisprudencia ha considerado la emisión de deuda soberana como una actividad comercial excluida de la inmunidad, con independencia de la finalidad de la emisión y de las causas de la suspensión de pagos origen del litigio.

La inmunidad de jurisdicción se extiende al Estado como tal persona jurídica y a todos sus órganos. Pero la práctica internacional no es clara cuando se trata de determinar la extensión de la inmunidad a entidades territoriales subestatales –los Estados miembros de una federación, regiones, etc.– y a otras entidades instrumentales con personalidad jurídica separada –Bancos Centrales, agencias, empresas públicas...–. En el caso de entidades territoriales, se suele atender a la estructura constitucional del Estado para

<sup>5</sup> Esta excepción no se aplica «a las transacciones mercantiles entre Estados o si las partes han pactado expresamente otra cosa».



determinar si la entidad subestatal tiene poder político propio, y a la naturaleza pública o privada del acto que se ataca. En el caso de entidades institucionales las causas invocadas para rechazar la inmunidad han sido la personalidad jurídica distinta de la del Estado, y el carácter mercantil de las actividades de la entidad. La Convención de Naciones Unidas de 2004 (art. 2) extiende la inmunidad de jurisdicción del Estado a sus entidades territoriales e institucionales, aunque de forma limitada «en la medida en que estén facultadas para realizar y realicen efectivamente actos en ejercicio de la autoridad soberana del Estado». En Estados Unidos, la FSIA define un ámbito de inmunidad del Estado amplio, que incluye a las entidades territoriales, agencias y entidades instrumentales de Estados extranjeros.

Tras este rápido análisis podemos concluir que, aún con las matizaciones expuestas, la inmunidad de jurisdicción no representa en la actualidad una barrera infranqueable para exigir el cumplimiento de los deudores soberanos ante tribunales extranjeros, bien por la posibilidad de renuncia a ella (*waiivers*), o bien por la consideración por el derecho internacional público de las emisiones de deuda como actividades mercantiles del Estado no cubiertas por la inmunidad. En consecuencia los acreedores del deudor soberano pueden lograr el reconocimiento de su crédito por un tribunal de otro Estado, que ha de decidir en derecho, y por tanto ateniéndose a los términos del contrato.

Las decisiones en derecho benefician a los acreedores que compran deuda soberana en el mercado secundario con grandes descuentos, para litigar y obtener un reembolso superior al que consigue recuperar la mayoría («*creditors litigating*»). Aunque, ocasionalmente, los tribunales han tenido en cuenta que, aplicando criterios de equidad, este tipo de acreedores (*free-riders*) no debería malograr o quedar al margen de los acuerdos de reestructuración de deuda soberana acordados por la mayoría<sup>6</sup>, en caso de conflicto

<sup>6</sup> En la reestructuración de la deuda argentina los tribunales de Nueva York rechazaron el embargo cautelar de

deciden en función de los términos del contrato, que no establecen diferencias entre los suscriptores de deuda y quienes la adquieren en los mercados secundarios, y por tanto reconocen los mismos derechos a todos los acreedores<sup>7</sup>.

Pero el mayor problema de los acreedores de un deudor soberano que deciden acudir a la vía del litigio no es lograr que el tribunal reconozca su derecho (inmunidad de jurisdicción), sino la ejecución de ese fallo (inmunidad de ejecución). Como hemos indicado, la inmunidad de ejecución impide que los bienes de un Estado extranjero situados en territorio de otro Estado queden sujetos a medidas coercitivas (embargos, realizaciones...) ejecutadas por los órganos de éste. La práctica internacional distingue claramente entre ambos tipos de inmunidad<sup>8</sup>, y la distinción es importante, porque implica que aunque un Estado haya renunciado a la inmunidad de jurisdicción, puede alegar inmunidad cuando se pretenda la ejecución de un fallo favorable.

La ejecución de sentencias contra el deudor soberano tropieza, para empezar, con las limitadas posibilidades de que un tribunal extranjero adopte medidas cautelares contra los bienes del deudor situados en su territorio (o solicite su adopción a un tribunal de otro Estado en cuyo territorio se localizan activos del deudor soberano, si existen convenciones que lo permitan). Aunque la situación difiere según las jurisdicciones, la Convención de las Naciones Unidas (art. 18), que se alinea con las tendencias mayoritarias, sólo permite adoptar medidas con anteriori-

---

parte de los bonos entregados al Banco de Nueva York por los bonistas que habían aceptado el canje, porque ponía en riesgo una reestructuración que era de importancia crítica para la salud financiera de una nación. No obstante, hay que tener en cuenta que en Estados Unidos el principio «*International Comity*» otorga a los tribunales una mayor discrecionalidad en esta materia, y por tanto el Gobierno tiene también mayor capacidad de influir en este tipo de litigios.

<sup>7</sup> La victoria más famosa de este tipo de acreedores fue la de *Elliot Associates v. Banco de la Nación* (Perú). El gobierno peruano tuvo que pagar a los demandantes para evitar que Euroclear, cumpliendo la orden de un tribunal belga, en ejecución de una sentencia favorable de un tribunal americano, suspendiera los pagos de intereses de los bonos Brady.

<sup>8</sup> La Convención Europea de 1972 y la Convención de Naciones Unidas de 2004 las regula de forma separada.



dad al fallo «cuando el Estado haya consentido expresamente o haya asignado o destinado bienes a la satisfacción de la demanda objeto del proceso».

El problema central radica, sin embargo, en la limitación de los bienes del deudor soberano que pueden ser objeto de ejecución ya que, como consecuencia del principio de inmunidad, son inembargables los activos destinados al ejercicio de funciones públicas, cualquiera que sea la función a la que se destinen y la naturaleza de los activos –aunque se trate bienes fungibles, y en particular de efectivo en cuentas–. Los acreedores han intentado con cierta frecuencia embargar los activos de los Bancos Centrales situados fuera del territorio del deudor soberano, aunque con poco éxito. En ocasiones la inembargabilidad se ha fundado en que, al ser el Banco Central un ente distinto del Estado, los activos de Banco no responden de la deuda emitida por el Estado; pero incluso cuando el Banco Central ha sido el emisor de la deuda, las reservas y los activos necesarios para el ejercicio de sus funciones como banco central se han considerado inembargables, como activos típicamente destinados al ejercicio de funciones públicas<sup>9</sup>.

Son también inembargables los activos del deudor soberano protegidos por estatutos internacionales de inmunidad, sin perjuicio de la que además pueda atribuirseles por estar destinados al ejercicio de funciones públicas. Un ejemplo típico lo encontramos en los activos depositados por los Bancos Centrales en el Banco de Pagos Internacionales; pero también cabe incluir en esta categoría los que pueden corresponder a los Estados en organizaciones internacionales con estatuto de inmunidad (Unión Europea, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial...). Un régimen similar, según la doctrina, corresponde a los bienes que un Estado debe entregar al deudor soberano en cumplimiento de una obligación de derecho internacional. Sin embargo, la sen-

tencia 18/1997, de 10 de febrero, del Tribunal Constitucional (TC) español, parece poner la satisfacción de los derechos de los ciudadanos españoles por encima del cumplimiento de obligaciones internacionales por el Estado. Según el TC, en procedimientos de ejecución de sentencias contra Estados extranjeros, *si no existen bienes extranjeros susceptibles de embargo, los tribunales deberían esforzarse en la localización de créditos, ayudas o subvenciones de las que pudiera beneficiarse el Estado extranjero*. Ante la negativa de la Administración de acceder al embargo de las ayudas y subvenciones, por entender que la aceptación de dicha orden supondría el que España incurriera en responsabilidad internacional, el TC consideró que *el órgano judicial debió reiterar hasta obtener respuesta y bajo el apercibimiento correspondiente, la orden referida, pues el cumplimiento de las sentencias y demás resoluciones firmes de los Jueces y Tribunales es obligatorio, así como prestar la colaboración requerida por éstos en el curso del proceso y en la ejecución de lo resuelto*. La misma sentencia, además, parece abrir la puerta a la responsabilidad patrimonial de la Administración en caso de falta de diligencia en la localización de bienes ejecutables del Estado extranjero (art. 106 CE) al señalar que cuando el deudor es «...un Estado extranjero no puede presumirse su insolvencia y, sobre todo, que en estos supuestos, cuando surgen dificultades en la ejecución de las resoluciones judiciales cobra vital importancia la colaboración de los poderes públicos del Estado del foro y, en especial, de su Ministerio de Asuntos Exteriores. Por ello, el órgano judicial debe recabar sin desmayo esta colaboración cuya negativa puede producir el nacimiento de las pertinentes responsabilidades».

Un último problema nace de las limitaciones que encuentra el tribunal del Estado extranjero que dicta la sentencia para solicitar del tribunal de otro Estado medidas de ejecución sobre activos que estén en el territorio de este último. Para ello es preciso acudir a las convenciones bilaterales, dado que las posibilidades que ofrecen los convenios multilaterales son reducidas. La Convención Europea de 1972, por ejemplo, adopta una posición restrictiva en relación con la ejecución de sentencias de un Estado parte en el territorio de otro Estado, aunque crea un Tribunal

<sup>9</sup> Las demandas de embargo de las reservas del Banco central de Argentina en Nueva York fueron rechazadas (por el Tribunal Supremo de Estados Unidos en 2007 en apelación). Sin embargo el régimen no es uniforme en los Estados europeos.



europeo en materia de inmunidad de los Estados, abierto a los particulares, para resolver los casos en los que un Estado parte rechace la ejecución de una sentencia dictada por los tribunales de otro Estado parte.

Tras lo expuesto tenemos que añadir que han sido muy limitados los casos en que los acreedores de deudores soberanos que han conseguido un fallo favorable han logrado, por la vía de ejecución de la sentencia, mejores resultados que los acreedores que han aceptado un acuerdo colectivo de reestructuración. Cuando lo han conseguido ha sido porque la ejecución amenazaba bienes o procesos (como los de reestructuración de deuda) que eran claves para el deudor soberano, que ha optado por pagar para evitar un mal mayor<sup>10</sup>. Pero no es esperable que situaciones circunstanciales y aisladas se reproduzcan con generalidad, sobre todo si tenemos en cuenta que las legislaciones de los Estados se han adaptado para evitar que los litigios de los acreedores comprometan los procesos de reestructuración –por ejemplo, «blindando» el sistema de pagos internacionales–, como muestra el escaso éxito de la ejecución de las múltiples sentencias favorables que obtuvieron los tenedores de deuda argentina en los tribunales estadounidenses.

Como conclusión de este apartado podemos decir que, en la práctica, los acreedores que acuden a la vía judicial no obtienen mejores resultados que los que han llegado a un acuerdo de reestructuración con el deudor soberano.

## ACUERDOS DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA

Aunque muchos de los mecanismos utilizados para resolver los *default* de deudores privados –la liquidación de la compañía deudora o la ejecución de todos sus activos– no son aplicables a los Estados, los acuerdos colectivos con los acreedo-

res sí son, en ambos casos, la pieza clave de la solución del problema. Los acreedores del deudor soberano, como los de un deudor privado, buscan soluciones colectivas para conseguir prevenir el *default*, o para resolver un *default* que ya se ha producido. En el caso de deudores privados, los ordenamientos jurídicos establecen mecanismos «ex ante» –refinanciaciones– para procurar que empresas viables puedan superar dificultades económicas transitorias; o «ex post» –jurisdiccionales o similares– para garantizar un proceso ordenado y un tratamiento equitativo de los acreedores, imponiendo la decisión de la mayoría y bloqueando la actuación de los «*free riders*».

Sin embargo los acuerdos colectivos son mucho más complejos en el caso de deudores soberanos, que en el caso de deudores privados, por múltiples causas: la mayor variedad de acreedores –otros Estados, Organismos internacionales, entidades financieras, inversores institucionales, particulares...–; el gran número de inversores afectados –al instrumentarse la deuda pública a través de emisiones de valores–; la frecuente imposibilidad de dar el mismo tratamiento a todos los acreedores –la deuda interna no puede ser tratada de la misma forma que la externa, por sus efectos sobre los bancos nacionales y por sus efectos políticos internos–; el papel que juegan las organizaciones internacionales –Fondo Monetario Internacional, Unión Europea...–; y la diversidad de factores políticos que pueden incidir en cada caso.

