



EL RIESGO SOBERANO EN LA ZONA EURO: UNA PROBLEMÁTICA PARTICULAR

Santiago Fernández de Lis y Miguel Jiménez González-Anleo¹

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,

¹ 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.

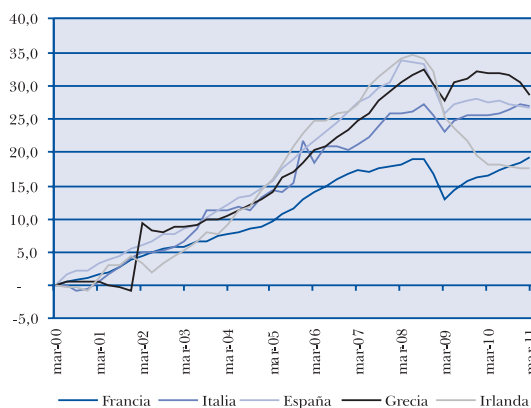
Es bien sabido que las medidas previstas por el PEC no funcionaron de manera eficaz en cuanto tuvieron que hacer frente a los déficit por encima del 3% de los grandes países de la zona –Francia y Alemania–. El PEC incorporaba excepciones a la regla, y sus sistemas de votación permitieron que las autoridades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

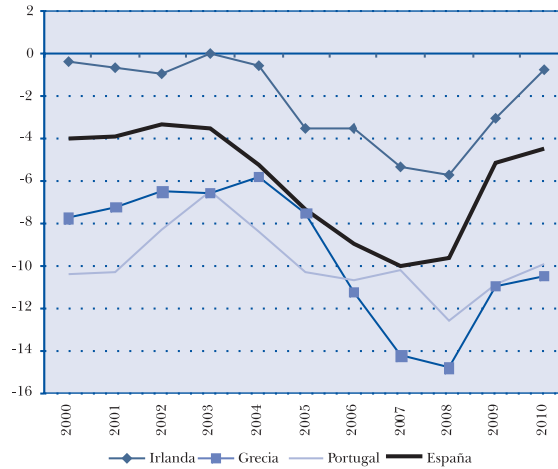
DÉFICIT EXTERNO, DESEQUILIBRIOS PRIVADOS Y DEUDA PÚBLICA

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).

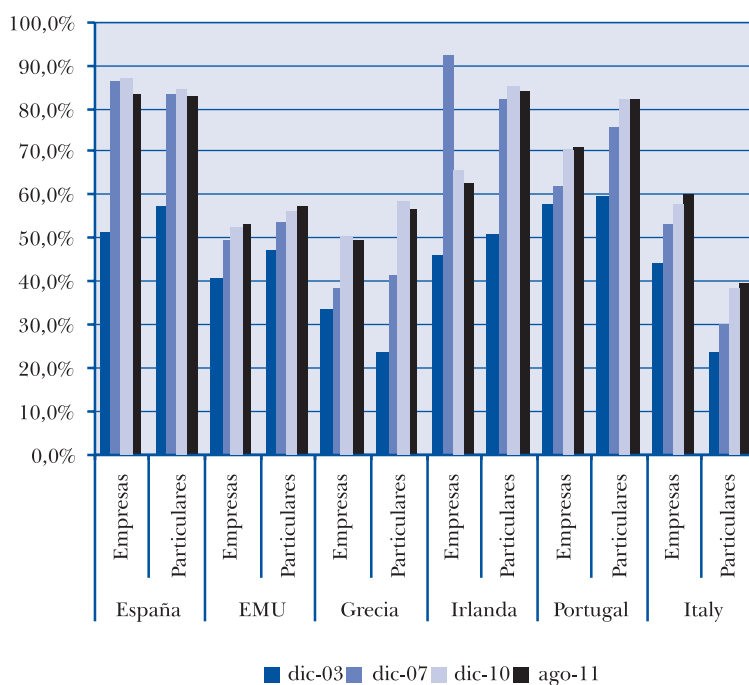
Por otro lado, el exceso de gasto en el sector privado ha tenido un efecto en las cuentas públicas. La mayoría de los países periféricos, impulsados por una coyuntura internacional favorable, por el mencionado shock de tipos de interés, y por los diferenciales crecientes de inflación de precios y salarios, 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

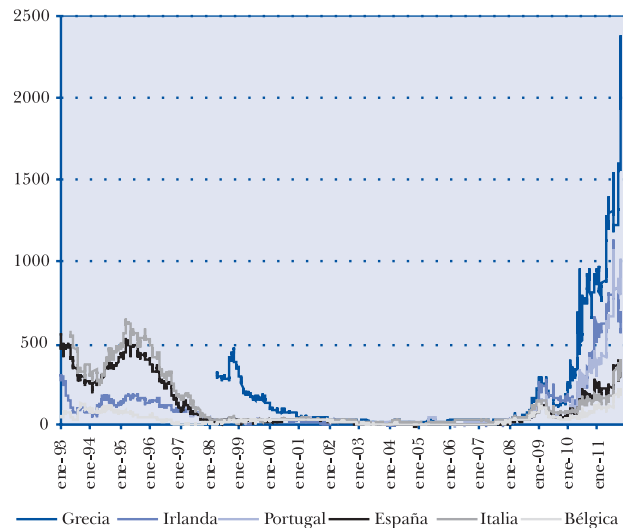
más restrictivas, que restauraran el equilibrio fiscal. La disciplina de mercado, se esperaba, premiaría a los virtuosos y castigaría a los derrochadores.

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 pragmatismo².

¿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-

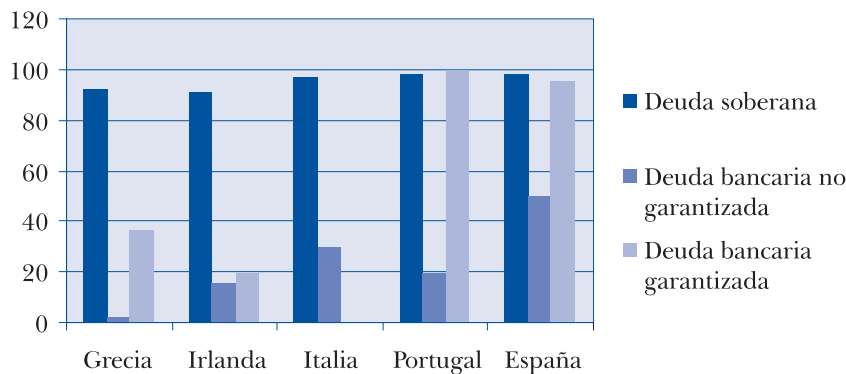
² Es justo reconocer que tampoco le importó a Alemania que, en caso de la crisis argentina, los principales tenedores minoristas de bonos fueran alemanes, junto con italianos y japoneses.



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
Tenedores Nacionales	40%	47%	58%	41%	56%	40%
Bancos Domésticos	14%	6%	8%	12%	32%	7%
Otros tenedores domésticos	26%	41%	49%	29%	24%	33%
Tenedores Extranjeros	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%
Bancos Extranjeros	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

