



LA CRISIS DE LA EUROZONA: EL BUCLE DIABÓLICO ENTRE SISTEMA FINANCIERO Y DEUDA SOBERANA

Luis Garicano y Tano Santos¹

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-

¹ 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.



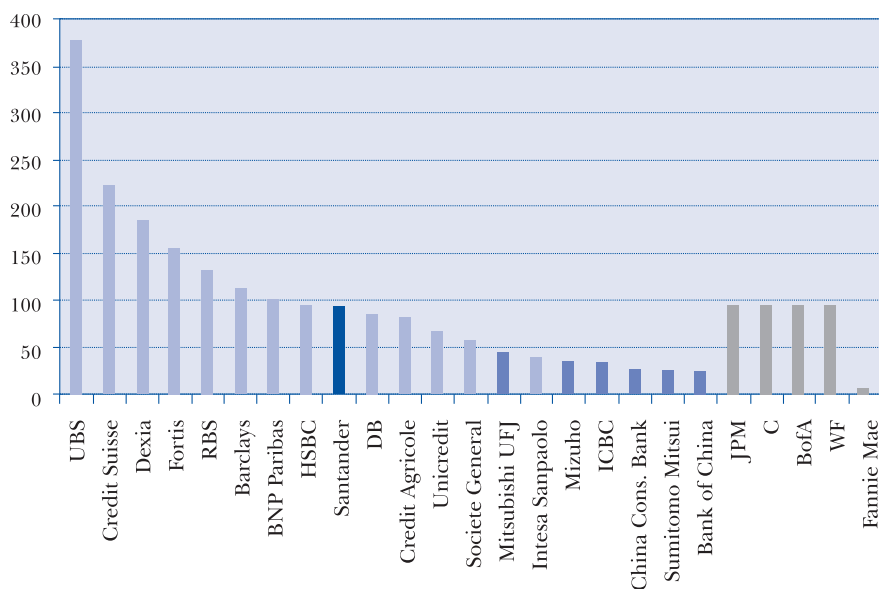
nes y varios bucles que se retroalimentan, lo que ha dificultado la contención de la crisis a pesar de muchos de los esfuerzos de los dirigentes de la Eurozona. No es que el rescate de algunas entidades como Fannie o Freddie no tuviese importantes consecuencias fiscales para el Tesoro estadounidense, 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 EUROPEO²

Como hemos observado, una peculiaridad del sistema bancario de la eurozona es que la garan-

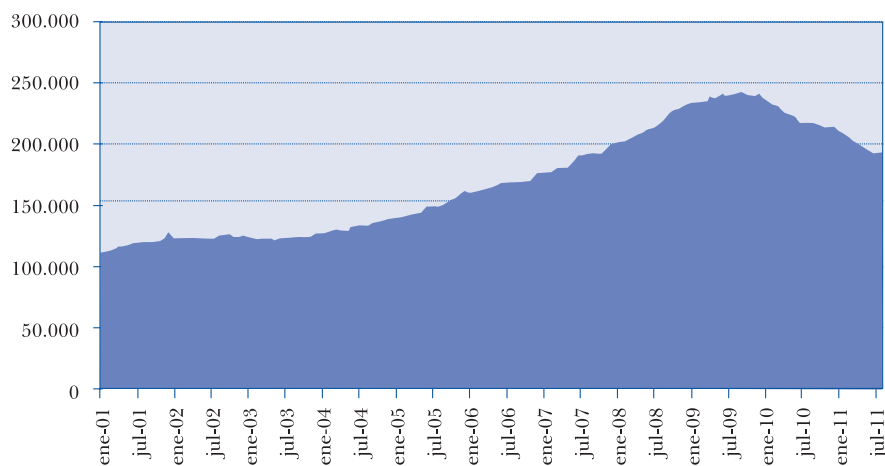
² Esta idea ha sido también propuesta por varios observadores e investigadores, incluyendo e.g. Fernando Fernández y Fernando Navarrete, 2011, «Un euro con futuro. Un Mecanismo Europeo de Garantía de Depósitos y Resolución Bancaria para la moneda única europea», FAES Septiembre del 2011.



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 ESBIES³

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

³ Presentamos aquí la solución presentada por el grupo Euro-nomics, del que formamos parte. Mayores detalles se pueden encontrar en 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*,⁴ 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.

⁴ «The world must insist that Europe act», Larry Summers, *Financial Times* 18 de Septiembre del 2011.