Quizá por ello, pese a ser generalmente aceptadas las ventajas de una reestructuración ordenada frente a una suspensión de pagos, y evidente que la solución de una crisis de deuda exige acuerdos colectivos con los acreedores, hasta ahora no se ha logrado establecer un mecanismo uniforme de representación de los acreedores, ni un mecanismo de negociación estructurada de la deuda soberana. En el año 2003 el FMI propuso la creación de un régimen estatutario para la resolución de las crisis de deuda soberana (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) que proporcionaba un marco jurídico universal a través del cual una mayoría reforzada de acreedores de un

<sup>10</sup> Además del caso citado en la nota 5, en el caso *Elliot Associated v. Republic of Panama* el demandante obtuvo órdenes de embargo de activos en proceso de privatización o que interferían en emisiones de bonos.



país podría aprobar un acuerdo de reestructuración vinculante para todas las partes. La propuesta no prosperó, pero la iniciativa permitió que se generalizara el uso de otro mecanismo menos ambicioso, también incluido en la propuesta: la incorporación en las emisiones de «cláusulas de acción colectiva», cláusulas generales de reestructuración que limitan la capacidad legal de los acreedores disidentes para bloquear el acuerdo de reestructuración de una emisión individual de bonos cuando cuenta con un amplio respaldo.

No obstante la inexistencia de un mecanismo general, existen foros específicos para la renegociación de la deuda soberana con acreedores oficiales bilaterales (el Club de París) y con bancos comerciales (el Club de Londres). El Club de París proporciona un marco para la reestructuración de la deuda del sector público de los países en vías de desarrollo y emergentes. Se trata de un foro informal<sup>11</sup> que funciona por consenso, bajo un conjunto de principios generales establecidos por los acreedores. Entre ellos se encuentran la condicionalidad –que se traduce en que el deudor soberano ha de contar con un programa del FMI– y la comparabilidad de trato –que obliga al deudor que firma un acuerdo con el Club a no conceder mejores condiciones a sus demás acreedores<sup>12</sup>–.

El Club de Londres es el foro informal para la negociación de la deuda soberana con bancos comerciales, a través de acuerdos voluntarios entre los representantes de éstos y los representantes de cada deudor soberano en un *Bank Advisory Committee* (BAC). Tuvo gran importancia en la crisis de los años 80, cuando la mayor parte de la deuda de los países emergentes se articulaba a través de préstamos bancarios sindicados, pero

<sup>11</sup> Los resultados de la negociación se traducen en una recomendación política a los gobiernos de los acreedores y del deudor para suscribir acuerdos bilaterales, jurídicamente obligatorios, en los términos indicados en el acuerdo.

<sup>12</sup> La comparabilidad de trato condiciona fuertemente la estrategia de la reestructuración. Dado que solo se aplica desde que el Club de París inicia la reestructuración, los deudores pueden preferir posponer estos acuerdos para tener la posibilidad de discriminar entre acreedores y tipos de deuda.

su actividad decayó tras el Plan Brady, porque la deuda soberana se articuló desde entonces a través de emisiones de valores, y los acreedores pasaron a ser heterogéneos<sup>13</sup>. En la actual crisis de la deuda griega el Instituto Internacional de Finanzas (IFF), asociación mundial de instituciones financieras (bancos comerciales, de inversión, aseguradoras y empresas de servicios de inversión), ha servido como foro de negociación de la oferta realizada por el sector privado para contribuir voluntariamente a la reestructuración, junto con el FMI y la UE –contribución que el Consejo de la Unión Europea calificó como excepcional y única en sus acuerdos del pasado 21 de julio–.

El panorama se complica aún más si tenemos en cuenta la intervención de otros actores en las reestructuraciones de deuda soberana –como el FMI o la UE– que juegan distintos papeles, no exentos de conflicto. Por una parte, evalúan la capacidad financiera del deudor soberano y prestan fondos que hacen viable la reestructuración –condicionados a la puesta en práctica de un programa de reformas cuyo cumplimiento también controlan–. Pero, al mismo tiempo, son unos de los mayores acreedores del deudor soberano y, en el caso de la UE, socios económicos y políticos.

Las interacciones derivadas de este complejo esquema se aprecian en otros capítulos de este trabajo, a los que nos remitimos. Aquí nos limitamos a señalar que, pese a ello, la experiencia de las crisis de los 80 y los 90 nos muestra que ha permitido que los deudores soberanos den tratamientos diferentes a los distintos tipos de acreedores –en particular a los domésticos–; que los conflictos entre los distintos foros de negociación –en particular entre el Club de París y el Club de Londres, por razones de comparabilidad de trato– han sido frecuentes, pero no insalvables; y que las cláusulas de acción colectiva han permitido conseguir acuerdos de reestructuración con amplios márgenes de aceptación, que han blo-

<sup>13</sup> En la reestructuración de la deuda de Rusia se creó la «London Portfolio Managers Association» para representar a los inversores institucionales y coordinarse con el BAC.



quedo la litigiosidad que amenaza estos procesos –aunque hay que reconocer la necesidad de mejorar los mecanismos que permitan la participación informada de los tenedores de títulos–.

## CONCLUSIÓN

Los medios jurídicos a disposición del acreedor del deudor soberano son más inciertos y frágiles que los que puede utilizar frente al deudor privado. Sin embargo, pese a las limitadas posibilidades de actuación del acreedor por vía judicial, y a su menor capacidad de influencia en los procesos de reestructuración de deuda pública, la realidad nos muestra que los deudores soberanos intentan cumplir con sus acreedores y los inversores siguen adquiriendo deuda soberana. Existe una abundante literatura económica que ofrece variadas explicaciones para estos dos fenómenos, a la que nos remitimos.

Desde nuestra perspectiva jurídica podemos apuntar que quizá la razón está en lo que diferencia al deudor soberano del deudor privado: los Estados son entes políticos que perviven, porque encarnan la soberanía de un pueblo. Tienen que garantizar a sus ciudadanos la viabilidad del modelo social que han convenido, y para ello necesitan el esfuerzo de las generacio-

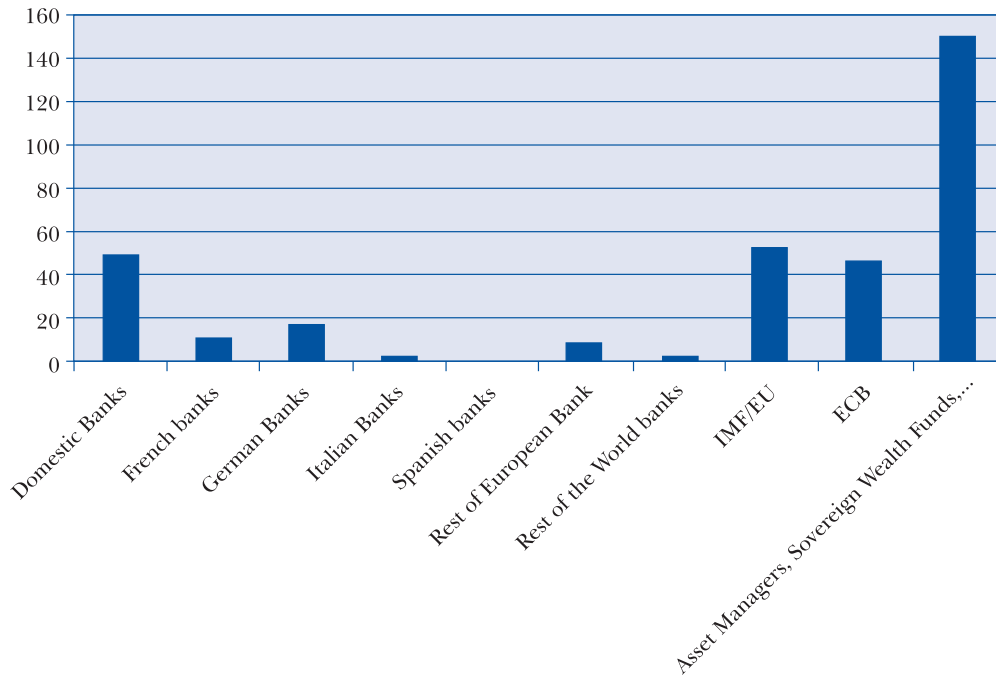
nes actuales y de las futuras, que anticipan los mercados de capitales. Y tienen que ofrecer a quienes están dispuestos a anticipar ese esfuerzo una gestión económica que garantice la viabilidad del modelo de convivencia. Este es el sentido en el que hay que entender las reformas constitucionales aprobadas en algunos países limitando déficits y endeudamientos, como la del artículo 135 de nuestra Constitución. Y es también el sentido que ha de regir su desarrollo y aplicación, aunque las limitaciones instrumentales de las competencias del Estado ofrezcan siempre luces y sombras.

No obstante, como decíamos al principio, el artículo 135 de nuestra Constitución ha introducido un «plus» de compromiso, al dar prioridad absoluta al servicio de deuda cuando establece: *«Los créditos para satisfacer los intereses y el capital de la deuda pública de las Administraciones se entenderán siempre incluidos en el estado de gastos de sus presupuestos y su pago gozará de prioridad absoluta»*. Aunque la prioridad de pago se califica de «absoluta» será necesario interpretar que, en cuanto instrumento y no principio, no puede primar sobre otros derechos fundamentales reconocidos constitucionalmente. Pese a ello, supone una garantía adicional con la que no cuentan los países de nuestro entorno.



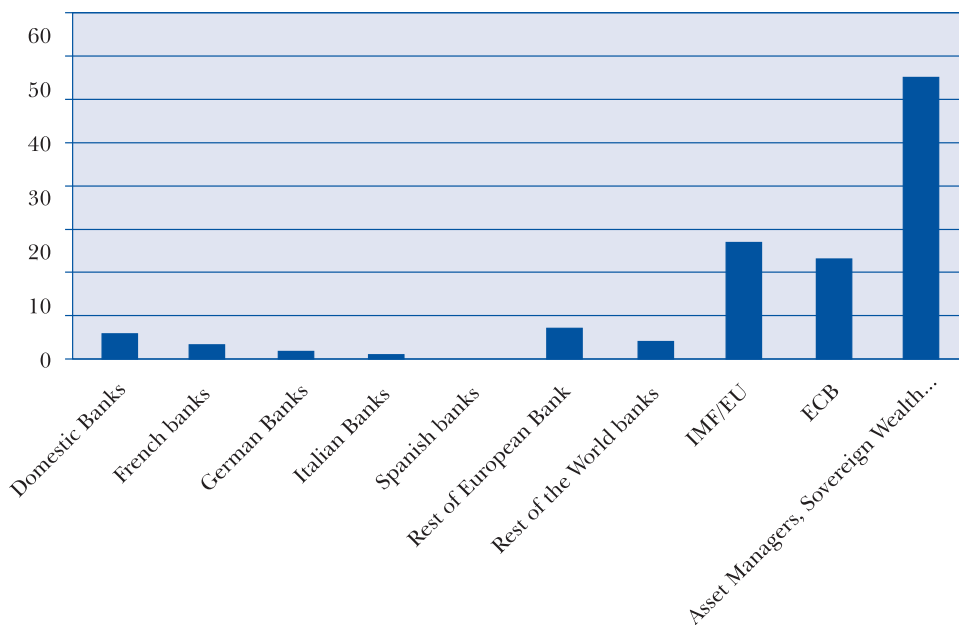


**GRÁFICO 1. GREECE DEBT HOLDERS**



Source: Wall Street Journal. (12.3.2011).

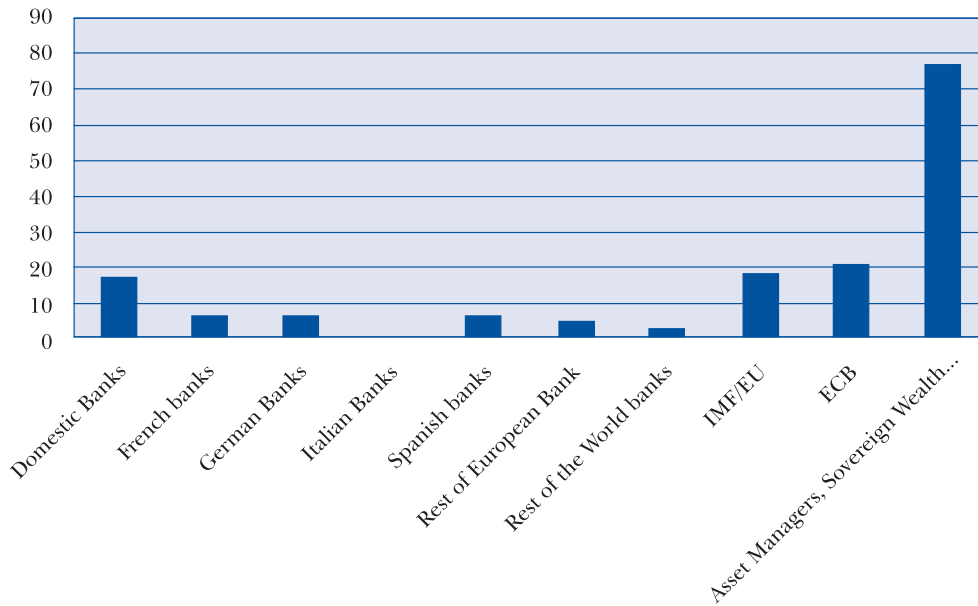
**GRÁFICO 2. IRELAND DEBT HOLDERS**



Source: Wall Street Journal. (12.3.2011).



**GRÁFICO 3. PORTUGAL DEBT HOLDERS**



Source: Wall Street Journal. (12.3.2011).



# LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EUROPEA, UN TRÁGICO ERROR. SOLUCIONES ALTERNATIVAS

Angel Ubide<sup>1</sup>

## RESUMEN EJECUTIVO

La zona euro sufre una crisis sistémica. El futuro del euro está en juego. La tímida y confusa actitud de las autoridades europeas, la decisión de involucrar al sector privado en la financiación del paquete de ayuda a Grecia, y la ausencia de un respaldo monetario creíble, han creado una duda fundamental sobre la voluntad y la capacidad de los gobiernos europeos de pagar sus deudas, y por tanto del carácter de activo sin riesgo de los bonos soberanos europeos. Esta duda fundamental ha puesto a su vez en cuestión la viabilidad y el futuro del euro en un contexto donde los desequilibrios reales de la zona euro requieren una financiación estable de los países con superávit a los países con déficit. La solución pasa por una nueva estrategia convincente de comunicación que deje bien claro que ningún país va a salir del euro y ningún otro país involucrará al sector privado en la resolución de sus desequilibrios fiscales; una gestión decisiva de la crisis inmediata para contener el frenazo repentino de liquidez que están sufriendo muchos países europeos; y un reforzamiento de la gobernanza fiscal de la zona euro, con la creación de un Consejo de Política Fiscal con derecho de veto sobre los presupuestos de los países que estén bajo un proceso de déficit excesivo. Esto permitirá la generación de un nuevo proceso de convergencia que culmine con la emisión de eurobonos, condición necesaria para la viabilidad futura del euro.

## INTRODUCCIÓN. BONOS CONVERTIDOS EN CRÉDITO

La crisis de la deuda soberana europea entra en su tercer año con un panorama cada vez más incierto. Los inversores y ahorradores han perdido la confianza tanto en la capacidad como en la voluntad de las autoridades europeas de gestionar la crisis y como consecuencia las primas de riesgo se han elevado rápidamente y las probabilidades implícitas de suspensión de pagos (*default*) son muy altas. En estos momentos, tomando como base los precios de los CDS (*Credit Default Swaps*) a cinco años de la deuda soberana, los mercados consideran a España como el decimo país del mundo más arriesgado para invertir –por encima de Egipto, Vietnam, Líbano, Rumania, o Islandia–. El mensaje está muy claro: en las circunstancias actuales, los mercados no están dispuestos a invertir en activos españoles (ver Tabla 1).

---

<sup>1</sup> Tudor Investment Corp y Peterson Institute for International Economics. Agradezco los comentarios de muchos compañeros y colegas en múltiples instituciones, entre ellos Daniel Gros, y sobre todo la sabiduría colectiva de la «Tertulia del Tonic». Todos los errores son míos. Las opiniones expresadas aquí son personales del autor y no representan, de ninguna manera, las de las instituciones a las que está afiliado.



TABLA 1. EL RIESGO SOBERANO

	CDS a 5 años		CDS a 5 años
Grecia	2654	Egipto	410
Venezuela	1152	Vietnam	400
Portugal	1050	Líbano	396
Argentina	860	Rumanía	335
Irlanda	836	Bulgaria	298
Ucrania	562	Bélgica	284
Italia	450	Islandia	277
Hungría	439	Lituania	261
Croacia	430	Turquía	244
Dubai	421	Polonia	232
España	417	Rusia	222

Fuente: Bloomberg. Datos a fecha 15 de septiembre de 2011.

Puede parecer increíble que un país como España, con un nivel de deuda pública por debajo del 70 por ciento, goce de tan escasa confianza en los mercados. La razón es sencilla: el debate europeo sobre la resolución del problema griego, con su atronadora cacofonía, su insistencia en la participación del sector privado y la reestructuración de la deuda, y las ambigüedades sobre la posición del BCE como garante último de la estabilidad de los mercados de deuda soberana, ha convertido los mercados de deuda soberana europeos en mercados de crédito. Esta distinción es fundamental: cuando los mercados de deuda soberana operan como mercados de bonos –donde el precio de los bonos es una función del crecimiento nominal a largo plazo de la economía– los gobiernos son capaces de aplicar políticas contra-cíclicas y expandir el déficit durante periodos de recesión para suavizar el impacto de la desaceleración económica. Sin embargo, cuando los mercados de deuda soberana pasan a operar como mercados de crédito –donde el precio de los bonos es una función de la probabilidad de default– las políticas contra-cíclicas en caso de recesión ya no son posibles y, en el peor de los casos como el actual, la política fiscal se vuelve pro-cíclica y acelera la recesión. Con este escena-

rio, el impacto de la política fiscal se vuelve unidireccional: tanto la expansión como el ajuste fiscal generan un aumento de los tipos de interés a largo plazo por su impacto sobre el ratio de deuda sobre PIB, ya que la expansión deteriora el numerador (el volumen de deuda) y el ajuste deteriora el denominador (el crecimiento). En este contexto la situación puede ser ingobernable y solo el respaldo de la autoridad monetaria lo puede controlar.

Hay dos consecuencias adicionales. Por un lado, la conversión de los bonos en crédito implica la transición hacia un mundo de dominación fiscal, donde la acción de los bancos centrales está totalmente condicionada por la actuación de las autoridades fiscales. Por otro lado, el deterioro de la estatura geopolítica de la zona euro –como bien entendió Alexander Hamilton–, la capacidad de endeudarse rápidamente y a bajo coste es una baza estratégica fundamental.

En estas situaciones, los mercados sobreaccionan. La experiencia de los mercados emergentes es ilustrativa: de todos los casos donde los CDSs han aumentado por encima de los mil puntos, solo el 20 por ciento han terminado en reestructuraciones de deuda. Es decir,



los mercados han predicho 10 de cada 2 reestructuraciones. Esta sobre-reacción hay que tenerla muy en cuenta, por muy irracional que parezca, ya que se puede retroalimentar y llevar a la economía a un equilibrio muy negativo. Por desgracia, las autoridades europeas no han entendido que a esta sobrerreacción de los mercados hay que reaccionar con una sobrerreacción de política económica.

Esta es la terrible situación que ha generado la insistencia europea de involucrar al sector privado en la resolución del problema de la deuda griega, sobre todo sin haber antes diseñado un sistema de seguro a nivel europeo que protegiera al resto de los países. La evolución de la prima de riesgo española –el diferencial de tipos de interés a 10 años con respecto a Alemania– muestra esto de manera clara: el acelerón inicial no se produjo

cuando se empezaron a conocer las sorpresas sobre la situación fiscal griega, a finales del 2009, sino cuando se creó el EFSF (*European Financial Stability Mechanism*) en Mayo del 2010. El larguísimo y cacofónico debate sobre la involucración del FMI contribuyó enormemente a erosionar la credibilidad de la capacidad de las autoridades europeas de gestionar la crisis.

Los mercados se dieron cuenta de que las autoridades europeas no estaban dispuestas a adoptar las medidas necesarias para garantizar la estabilidad de la zona euro. El EFSF se creó con muchas restricciones y con un tamaño insuficiente, y los mercados decidieron que no ofrecía suficientes garantías para España. La zona euro no aplicó la doctrina de Colin Powell de la «fuerza abrumadora», y la prima de riesgo española se disparó a continuación.

### PRIMA DE RIESGO





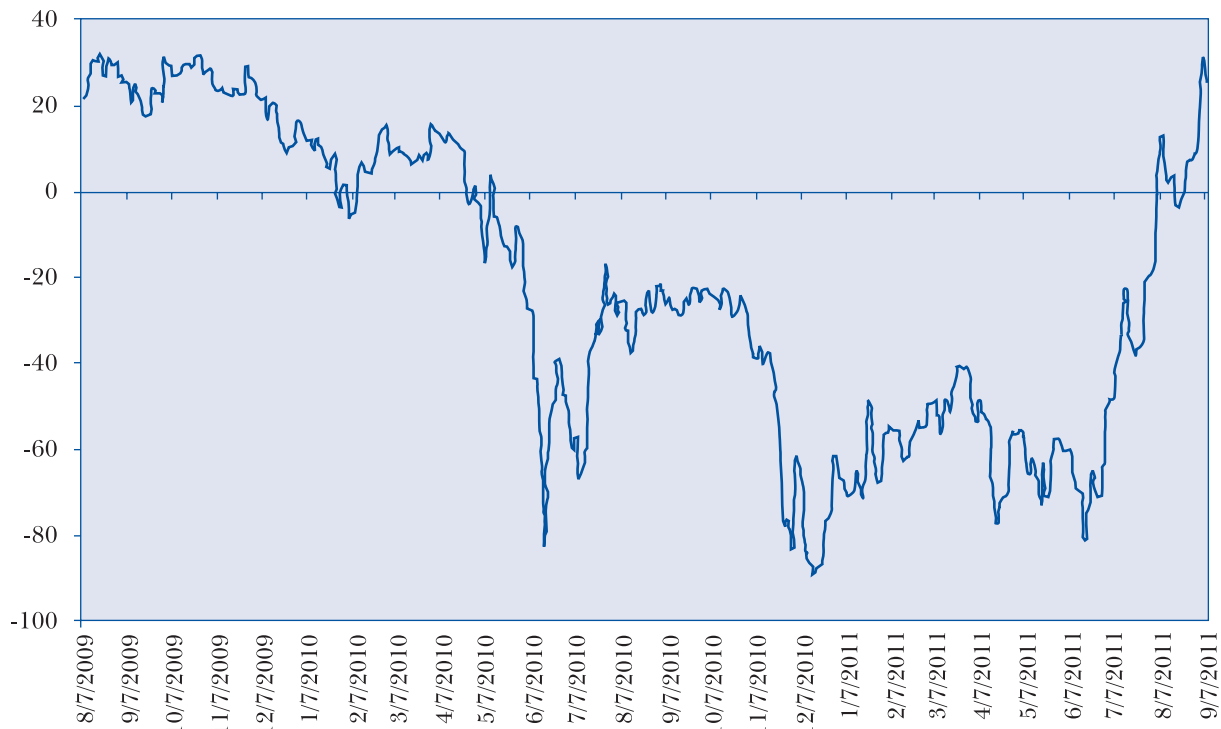
Las medidas adoptadas por el gobierno español, los resultados de los tests de estrés, y la expansión monetaria de la Reserva Federal americana contribuyeron a estabilizar la prima de riesgo. En Octubre del 2010, el comunicado de Deauville de Angela Merkel y Nicolas Sarkozy –donde pusieron como condición para futuros rescates la participación del sector privado– generó una nueva acumulación de dudas sobre la voluntad de los países europeos de pagar sus deudas. Tras calmarse de nuevo, el debate sobre la reestructuración de la deuda griega en Abril del 2011, que culminó con la decisión sobre el canje voluntario de la deuda griega, relanzó las dudas. La cumbre del pasado Junio, donde se aprobaron los cambios del EFSE, no sirvió mas que para acrecentar el pánico, ya que no se aumentó la capacidad del EFSE, y por tanto seguía sin ofrecer un mecanismo de seguro para un país grande como España. Nótese que durante este periodo España adoptó un abanico de

medidas que, aunque mejorables, iban todas en la dirección correcta. Sin embargo, los mercados las ignoraron, ya que la crisis había adquirido ya una dimensión europea.

El colapso final se produjo cuando las dudas se trasladaron a Italia. Italia había permanecido hasta junio a la sombra de España. Con un nivel de deuda elevado pero con un déficit muy manejable, los mercados habían otorgado a Italia el beneficio de la duda y los tipos de interés españoles se habían mantenido por encima de los italianos. Pero, como muestra la figura, este proceso se invirtió de manera drástica a partir de finales de junio. El desencadenante puede haber sido la rebaja de la calificación de la deuda italiana, y la decepcionante respuesta del gobierno italiano.

Pero, de manera más amplia, la reacción de los mercados reflejó una incertidumbre cada vez mayor con respecto al futuro del euro. Hay varios factores que merecen consideración:

### ITALIA-ESPAÑA DIFERENCIAL A 10 AÑOS



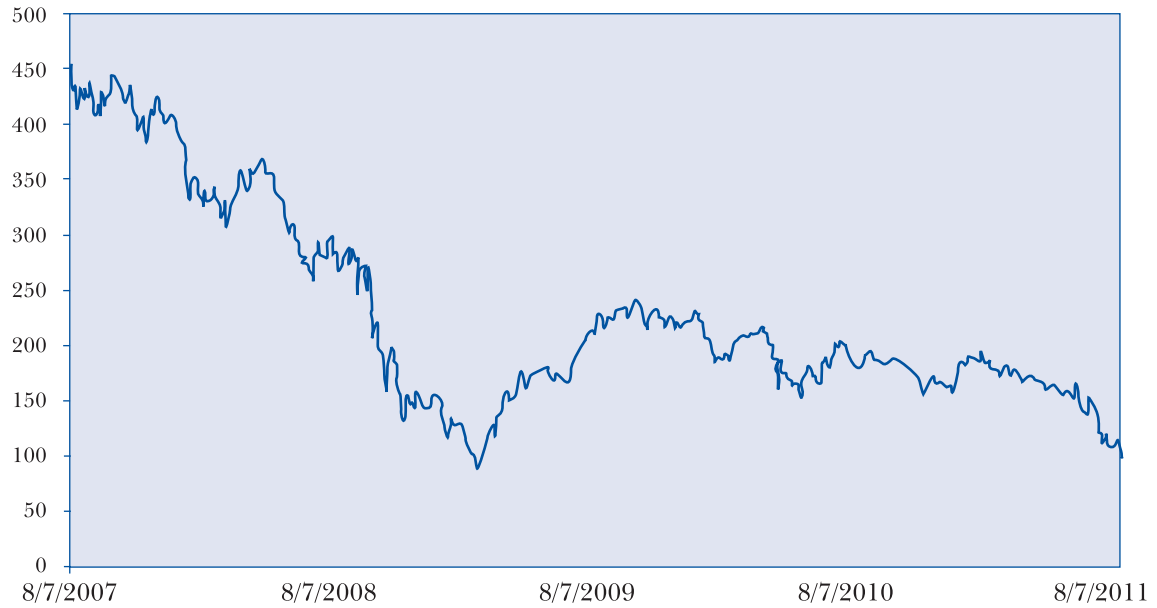


1. La decisión de las autoridades europeas de hacer todo lo posible para que no se ejecuten los contratos CDS a raíz de la operación de canje de la deuda griega implica que aquellos inversores que quieran asegurar sus carteras contra el riesgo de default en Europa se ven privados de un instrumento eficaz. El resultado probable es una reducción del volumen de inversión en activos europeos.
2. La decisión de las autoridades europeas de prohibir las ventas a descubierto (*short selling*) implica una rápida reducción de la liquidez en los mercados afectados, ya que se elimina una modalidad de cobertura muy importante. El resultado probable, de nuevo, es una reducción del volumen de inversión en activos europeos.
3. Ante las dudas sobre la solvencia de los países europeos, los inversores se dan cuenta de que la gran mayoría de los activos emitidos en los países europeos están emitidos de acuerdo a la legislación nacional, y no de acuerdo a la legislación internacional, como es el caso en muchos países emergentes. Eso implica que existe un alto riesgo de que, en caso de crisis aguda, un país cambie rápidamente la legislación y así implemente una quita. El resultado probable, teniendo en cuenta la reducción de instrumentos de cobertura mencionados anteriormente, es una reducción del volumen de inversión en activos europeos.
4. La decisión del Tribunal Constitucional alemán con respecto a la legalidad del paquete de rescate griego fue positiva, pero generó un ambiente de elevada incertidumbre respecto a la capacidad de las autoridades europeas de emitir eurobonos en un futuro próximo. De hecho, las evaluaciones más pesimistas de la sentencia indicaron que la emisión de eurobonos requeriría una reforma constitucional en Alemania y posiblemente una reforma también de los Tratados europeos. En un contexto en el cual los eurobonos se ven cada vez más un componente necesario de la resolución de la crisis, el resultado probable, de nuevo, es una reducción del volumen de inversión en activos europeos.
5. Finalmente, los comentarios provenientes de Alemania sugiriendo la posibilidad tanto de una expulsión de Grecia del euro como de una salida alemana del euro elevaron de manera extrema la incertidumbre sobre una ruptura del euro. Esta incertidumbre no solo genera aversión al riesgo, sino que ante la ausencia de un marco legal para la salida de un país del euro y la falta de un buen precedente histórico que pueda ilustrar el camino a seguir, se convierte en incertidumbre *knightsiana*, donde los riesgos son imposibles de definir. Ante tal escenario, lo más probable es una reducción del volumen de inversión en activos europeos.

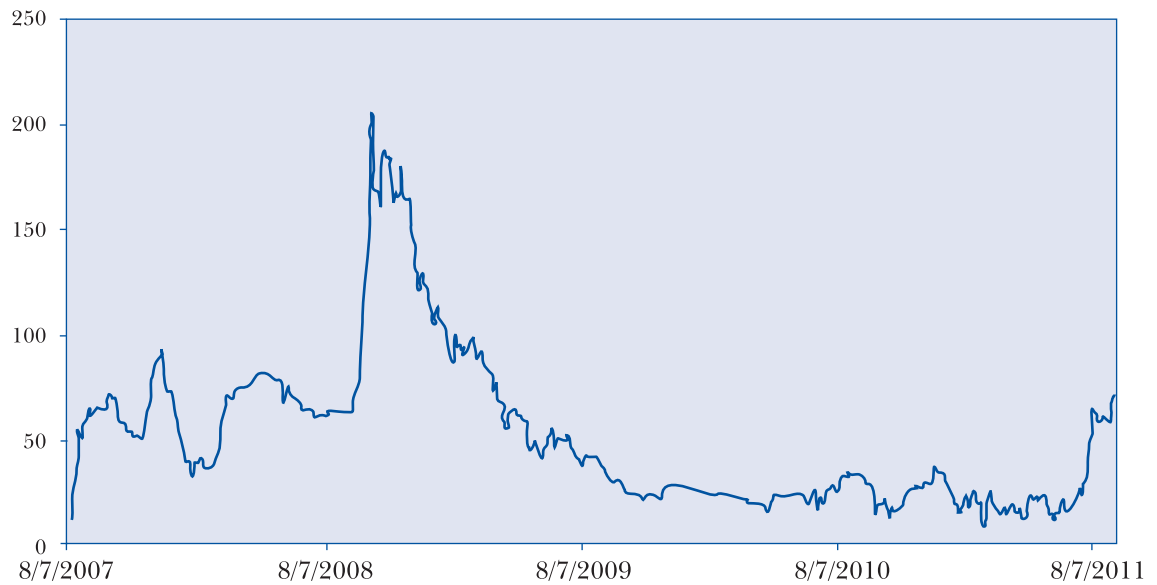
Este aumento generalizado de la incertidumbre respecto al futuro del euro es la clave para entender el rápido deterioro de los mercados europeos durante el verano, especialmente en el sector bancario, con valoraciones a niveles cercanos a los de la crisis del 2009. Es decir, los mercados están valorando la banca europea a precios similares a inicios del 2009, cuando había serias dudas sobre la capacidad de las autoridades mundiales de evitar una Gran Depresión. Los mercados no están emitiendo un juicio de valor sobre la rentabilidad futura de los bancos europeos en un escenario normal, están emitiendo un veredicto sobre la probabilidad de que el euro sobreviva. Si el euro desapareciera se produciría una dislocación inmediata del balance del sector privado de las economías europeas, con pasivos y activos denominados en monedas diferentes, probablemente generando una ola de suspensiones de pagos y una crisis bancaria aguda.



### ÍNDICE EURO STOXX BANCOS



### 3M LIBOR-OIS







El resultado final es el equivalente a un frenazo repentino (*sudden stop*), donde los inversores extranjeros desaparecen de los mercados y la preferencia por la liquidez aumenta de manera significativa. Los depósitos en el BCE aumentaron considerablemente durante Agosto y Septiembre, y el diferencial Libor-OIS –que refleja las tensiones en el mercado interbancario– se elevó rápidamente, a pesar de la política del BCE de provisión ilimitada de liquidez.

### POSIBLES SOLUCIONES

Nos enfrentamos por tanto ante un problema multidimensional: dudas sobre el futuro del euro, generadas por un círculo vicioso de dudas sobre la solvencia de los países y de los bancos europeos, amplificadas por las dudas sobre el crecimiento económico y la disposición de las autoridades europeas de arbitrar las medidas necesarias para resolver los problemas.

En este contexto, la decisión de involucrar a los mercados como condición necesaria para una extensión de las ayudas a Grecia es discutible. El canje, si se lleva a cabo como está previsto, supondrá un alivio mínimo del stock de la deuda griega, aunque mejora de manera substancial el calendario de refinanciaciones al alargar los plazos, como se discute a continuación. El coste, sin embargo, es potencialmente alto, ya que ha creado un precedente que los mercados van a tener muy en cuenta. La evolución del razonamiento con respecto a la solvencia de la banca francesa es un buen ejemplo: la fragilidad de la banca francesa ha aumentado, a ojos del mercado, debido a sus tenencias de deuda italiana. Hasta hace unos meses nunca se hubiera considerado que la deuda de un país del G7 podría ser considerada un activo con riesgo. Ahora ese tabú se ha roto, los mercados tratan la deuda europea como la deuda de un país emergente, con consecuencias muy importantes.

### LA DECISIÓN DEL 21 DE JULIO Y EL NUEVO PAQUETE PARA GRECIA

El nuevo paquete de ayuda a Grecia, adoptado en la cumbre del 21 de Julio de 2011, incluye un esfuerzo de privatización a gran escala, que asciende a € 50 mil millones. Los escépticos han criticado el alto ratio de deuda que el programa implica, que alcanza un ratio deuda/PIB del 172 por ciento en 2012. Sin embargo, este ratio de deuda bruta exagera la carga. Un elemento importante del aumento de la deuda corresponde a los fondos reservados para el bono cupón cero que servirá de garantía para el PSI, y 10 puntos del aumento de la deuda bruta son debidos a la expectativa de recapitalización de los bancos a raíz del PSI. El ratio de deuda neta, que es más significativo, se reduciría desde el 120 por ciento del PIB en 2011 al 69 por ciento en 2020. Estas estimaciones tienen en cuenta un stock de activos financieros públicos que la OCDE estima en € 76 mil millones (33 por ciento del PIB) a finales de 2010.

Desde el punto de vista de la liquidez, los pagos de intereses como porcentaje del PIB se reducirían del 7,2 por ciento del PIB en 2011 al 5,2 por ciento del PIB en 2020; las amortizaciones se reducirían del 12 por ciento del PIB en 2011 a un 0,5 por ciento en 2020. Según el FMI (Fiscal Monitor, Abril 2011, p. 21), las variables más importantes para determinar la solvencia futura de un país son las necesidades de financiación, mientras que el ratio de deuda bruta es mucho menos relevante. En este contexto, el nuevo programa de Grecia es adecuado.

La iniciativa PSI consiste en intercambiar los bonos griegos por una de dos opciones: bonos nuevos a 30 años a la par con tipos de interés del 4 por ciento durante los primeros cinco años, un 4,5 por ciento para los siguientes cinco años, y 5 por ciento a partir de entonces; y bonos a 30 años descontados un 20 por ciento, pero con tipos de interés del 6, 6,5, y 6,8 por ciento respectivamente. Asumiendo alta participación, esta iniciativa generaría una reducción del valor presente neto del 21 por ciento asumiendo una tasa de descuento del 9 por ciento. Desde el punto de



vista de Grecia el alivio de la carga de la deuda es reducido, ya que los tipos de interés originales eran del orden de 5 por ciento, pero significativamente la presión de liquidez al posponer la amortización y la rebaja del coste de la deuda, los dos factores que el FMI identifica como los más importantes desde el punto de vista de la sostenibilidad.

El gobierno griego planea usar € 20 mil millones para la recompra de la deuda en el mercado secundario. A un precio esperado de alrededor de 50-60 céntimos de euro, las recompras son una forma relativamente eficiente para reducir la carga de la deuda. De hecho, sería más conveniente para Grecia dedicar una mayor proporción de fondos a la recompra de la deuda.

En general, el paquete de julio de Grecia debería proporcionar una base sólida para la gestión de la deuda griega y debería contribuir a mejorar la solvencia y liquidez. Su mayor reto será alcanzar los ambiciosos objetivos de superávit fiscal primario y privatizaciones. Y si es necesaria una estructura de toma de decisiones que será altamente intrusiva en la soberanía griega, que así sea.

Una propuesta recientemente circulada por Roland Berger tiene un mensaje relativamente similar<sup>2</sup>. La propuesta consiste en transferir 125b de euros de activos públicos griegos a una entidad holding independiente. Esta entidad se vendería a la Unión Europea por 125b de euros, que Grecia utilizaría para recomprar su deuda a precios de mercado. Tras esta transacción, el nuevo ratio de la deuda griega se situaría en torno al 90 por ciento del PIB. Esta propuesta refuerza la idea de que la sostenibilidad de la deuda es una cuestión que debe ser estudiada teniendo en cuenta ambos lados del balance. Grecia tiene una gran cantidad de activos públicos que podría liquidar; la cuestión es generar un proceso que sea eficiente. Si la administración griega carece de la capacidad para gestionar este proceso,

---

<sup>2</sup> «EURECA Project –Hellenic Recovery Fund– a solution for Greece and Europe». Roland Berger Strategy Consultants, Frankfurt, September 2011.

delegarlo a la Unión Europea sería la mejor solución.

La decisión del 21 de Julio, además de describir las condiciones del nuevo paquete de ayuda para Grecia, contiene una declaración solemne que afirma que el proceso de PSI solo se aplicará a Grecia y que al resto de los países de la zona euro se les apoyará de manera incondicional sin involucrar al sector privado. Sin embargo, como muestra la evolución de los spreads en la zona euro, esta declaración tiene muy poca credibilidad, sobre todo si se reabriera la negociación sobre el PSI griego y se adoptara una solución de quita forzosa. Esta falta de credibilidad da un carácter sistémico a la crisis, que se convierte básicamente en una crisis de credibilidad del futuro del euro<sup>3</sup>.

## LA GESTIÓN DE LA CRISIS SISTÉMICA

La crisis griega es tan solo un apartado de la crisis sistémica que azota a la zona euro. La incertidumbre *knightsiana* asociada a la falta de definición sobre el futuro del euro –lógica, en vista de la cacofonía generada por las autoridades europeas– ha creado una dinámica que, como hemos discutido anteriormente, ha reducido drásticamente los flujos de capital a la zona euro y, dentro de la zona euro, los flujos desde los países ahorradores a los países deficitarios. La Unión Monetaria ha dejado de funcionar.

El objetivo por tanto de las autoridades europeas debe ser reducir esta incertidumbre sobre la existencia futura del euro. Para ello deben adoptar una serie de medidas urgentes:

---

<sup>3</sup> De hecho, como se temía cuando se finalizó la primera versión de este artículo en septiembre pasado, la cumbre de los líderes europeos de finales de octubre reabrió la negociación del PSI griego y se mantuvo la incertidumbre hasta enero 2012. Los parámetros han cambiado, con un aumento del descuento y una reducción de los tipos de interés, pero la mejora del perfil de la deuda griega no compensa el efecto colateral negativo que ha generado en la confianza de los inversores mundiales en los mercados de renta fija europeos.



1. Mejorar las perspectivas de crecimiento. La constelación de políticas económicas que se están adoptando en Europa en estos momentos es tóxica, con una política fiscal altamente procíclica debida al frenazo repentino que están sufriendo varios países. Dado que el tipo de cambio no se está depreciando, es necesario una relajación urgente de las condiciones monetarias para compensar el endurecimiento de la política fiscal. Una prolongación del actual estado recesionario de la economía europea no es necesario ni recomendable ya que alimenta las deudas sobre la sostenibilidad de la deuda. Todo esto hace todavía más urgente la continuación de las reformas estructurales para aumentar el crecimiento potencial de la economía.
2. Confirmar de manera creíble que no habrá reestructuración de la deuda de los países periféricos ni salidas del euro. La reestructuración ordenada de la deuda de los países periféricos presenta multitud de problemas. No solamente es discutible su necesidad, como se argumenta más arriba, sino que puede generar múltiples efectos colaterales. De la misma manera, el debate sobre la salida del euro se debe cerrar. Una unión monetaria no puede funcionar si existe una sospecha permanente de que, en cualquier momento, un país puede decidir abandonar la unión monetaria, o ser expulsado. El aumento del riesgo de contraparte que esto genera afecta a todos los miembros de la unión y aumenta el coste de financiación para todos.
3. Asociado a esto, dejar de hablar de la necesidad de recapitalizar los bancos europeos para compensar las pérdidas generadas por el aumento de spreads de los bonos soberanos. Tal acción sería equivalente a admitir que los bonos soberanos son activos con riesgo y por tanto

eso implicaría que la regulación bancaria debería revisarse. No es compatible forzar una recapitalización de los bancos para provisionar las posibles pérdidas derivadas del aumento de los spreads y mantener que, en el régimen de Basilea III, los bonos soberanos tengan una ponderación de riesgo de cero. La implicación sería admitir que no existen activos sin riesgo en el sistema financiero, con consecuencias permanentes para la valoración de activos financieros. Algo que se podría hacer es acelerar el proceso de recapitalización para cumplir con las recomendaciones de Basilea III, como medida para aumentar la confianza en el sistema bancario europeo.

4. Reformar el EFSF para crear un mecanismo de seguro soberano, eficaz, y creíble<sup>4</sup>. El problema que está sufriendo la zona euro en estos momentos es un frenazo repentino de flujos de capital que obliga a muchos países a una brusca contracción fiscal. La clave de este proceso radica en que los países con exceso de ahorro dentro de la zona euro, como Alemania, han cesado de canalizar ese exceso de ahorro hacia los países deficitarios, como España. Por tanto, la unión monetaria ha dejado de funcionar, y si es así, el concepto de déficit por cuenta corriente de la zona euro deja de tener sentido, y hay que tratar a cada país como una economía independiente que debe financiar su déficit exterior; de ahí la importancia de las reformas estructurales para mejorar la competitividad. Las reformas recientes del EFSF, orientadas a que pueda comprar bonos en el mercado secundario, recapitalizar bancos y otorgar líneas de créditos, van por el buen

---

<sup>4</sup> Ver la discusión sobre la necesidad de un mecanismo de seguro soberano en la zona euro en Ubide, Ángel (2011), «Insuring the future of the euro», manuscrito.



camino. Pero hay que aumentar su tamaño y hacerlo mucho más flexible. Un sistema como el actual donde las decisiones hay que tomarlas por unanimidad no puede ser el centro de un mecanismo de seguro que proporcione flexibilidad al sistema, la tiranía de la minoría es terriblemente ineficiente. Imagínense un banco central que tuviera, que actuara por unanimidad.

5. Finalmente, hay que abrir un proceso constituyente que delimite un camino hacia la integración fiscal y la emisión de eurobonos. Los mercados están inmersos en un proceso de «divergencia», donde la dinámica actual prima el debate sobre la desintegración del euro, y por tanto todas las medidas de política económica anunciadas nadan contra corriente. Las autoridades tienen que cambiar este debate, y dar a los mercados un proceso de «convergencia». No importa que sea un proceso plurianual y que requiera una modificación de los tratados. Lo importante es crear un proceso que dé viabilidad al futuro del euro. Los mercados deberán entonces evaluar la credibilidad del mismo, y las condiciones necesarias para su cumplimiento, y así los mercados, si el proceso es creíble, empezarán a remar en la misma dirección que las autoridades. A continuación discutimos como podría definirse dicho proceso.

### **UN NUEVO PROCESO DE CONVERGENCIA. EL CONSEJO DE POLÍTICA FISCAL Y LOS EUROBONOS**

El debate constituyente debe avanzar en torno al concepto de fortalecer el marco de política fiscal europea para así reducir el riesgo moral, avanzar hacia una unión fiscal, y crear el camino hacia la emisión de eurobonos. La emisión de eurobonos puede comenzar con modalidades subóptimas que sirvan de puente hasta la solución final, que

solo puede la emisión de eurobonos con garantías conjuntas y solidarias.

La UE acaba de adoptar la legislación para articular el «semestre europeo», el llamado «paquete de seis», que incluye medidas legislativas encaminadas hacia el fortalecimiento de la legislación del procedimiento de déficit excesivo, la automaticidad de las sanciones (que se registrarán por un sistema de mayoría cualificada inversa que hará muy difícil una repetición de los eventos de 2003, cuando Alemania se negó a cumplir los dictados de la Comisión Europea respecto a la corrección del déficit excesivo) y la extensión del proceso de vigilancia y sanciones a la prevención de los desequilibrios macroeconómicos. En pocas palabras: los gobiernos de la UE deben, a partir de ahora, obtener la aprobación de sus presupuestos anuales antes de debatirlos en sus parlamentos nacionales. Después de conseguir la aprobación de la UE, tienen que aprobarlos en su parlamento nacional y luego retornar a la UE para una aprobación *ex post*. Las sanciones por incumplimiento se han convertido en cuasi automáticas. Cualquier apariencia de soberanía fiscal en la UE es eso, apariencia.

El paso siguiente debería ser la reforma de la gobernanza de la política fiscal, con la creación de un ministro de Finanzas europeo y de un Consejo de Política Fiscal. La clara tendencia hacia el reforzamiento de la cooperación a nivel zona euro –y por tanto de la estructura intergubernamental en perjuicio de la estructura comunitaria– implica que se debería avanzar hacia un modelo que podría imitar al del BCE: un Consejo de Política Fiscal (CPF), integrado por un presidente, 3-4 «gobernadores fiscales de la UE» –similar a la Junta de Gobierno del BCE– y los 17 ministros de finanzas nacionales. Este CPF tendría el mandato de evaluar las perspectivas presupuestarias de los distintos países, formular recomendaciones que conllevarían sanciones automáticas en caso de incumplimiento (sanciones que se podrían considerar como pago de una prima de seguro, ya que una situación fiscal deteriorada implica una mayor probabilidad de tener que ser ayudado en el futuro), y tendría poder de veto sobre la ejecución presupuestaria nacional



cuando un país se encuentre sometido a un procedimiento de déficit excesivo. Este mandato debería integrarse en las legislaciones nacionales, preferiblemente a nivel constitucional, sobre todo en Alemania, para así evitar la amenaza constante de una sentencia negativa del Tribunal Constitucional. Según este modelo, los gobiernos nacionales deberían aceptar los niveles de gastos e ingresos recomendados por el CPF, y cada gobierno nacional tendría la facultad de decidir cómo distribuir estos gastos e ingresos. Teniendo en cuenta que las políticas impositivas ya están en continuo proceso de armonización dentro de la UE, la soberanía nacional se reduciría a cómo distribuir el gasto. Además, cada país debería incorporar en su Constitución la prioridad del servicio de la deuda, para evitar ulteriores dudas sobre la solvencia de los países europeos.

No es una propuesta descabellada, es sólo un paso adelante con respecto al semestre europeo que se ha descrito anteriormente. Si los países europeos realmente quieren llevar el proyecto europeo adelante, no les queda más remedio que reforzar su escasa credibilidad incorporando en sus respectivas legislaciones los acuerdos adoptados<sup>5</sup>. Esta es la única manera de garantizar, en un sistema democrático donde los gobiernos tienen una duración limitada, el compromiso permanente con la disciplina fiscal para así poder culminar con la emisión de eurobonos. La reciente enmienda constitucional española ya ha incorporado en la Constitución tanto la prioridad del servicio de la deuda como que España no se permitirá un déficit o un nivel de deuda superior a las recomendaciones de la UE. Solo falta que el resto de los países europeos lo imiten.

Esta estructura de gobierno fiscal europeo permitiría la creación de un sistema de eurobonos, mecanismo crucial para garantizar la existencia de un activo sin riesgo europeo y completar la arquitectura económica europea. Los euro-

bonos se convertirán en un mecanismo de seguro contra los shocks asimétricos o los frenazos repentinos que pueda sufrir un país ya que permitirán que dicho país pueda poner en práctica las políticas necesarias –por ejemplo la recapitalización del sector bancario tras una crisis bancaria– sin que se genere un círculo vicioso como el que hemos sufrido en los últimos dos años. Dicho mecanismo de seguro tendría una fuerte condicionalidad ex ante a través de las modificaciones de la gobernanza económica discutidas anteriormente. En cierta medida, al haber aceptado las modificaciones de la gobernanza, todos los países de la zona euro estarían comprometiéndose de la manera más creíble posible, ex ante, a llevar a cabo buenas políticas económicas.

La creación de un mecanismo de seguro europeo, vía la emisión de eurobonos, es por tanto esencial para completar la arquitectura económica europea y para recuperar la confianza de los mercados en el futuro del euro. Con la estructura fiscal descrita arriba, mas la creación de eurobonos, la zona euro habría completado una unión fiscal ex-post. Una zona euro donde, en *steady state*, la política fiscal sería neutral –como era el espíritu del Pacto de Estabilidad y Crecimiento– y por tanto solo los estabilizadores automáticos funcionarían una vez alcanzado el equilibrio presupuestario. Recordemos, el consenso anterior a la crisis era que la política fiscal discrecional era un mal instrumento para la gestión de las fluctuaciones cíclicas. Este consenso se debe recuperar una vez que la crisis actual se supere. La estructura de gobernanza descrita anteriormente tan solo refuerza este concepto.

Mientras tanto, y como mecanismo de resolución de la crisis actual, es posible considerar conceptos de eurobonos que no requieran garantía conjunta y solidaria, y que podrían ser un puente hasta que los cambios de la gobernanza se hayan implementado. Es importante recordar que las autoridades alemanas no están en contra de los eurobonos, solo argumentan que tendrán que llegar en una segunda etapa, una vez que la estructura de gobernanza fiscal se haya modificado.

<sup>5</sup> En Ubide, Ángel (2006), «Eurozone Countries' Credibility Reservoir is Empty», *Europe's World*, se discute la necesidad de introducir mecanismos de presupuesto equilibrado en la legislación de los países de la zona euro.



Una posible opción sería la creación de una cesta de bonos de la zona euro, sin incluir los países con programa (Grecia, Irlanda y Portugal), con el BCE ejerciendo el papel de cámara de compensación. La idea sería ofrecer un producto para los inversores extranjeros que están interesados en tener una exposición a los bonos soberanos europeos, pero que se muestran reticentes a aventurarse más allá de los bonos alemanes. Al proporcionar el servicio de cámara de compensación, el BCE estaría garantizando la liquidez de esta cesta. La garantía sería conjunta y prorata, y por tanto la calificación sería probablemente la del bono de calificación menor de la cesta, pero el rendimiento de la cesta sería el rendimiento promedio.

Es importante repetir que la zona euro necesita tener un activo sin riesgo, y que dicho activo tiene que ser un activo europeo, no puede ser tan solo los bonos alemanes. Solo de esta manera se podrá restaurar el funcionamiento de la UEM. Recordemos que la gran virtud de la unión monetaria era la libre circulación no solo de bienes, servicios y personas, sino sobre todo de capitales. En estos momentos la circulación de capitales entre los países de la zona euro se ha suspendido. Si esta deficiencia no se corrige el euro está abocado al fracaso y el coste económico de la desaparición del euro podría ser elevadísimo. Las estimaciones oscilan entre un 25 por ciento del PIB anual si un país «fuerte» abandona el euro y un 50 por ciento del PIB anual si un país «débil» abandona el euro<sup>6</sup>.

Recordemos también que la economía alemana es altamente dependiente de las exportaciones al resto de la zona euro. Cuando parte de la opinión pública alemana sugiere que el coste de los eurobonos sería muy alto para Alemania se olvida de que la creación de eurobonos no se debe analizar desde una situación de partida de equilibrio, sino desde la situación económica

actual. En estos momentos, la absoluta falta de confianza internacional en el futuro del euro implica que la mayoría de los países de la zona euro deberán adoptar una política fiscal altamente procíclica. Con la política monetaria severamente limitada para compensar este tensionamiento fiscal con una expansión monetaria, las perspectivas de crecimiento de la zona euro –y por tanto de Alemania– son muy oscuras. Si a ello le añadimos que un mercado de eurobonos sería mucho mayor que el mercado actual de bonos alemanes –y por tanto seguramente más líquido y con una prima de liquidez menor– es fácil concluir que la creación de eurobonos sería, tanto a corto como a medio plazo, como mínimo neutral para Alemania. El proceso constituyente de reforma de la gobernanza fiscal y el camino hacia la creación de eurobonos se debe comenzar lo antes posible, para así generar un proceso de convergencia que contribuya a estabilizar la crisis actual.

## CONCLUSIÓN

Concluyendo, la creación de la unión monetaria y del euro fue una decisión política. La zona euro será una zona monetaria tan óptima como quieran las autoridades europeas. Durante una década pudieron evitar tomar una decisión sobre la estructura fiscal, ahora ha llegado el momento de tomar esa decisión. Las autoridades europeas tienen que decidir si quieren preservar la naturaleza de activo sin riesgo de los bonos de los países de la zona euro. Si es así, tienen que evitar una restructuración forzosa de la deuda griega y tienen que adoptar las reformas de gobernanza fiscal necesarias para generar un nuevo proceso de convergencia que culmine con la emisión eurobonos. La alternativa es la disolución del euro y, probablemente de la Unión Europea.

<sup>6</sup> «Euro break up: the consequences», UBS Investment Research, September 2011.



# EL CAMINO DE LA DEVALUACIÓN

Eduardo Levy Yeyati

## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis de la periferia europea, se sabe, es a la vez financiera (sobreendeudamiento) y real (una economía cara que no crece y que genera déficits gemelos). Por eso, cualquier solución que contemple sólo el primer aspecto (por ejemplo, la emisión de eurobonos o el default y reestructuración de la deuda) deja dudas sobre su sostenibilidad, en la medida en que no se complementa con un plan para recuperar la competitividad y dinamizar la actividad económica.

En este frente, las opciones son pocas. Una «devaluación interna» –eufemismo con el que se suele denotar una reducción importante de precios y salarios nominales al estilo de la implementada recientemente en Letonia– no sólo resulta políticamente inaccesible en países desarrollados como España, sino que termina siendo económicamente contraproducente al elevar la relación deuda-ingresos.

Es en este marco que debe analizarse la opción de una devaluación tradicional, que no es otra cosa que la salida del euro y la introducción de una nueva moneda nacional, que a fines prácticos llamaré aquí «peseta», como medio de curso legal.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> En la discusión, conviene dejar de lado soluciones creativas como la coexistencia de dos monedas o la salida transitoria del euro, propuestas imaginadas en el fragor de la crisis que suelen verse mejor en el papel que en la práctica, y que suelen caer presa de la anticipación del mercado o del pánico del ahorrista.

El debate sobre la deseurización incluye al menos dos preguntas relacionadas, que abordaré en las secciones siguientes: ¿Cuál es la mejor manera de implementarla? ¿Cuáles son los efectos (y, en particular, los beneficios) esperados en el corto y mediano plazo?

Aquí caben dos advertencias. Primera: la eurización, por construcción, implica una importante asimetría entre la entrada y la salida. Aun si se concede que su implementación pudo haber deparado costos que superaron sus beneficios, esto no implica que desandar ese camino sea la elección óptima, ya que una de las «virtudes» de la eurización –la característica que la hace previsible– es precisamente la existencia de grandes costos de salida. La eurización, en la medida en que elimina la moneda local en todas sus funciones, quema las naves: inducir demanda por una nueva moneda destinada a depreciarse es una aventura de desenlace incierto.<sup>2</sup>

Segunda advertencia: la historia económica reciente no ofrece precedentes que nos sirvan para el análisis, lo que implica que éste será en gran medida especulativo y por ende cuestionable. Dicho esto, la salida de la caja de conversión en Argentina en 2002 puede servir de referencia parcial para identificar qué podría esperarse de una salida anunciada del euro.

---

<sup>2</sup> En cambio, una caja de conversión como en Argentina preserva la moneda local como medio de pago y, en muchos casos, unidad de cuenta, lo que facilita la salida.



Por último, un comentario general: dadas las ostensibles diferencias en la naturaleza y gravedad de los problemas enfrentados por los distintos países europeos periféricos, es difícil generalizar el análisis: si en Grecia una restructuración de la deuda parece inevitable, en España parecería más acertado poner el énfasis en el déficit de competitividad y crecimiento que hoy amenaza con espiralizar un cociente de endeudamiento a estas alturas manejable. Por esto, en lo que sigue, la discusión tiene en mente éste último caso.

## 2. ¿DE QUÉ HABLAMOS CUANDO HABLAMOS DE PESETIZACIÓN?

Definido esquemáticamente, el problema macro financiero español podría caracterizarse como una trampa de endeudamiento y bajo crecimiento, en la que una deuda creciente –reflejo de una desaceleración económica que afecta negativamente la capacidad de pago del emisor– inhibe la demanda y el crecimiento, disparando un círculo vicioso de altas primas, baja inversión, estancamiento de la actividad económica y déficit fiscal. Esta situación ha introducido cuestionamientos a la eurización, hacia atrás (beneficios y costos) pero fundamentalmente hacia adelante: ¿Es la sujeción al euro una razón detrás del problema del crecimiento?

Aún si aceptamos que el estancamiento del producto y el alto desempleo en efecto estuvieran ligados a la declinante competitividad de España, la «pesetización» (es decir, la introducción de una nueva moneda nacional en reemplazo del euro como único medio de pago de curso legal) no es necesariamente la salida natural a la crisis.

Aquí se abren varios nuevos interrogantes: ¿en qué medida la pesetización abre la puerta a una devaluación expansiva, al estilo de los manuales de texto de economía abierta? ¿Qué alternativas existen para instrumentar un cambio de precios relativos que emule el efecto de una devaluación? ¿Bajo qué condiciones la nueva moneda generaría una recuperación económica? ¿Qué costos de corto plazo son inevitables si se avanza con una pesetización? ¿Qué

medidas de contención deberían tomarse antes de avanzar?

### A. DEVALUACIÓN INTERNA

No son muchas las opciones que se presentan como alternativas a la pesetización. La más natural es seguramente la denominada «devaluación interna», que consiste esencialmente en generar una deflación de precios y salarios, impulsada ya sea por una contracción de la demanda y un aumento del desempleo (por ejemplo, por efecto de un ajuste fiscal), o directamente por la imposición de recortes salariales.

Desde el punto de vista político, ésta es en esencia la estrategia implícita en las condiciones de los paquetes de ajuste del Fondo Monetario Internacional (en el caso europeo, diseñados en gran medida en Bruselas). Desde el punto de vista económico, se trata del tradicional ajuste de precios relativos en regímenes de tipo de cambio fijo.

Tal vez por ser políticamente impopulares y económicamente inciertas, los ejemplos de devaluaciones internas no abundan. Dos casos recientes, diametralmente opuestos, son los de Argentina en 2000-2001 y de Letonia en 2008-2010.

En el primero, a la deflación propia de un ciclo recesivo que comenzó en 1999 y acumuló una contracción del PIB de más del 20% hacia el cuarto trimestre de 2001, se le sumó un intento de reducción automática de salarios públicos que, bajo el lema del «déficit cero», determinaba recortes de modo tal de balancear las cuentas públicas mes a mes –recortes que comenzaron con un 13% el primer mes de implantación– pero que fueron altamente resistidos por la población y disputados jurídicamente, al punto que, tras el colapso de la caja de conversión, fueron revertidos en su totalidad merced a un fallo judicial adverso.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Una alternativa que apuntó en la misma dirección fue la devaluación fiscal defendida, para el caso argentino, por Guillermo Calvo entre otros, y ensayada en 2001 por el





Letonia, por su parte, acumuló también, en poco menos de dos años una caída del producto de más del 20% y otro tanto de reducción de costos salariales, antes de comenzar a recuperar el nivel de actividad –y su acceso a los mercados: en diciembre 2010 la nota de crédito del país fue elevada a BB+ por S&P, con prospecto positivo<sup>4</sup>.

Argentina y Letonia representarían un ejemplo fallido y otro exitoso de este cambio de precios relativos sin depreciación nominal. Esquemáticamente, la diferencia en el resultado final podría atribuirse a la mayor flexibilidad laboral en economías ex soviéticas sin un poder sindical organizado con influencia sobre las decisiones legislativas y judiciales, y al apoyo financiero de la Unión Europea (y de un renuente FMI).

Este último detalle es esencial ya que la devaluación interna (tanto como la externa), al deprimir los ingresos públicos y privados, no resuelve sino que agrava la dinámica negativa de la deuda en el corto plazo, merced a la célebre deflación de deuda: a medida que la economía reduce nominalmente su valor (deflaciona), la capacidad para servir la deuda, que permanece nominalmente constante, se deteriora.<sup>5</sup> Por esto mismo, la devaluación interna comparte muchas de las contraindicaciones de una devaluación común, incluyendo su efecto nocivo sobre la tasa de

morosidad bancaria y la solvencia financiera del sector privado.

Dicho esto, las dos variantes de la devaluación difieren en un aspecto relevante: la velocidad de ajuste. Una deflación que reduzca precios y salarios lentamente al ritmo de la contracción de la economía real es menos proclive a generar temores sobre la solvencia del deudor que gatillen pánicos y corridas bancarias, al costo, no menor, de una prolongada recesión y un alto y persistente desempleo. En cambio, una devaluación rápida al ritmo de los mercados financieros casi inevitablemente detonaría una corrida de ahorristas temerosos de una conversión forzada de sus depósitos –precipitando dicha conversión y las suspensión de la convertibilidad bancaria a fin de evitar un colapso del sistema de pagos. En otras palabras, mientras que la deflación es una terapia larga y dolorosa, la devaluación suele requerir una intervención drástica y concentrada en el tiempo. Sobre estos puntos volveremos más adelante.

## B. VARIANTES DE LA DESEURIZACIÓN

La adopción de una moneda fuerte en reemplazo de una más débil (la «eurización») no es difícil ni particularmente inusual.<sup>6</sup> Introducir una nueva moneda nacional, más débil, para sustituir a otra más fuerte en tiempos de dificultades financieras es una cuestión totalmente diferente, de la que la mayoría de los economistas sabemos poco. El problema principal, naturalmente, es generar demanda por una moneda que, al menos en el corto plazo, está destinada a depreciarse.

Aquí vale una aclaración importante: como se señaló anteriormente con respecto a la devaluación interna, la pesetización al margen (como cualquier otra variante de devaluación) implica no sólo una caída de precios y salarios en euros sino también de los ingresos públicos y privados, lo que agravaría severamente el peso

---

entonces Ministro de Economía Domingo Cavallo. La medida consistía en un cambio en los precios relativos efectivos mediante el uso de impuestos a las importaciones y subsidios a las exportaciones. Sin embargo, hoy parecería haber poco margen de maniobra para avanzar en este camino sin violentar las reglas del comercio internacional. Para un raccon-to detallado de la crisis argentina y su resolución, ver de la Torre et al. (2002).

<sup>4</sup> Los recientes casos de Grecia y España, que incluyeron sendos recortes en los salarios nominales de empleados públicos, podrían considerarse variantes intermedias, en la medida en que los ajustes fueron mucho menores a los ensayados en Argentina y Letonia y que, a diferencia de esta última, enfrentaron un importante resistencia pública que pone en duda la posibilidad de profundizar en esa dirección.

<sup>5</sup> En este sentido, la deflación de deuda es el dual del efecto balance asociado a la devaluación en el marco de deudas denominadas en moneda extranjera, excepto en lo que respecta a la velocidad de ajuste, sobre la que se discute más adelante.

<sup>6</sup> El Salvador y Ecuador representan dos casos recientes.



de la deuda.<sup>7</sup> Por esto, es virtualmente inconcebible una devaluación sin una reestructuración de los contratos de deuda, ya sea a través de un default, o de una conversión de denominación y licuación, sobre las que ahonda la siguiente sección. En otras palabras, la devaluación debe ser analizada no como una salida alternativa a la reestructuración de pasivos sino como su complemento.

En todo caso, para analizar un escenario de deseurización para el que no existen referencias históricas relevantes vale la pena distinguir entre dos versiones alternativas de la deseurización: (i) deseurización en el margen, que involucra la introducción de la peseta como medio de pago (idealmente, como única moneda de curso legal), posibilitando la flexibilidad de precios y salarios pero preservando la denominación de contratos financieros a fin de evitar corridas y desintermediación, y limitar el costo legal y político de la transición; y (ii) deseurización total o «pesetización», que suma a la anterior la redenominación forzada de todos los contratos eurizados bajo ley doméstica, a una paridad euro-peseta por debajo de la determinada por el mercado, típicamente la prevaleciente al momento de la conversión (que de realizarse simultáneamente con la introducción de la peseta sería a la par del euro). Veamos cada uno de estos dos casos en orden.

### C. DESEURIZACIÓN EN EL MARGEN

La versión más simple y menos conflictiva de la deseurización implica la introducción de una nueva moneda nacional, preservando la denominación de una parte de los contratos existentes –particularmente, los contratos financieros– a fin de evitar una corrida de ahorristas al euro para protegerse de la esperable (y deseable) depreciación

real de la nueva moneda.<sup>8</sup> Esta moneda nacional flotaría frente al euro y tendría privilegios de curso legal, de modo de inducir una demanda natural. Por ejemplo, podría ser la única moneda aceptada en transacciones con el sector público, la única unidad de cuenta de contratos futuros y contratos no financieros (salarios, alquileres) y, en el extremo, único medio de curso legal en el país.

De este modo, la lógica de la pesetización en el margen refleja la clásica distinción entre sustitución de activos (el uso de la moneda como reserva de valor, algo que una peseta destinada por diseño a depreciarse frente al euro difícilmente ofrecería: de ahí el riesgo de que la deseurización de instrumentos financieros genere una corrida), y sustitución de moneda (como medio de pago y unidad de cuenta). En particular, relega al euro a la primera función, para concentrarse en generar demanda por la peseta en los otros dos roles.<sup>10</sup>

En relación a este punto, algunos observadores han sugerido una variante basada en el precedente de la Argentina con las «cuasi monedas» (bonos de baja denominación en pesos convertibles aceptados como medio de pago) que comenzaron a emitirse a mediados de 2001 para compensar la iliquidez producida por la corrida cambiaria bajo el cerrojo de la caja de conversión. Siguiendo este ejemplo, se argumenta, España podría introducir la peseta para denominar salarios y precios seleccionados, evitando de este modo abandonar completamente el euro. Sin embargo, esta analogía pasa por alto un aspecto esencial: las cuasi monedas argentinas fueron concebidas para satisfacer necesidades fiscales y

<sup>7</sup> De hecho, es de esperar, en el caso de una devaluación nominal, que el gasto público se vea inflado por las demandas de los deudores eurizados de un seguro de cambio a expensas del fisco, por lo que una parte importante de la deuda privada acabaría de facto nacionalizada.

<sup>8</sup> Dado que la nueva moneda tiene como fin reducir el precio relativo de los transables para mejorar la competitividad de la economía, nada aportaría a tal fin una moneda que preservara su paridad con el euro.

<sup>9</sup> Ize y Levy Yeyati (2001) definen y analizan los determinantes de la dolarización de facto enfatizando esta distinción.

<sup>10</sup> Si bien los ítems de alto valor seguirían cotizando en euros, la experiencia de la obligación de reportar precios en la moneda local en países como Perú o Bolivia demuestra que esto tiende a incrementar la demanda transaccional de moneda local en detrimento de la moneda extranjera.



no como mecanismo de devaluación encubierta, por lo que el valor secundario de estos papeles, emitidos en pesos convertibles al euro, nunca se alejó mucho de la paridad.<sup>11</sup>

Otra diferencia de peso entre la experiencia argentina y la realidad europea reside en el hecho de que, debido a que la caja de conversión nunca eliminó el peso como el principal medio de pago y unidad de cuenta, preservó la demanda transaccional por moneda nacional. De ahí que la demanda real de pesos se haya mantenido estable (o crecido, merced a la iliquidez inducida por las restricciones al retiro de depósitos) mientras la moneda se depreciaba drásticamente en el primer semestre de 2002. Por el contrario, España tendría que promover la demanda para su nueva moneda allí donde no existe, un proceso sin duda más lento e incierto.

Más allá de las dificultades técnicas en generar una demanda genuina por la nueva moneda, aun si esta estrategia tiene éxito, conlleva riesgos que no pueden perderse de vista.

Un primer aspecto a considerar es si es posible introducir de jure una nueva moneda (o reiniciar la emisión de la vieja) sin necesidad de revocar o modificar leyes en vigencia, o aprobar nuevas leyes. El dato no es menor, habida cuenta que uno de los ángulos más delicados en este proceso es el manejo de la anticipación y la expectativa: cambios drásticos en el régimen monetario, como en cualquier situación de stress financiero, requieren movimientos rápidos y certeros a fin de no derivar en pánicos –precisamente lo que el camino intermedio de la pesetización al margen pretende evitar<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> En Argentina, el recurso a la impresión de cuasi monedas relajó las restricciones de liquidez que son el mecanismo de ajuste automático de una caja de conversión en un escenario de corrida. Pero al ser aceptadas a la par para el pago de impuestos (y, merced a acuerdos impulsados por el gobierno, por algunos negocios minoristas como grandes supermercados), junto con la convertibilidad del peso en que fueron denominados, limitó la flexibilidad nominal que podría lograrse a través de su uso a un descuento en el mercado secundario que nunca superó el 10 por ciento.

<sup>12</sup> En este sentido, la comunicación es esencial. En Argentina, ante la prolongada incertidumbre, el público comenzó

Un segundo aspecto de importancia práctica es el alcance de la redenominación de contratos: es de esperar que la renuente aceptación de la peseta alimente (y convalide) una rápida depreciación frente al euro, que será función tanto de las expectativas como de las funciones para las que la peseta sea medio único de pago legal. Y, si bien la depreciación es un elemento esencial de la estrategia de deseurización, una depreciación descontrolada reduciría todavía más su aceptación, lo que llevaría a aumentos compensatorios de precios y salarios en pesetas, inflación, y menor demanda real de pesetas.<sup>13</sup> Si bien un contexto recesivo con alto desempleo suele morigerar esta espiral inflacionaria, una mala implementación de las medidas puede generar el repudio prematura de la nueva peseta, dando por la borda con toda la estrategia.

A la luz de las consideraciones anteriores, es evidente que, aun en el caso en que el gobierno sea exitoso en la comunicación de estas medidas, las características únicas de las mismas y la incertidumbre natural sobre sus resultados podrían disparar una corrida preventiva. Por ejemplo, la expectativas de una profundización de la deseurización mediante una conversión forzada de los contratos financieros que gatille una corrida bancaria e incentivos a un congelamiento o pesetización de los depósitos podría, si es anticipada por el mercado, precipitar la corrida mucho antes de que el plan diera señales de fracaso.

En otras palabras, a pesar de sus ventajas teóricas, existe una probabilidad no menor de que la desaurización en el margen detone en la práctica una crisis bancaria que requiera de una suspensión temporaria de la convertibilidad de los

a retirar sus depósitos casi un año antes de la salida de la caja de conversión, alimentando la fuga de capitales y las presiones del mercado para abandonar la paridad con el dólar (Levy Yeyati et al. 2010).

<sup>13</sup> Por ejemplo, si la nueva moneda pierde un 1% de su valor contra el euro en el primer mes de cotización, es probable que los empleados públicos absorban el ajuste; si la moneda pierde un 10% de su valor, en cambio, es de esperar que los empleados públicos demanden inmediatamente un aumento de salarios.



depósitos, lo que depositaría al gobierno a las puertas de una pesetización total.

### 3. PESETIZACIÓN

La deseurización total o «pesetización» a secas involucra, lisa y llanamente, el reemplazo del euro por una nueva moneda nacional en todas sus funciones. En particular, en relación a la deseurización al margen, implica el uso de la peseta como unidad de cuenta, esto es, la pesetización de los contratos financieros domésticos. Esto permitiría eliminar de cuajo la deflación de deuda mencionada anteriormente, sin necesidad de un default y reestructuración convencional.<sup>14</sup> En otras palabras, la pesetización puede –y, como veremos enseguida, debe– ser vista como una variedad de default, potencialmente menos problemática ya que, al ser inmediata, eludiría el largo y engorroso proceso de reestructuración de deudas –particularmente en el sector privado donde los procesos de quiebra pueden llevar años– y su impacto sobre una economía debilitada.

En concreto, con la pesetización, tanto acreedores como deudores en euros en los mercados domésticos verían sus activos redenominados a una nueva moneda nacional que flotaría en relación al euro. Como contrapartida, la conversión crearía instantáneamente una masa de ahorros previamente eurizados y ahora denominados en una moneda que se deprecia, que correría a reeurizarse por fuera del sistema financiero local, lo que derivaría probablemente en un congelamiento y reestructuración de depósitos para prevenir una caída masiva de bancos y preservar el funcionamiento del sistema de pagos.

Precisamente este dilema entre el costo de resolución del sobreendeudamiento en euros y el costo de resolución de una corrida hacia el euro

es el aspecto principal que distingue esta alternativa de la anterior.

El experimento más cercano en este sentido es probablemente la salida de Argentina de su caja de conversión con el euro en 2002 a un régimen flotante que deprecio el peso en un 300% en los primeros seis meses. Pero aun en este caso existen diferencias que inhiben comparaciones mecánicas. Como ya se dijo, en Argentina el peso coexistió con el dólar y fue mayoritariamente usado como medio de pago y, con excepción de ítems de gran valor, unidad de cuenta. El dólar, por su parte, dominaba los activos de ahorro como moneda de reserva de valor. En términos llanos, entonces, a fines de 2001 el argentino promedio tenía euros en el banco y pesos en la billetera.<sup>15</sup>

A raíz de esto, al momento de la flotación, el traslado a precios de la devaluación fue limitado (alrededor del 10% en los primeros seis meses) y la demanda de saldos reales en pesos se mantuvo estable (o incluso, debido a la prima de liquidez generada por las restricciones al retiro de depósitos, en ascenso), lo que evitó la hiperinflación o la dolarización espontánea (por repudio del peso) que muchos analistas vaticinaban.

Nótese que, en rigor, la pesetización elimina al euro bancario (el cuasi dinero en euros) generando una demanda por euro billete como paso previo para la adquisición de activos externos, una fuga de capitales con consecuencias adversas para la estabilidad bancaria –y, en caso en que se permitan los retiros–, para el overshooting cambiario.

En este contexto, la conversión a una unidad indexada a la inflación ayuda sólo marginalmente, ya que es de esperar una apreciación real importante, el objetivo último de la introducción de la nueva moneda. Argentina ofrece nuevamente un ejemplo, ya que a pesar de que la conversión de depósitos se realizó a una unidad indexada al IPC, el CER, esto no detuvo la corri-

<sup>14</sup> Naturalmente, esto comprendería sólo a la deuda emitida localmente bajo ley doméstica, que en el caso europeo suele ser la mayor parte. La deuda externa podría preservarse en euros, aunque por cuestiones de equidad (y esperables presiones políticas) difícilmente pueda evitarse una reestructuración.

<sup>15</sup> Técnicamente, Argentina experimentó un proceso de sustitución de activos, sin un correlato de sustitución de moneda.



da. Del mismo modo, a fin de mitigar la protesta de los depositantes, la conversión a pesos se hizo a un tipo de cambio de 1.4 pesos por euro.<sup>16</sup> Previsiblemente, ambas concesiones sólo incrementaron en valor la masa de cuasi dineros dispuesta a correr contra el peso y redolarizarse. Sin embargo, en una implementación más cuidadosa de la pesificación, estos «beneficios» podrían ofrecerse al vencimiento (reprogramado) del certificado de depósito, de modo de que obren como un incentivo a dejar el dinero en el banco, y no como un premio al momento de retirarlo.

En todo caso, una pesetización forzada casi inevitablemente disparará una corrida bancaria, la que requerirá algún mecanismo de suspensión de convertibilidad de los depósitos, que evite la quiebra de bancos, a través del congelamiento, reprogramación y potencial titularización de depósitos, con la excepción de los dineros transaccionales (cuentas corrientes y cajas de ahorro) necesarios para el funcionamiento del sistema de pagos.<sup>17</sup>

La pesetización de los ahorros probablemente derive en síntomas adicionales. Por ejemplo, es de esperar que los ahorristas locales se desprendan de activos no bancarios en busca de la moneda extranjera, alimentando aún más la presión sobre el tipo de cambio o sobre las reservas —dependiendo de cómo el gobierno decida manejar la esperada depreciación de la pesetización por la cuál es casi inevitable la imposición de controles cambiarios y restricciones a la salida de capitales. Asimismo, la crisis de liquidez asociada a la corrida inducirá una caída de la velocidad de circulación del dinero, lo que suele tener un impacto mayor en los habitantes de menores ingresos (por ejemplo, trabajadores informales o eventuales que suelen percibir sus ingresos en efectivo), un dato que contribuiría a la naturaleza regresiva del proceso y elevaría las necesidades

de gasto social. Por último, existen cuestiones técnicas que deben ser tenidas en cuenta con antelación a fin de no demorar peligrosamente la introducción de la nueva moneda. Por ejemplo, la creación de una cámara de compensación en pesetas, en un contexto de riesgo de contraparte creciente en el sistema bancario, revestiría un esfuerzo de complejidad técnica no menor.

Un punto relevante es el tratamiento de los contratos con jurisdicción extranjera, que no pueden ser pesificados de jure por el gobierno nacional. En el caso de Argentina, el camino fue una combinación de default soberano y controles selectivos a la salida de capitales (autorizados para importaciones pero vedados para el servicio de deuda) que inhibieron a los privados de honrar sus obligaciones externas, y propiciaron en muchos casos reestructuraciones de deuda corporativa. En otras palabras, si la conversión de moneda de los contratos locales fueron un default de facto que sustituyó la necesidad de quiebras masivas, los contratos internacionales fueron incumplidos de jure. En el caso de los países europeos, donde la deuda externa es una fracción menor de la deuda total, las deudas internacionales con acreedores privados podrían ser honradas en tiempo con la ayuda de un paquete financiero externo, aunque cuestiones de equidad podrían llevar al gobierno a optar por un default que pusiera a tenedores de deuda externa en igualdad de condiciones que los tenedores de deuda doméstica.<sup>18</sup>

En suma, una deseurización de jure enfrentaría a las autoridades a la necesidad de pesificar contratos, imponer fuertes restricciones a las operaciones de la banca comercial (en particular, congelando depósitos a plazo), introducir controles cambiarios y a la salida de capitales y, posiblemente, reestructurar la deuda externa o recurrir a un paquete de rescate internacional.

<sup>16</sup> El argumento tomó en cuenta que se esperaba que el tipo de cambio real de equilibrio se corrigiera en el largo plazo en sólo un 40%.

<sup>17</sup> Esta distinción no es trivial y debe planificarse con antelación a la corrida, antes de que los ahorros se trasladen a cuentas a la vista para su posterior retiro.

<sup>18</sup> La excepción, en este frente, son los pasivos externos de los bancos comerciales, que enfrentaría un quebranto por la diferencia de cambio asociada a sus deudas en el exterior. En el caso argentino, se optó por compensar este déficit mediante un título público dolarizado, un camino equivalente a otorgar un seguro de cambio selectivo, a expensas del fisco.



Así, si bien la adopción de una moneda más débil se basa en la necesidad de recuperar la competitividad y mejorar el balance externo –y, por este canal, revitalizar una economía estancada–, en el corto plazo, el stress bancario y la litigiosidad social, bien podría tener el efecto opuesto: caída de la inversión y crecimiento negativo, hasta tanto las variables nominales encuentren su punto de equilibrio. ¿Cómo se explica entonces el éxito de la devaluación argentina? ¿Qué otros mecanismos activaría la pesetización para contrarrestar esta incertidumbre financiera?

#### 4. EL EFECTO DILUCIÓN

¿En qué medida la performance argentina se vio mejorada por la competitividad precio de un tipo de cambio devaluado? Aunque en este frente la evidencia es circunstancial, sobre todo por la simultaneidad de la mejora del tipo de cambio y el aumento de productividad agrícola y de los términos de intercambio que favoreció a los exportadores de granos como Argentina, una mirada casual al desempeño del balance comercial indicaría que la historia de una «devaluación expansionista» aplicada a la recuperación Argentina ha sido exagerada.

Si bien la devaluación favoreció la sustitución de importaciones, elevó las exportaciones de origen industrial de sus bajísimos niveles históricos, y redujo los salarios reales, tanto la penetración comercial en mercados externos, el incremento en volúmenes exportados y el dinamismo de sectores transables fue similar o inferior al de países vecinos comparables.

En cambio, la pesificación sí tuvo un efecto decisivo en la recuperación y el posterior crecimiento: su contribución a la dilución de deuda y transferencia de ingresos, típica toda devaluación «exitosa».

La matemática es simple. Imaginemos una empresa argentina que, a finales de 2001, debía 1 millón de dólares al banco (que a su vez debía 1 millón de dólares a sus depositantes). Seis meses más tarde, con los pasivos domésticos

«pesificados» (convertidos a la moneda local al uno a uno de la caja de conversión) y el tipo de cambio en cuatro pesos por dólar, el deudor vio su deuda en dólares reducida un cuarto. La dilución de deuda resultante, en un contexto de salarios deprimidos y precios de servicios públicos administrados, jugó un papel crucial en la recuperación de una Argentina sin crédito.

Por otra parte, las empresas argentinas pueden haber estado cortas en dólares al momento de la crisis, pero sus dueños estaban en su mayoría largos, debido a la sistemática fuga de capitales (acelerada en los meses previos a la devaluación) que derivó en un considerable (y mayormente anónimo) stock de activos extranjeros.

No fue la demanda externa sino la rentabilidad extraordinaria de las empresas y el efecto riqueza de la devaluación sobre los ahorristas offshorizados lo que explica el rápido repunte de la inversión en maquinaria y equipos y de la construcción, los motores de la reactivación, y los únicos rubros de la demanda agregada que incrementaron marcadamente su participación. Si la transferencia de riqueza hacia el sector corporativo y las familias ricas (es decir, hacia los que tienen una mayor propensión a ahorrar e invertir) suele ser un patrón de las devaluaciones «exitosas», en el caso argentino la combinación de una fuerte devaluación con la «pesificación» de jure de los pasivos domésticos sin duda potenció este mecanismo y su efecto propulsor.

¿Qué nos dice esto sobre una eventual salida del euro? Con la cautela que imponen las comparaciones imperfectas, la experiencia argentina parecería indicar que, si bien una nueva moneda depreciada podría mejorar las exportaciones o activar la inversión extranjera, no es de esperar que una devaluación lleve a una recuperación liderada por la demanda externa –sobre todo en el contexto de un estancamiento global al que el desmembramiento de la zona del euro sin duda contribuiría. Pero la conversión de los contratos financieros a la nueva moneda –la única manera de evitar un default tras una devaluación– dejaría a los deudores libre del peso de la deuda y dispuestos a gastar.

¿Quién pagaría el costo de esta transferencia de riqueza? En principio, los acreedores (los depositantes, los tenedores de bonos) que, de no mediar una conversión compulsiva de denominación, verían su riqueza en pesetas multiplicarse con la devaluación. Uno estaría tentado a afirmar que, en tal caso, manteniendo los contratos financieros en euros, se le ofrecería a los acreedores una ganancia extraordinaria e inmerecida a expensas del resto –aunque las consideraciones de equidad de una pesificación son demasiado complejas para ser tratadas en unas pocas líneas.<sup>19</sup> En todo caso, el hecho de que la contracara de la transferencia de riqueza sea la pérdida de una ganancia extraordinaria pero contingente (es decir, una que sólo se realizaría con una devaluación) contribuiría a limitar la protesta social de los perdedores de la pesetización.

## 5. CONCLUSIONES

El presente trabajo no pretende hacer recomendaciones en una u otra dirección, sino ofrecer material para un debate de naturaleza tanto política como económica sobre el destino de la unión monetaria en países europeos asolados por la recesión y el stress financiero. Es sólo con este criterio, y con el fin de discutir sus posibles implicaciones, que el trabajo especula con escenarios de modificación del régimen cambiario.

Naturalmente, una devaluación tendría implicaciones técnicas y sociales que no se han mencionado en el trabajo por cuestiones de espacio. En todo caso, la conclusión es clara: una salida del euro sólo puede ser contemplada como una solución de último recurso, en ausencia de una unión fiscal con riesgo soberano solidario y gestión centralizada del crédito público, que en principio sería el camino natural para fortalecer al debilitado euro.

Excluyendo esta posibilidad, ¿cómo se compara un default con una salida del euro con pesetiza-

ción? Como se señaló, una devaluación sin default es difícil de concebir. Pero, ¿es posible un default sin devaluación? ¿Puede subsistir el euro cuando los activos denominados exhiben riesgos tan diferenciados? ¿Es necesaria una devaluación para resolver el problema de flujos: los déficits gemelos detrás de la dinámica explosiva de la deuda?

Si bien la falta de precedentes inhibe de dar respuestas taxativas a estos interrogantes, la discusión previa permite extraer algunas conclusiones preliminares.

Primero, la deseurización, en cualquiera de sus variantes, no es sustituto de una reestructuración de los pasivos en euros; en el mejor de los casos, la conversión compulsiva a la nueva moneda devaluada ofrece una variante de la reestructuración potencialmente menos ardua, aunque no por esto menos controversial.

Segundo, la salida del euro acompañada de una devaluación presentaría riesgos y costos considerables: corrida bancaria, reprogramación de depósitos, control de capitales, litigiosidad e iliquidez transitoria, todos efectos recesivos que probablemente dominen el impacto expansivo propio del uso del tipo de cambio de manera contra cíclica. Por esto, los argumentos a favor de una devaluación «expansiva» no son contundentes, al menos en el mediano plazo mientras se recompone el desarreglo financiero asociado al cambio de régimen.

Tercero, como sugiere la experiencia argentina, el principal efecto expansivo radica en el impacto de la devaluación en la riqueza y la rentabilidad de empresas y estratos sociales altos, de acuerdo a un mecanismo de redistribución de riqueza que favorece a aquellos con mayor propensión al ahorro y la inversión.

Así, si bien es poco probable que una salida del euro, per se, reinicie el crecimiento de la Europa periférica, la conversión de deudas eurizadas a una nueva moneda nacional depreciada puede ser un camino poco ortodoxa pero efectivo para salir del estancamiento. Al final de cuentas, la recuperación no se trata tanto de fortalecer la demanda externa como de eliminar de cuajo la razón detrás de la recesión: la deuda. La salida del euro puede ser un recurso de última instancia en esa dirección.

<sup>19</sup> Spector (2009) presenta una discusión minuciosa de este punto. Vale hacer notar que parte del costo probablemente sería absorbido por el estado.





## **PAPELES DE LA FUNDACIÓN**

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
  - Resumen del estudio en Español
  - Resumen del estudio en Inglés
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibez-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativos de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entrono empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales
- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- Nº 26 La Filantropía. tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- Nº 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008
- Nº30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.

- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009)
- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009)
- Nº 33 La Ley Concursal y su aplicación
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009)
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010)
- Nº 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II
- Nº 39 El Ahorro Familiar en España
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo, 2010
- Nº 41 Los Nuevos Mercados Energéticos
- Nº 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias
- Nº 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España
- Nº 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?

**ENTIDADES PATRONO**  
de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A  
TELEFÓNICA, S.A  
ENDESA, S.A  
FUNDACIÓN IBERDROLA  
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA  
CITI  
BANCO SABADELL  
BANKIA  
CLIFFORD CHANCE  
DELOITTE  
ERNST & YOUNG  
FIDELITY INTERNATIONAL, SUCURSAL EN ESPAÑA  
FUNDACIÓN REPSOL  
INDITEX  
INDRA SISTEMAS, S.A  
KPMG  
LA CAIXA  
MAPFRE  
ZURICH ESPAÑA  
CECA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
FUNDACIÓN ABERTIS  
URÍA & MENÉNDEZ  
ACS  
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
J& GARRIGUES, S.L  
BAKER & MCKENZIE

**ENTIDAD FUNDADORA**  
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIERAS