



# 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





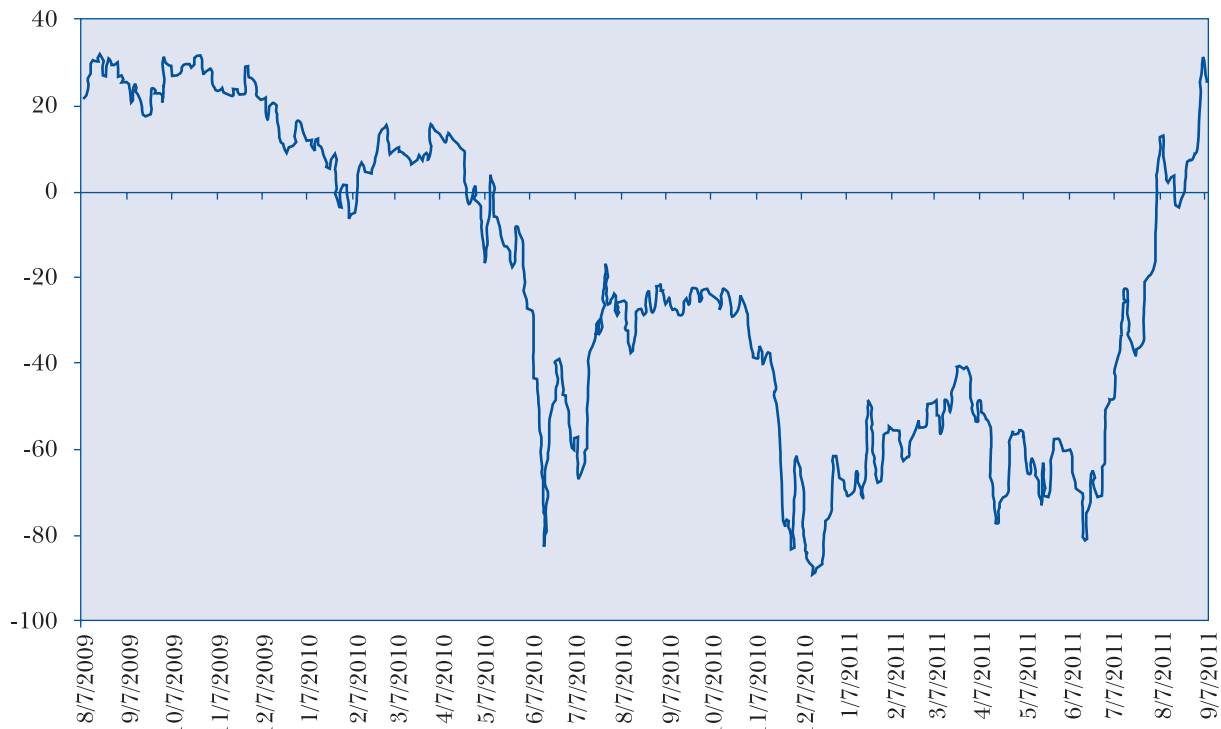
Las medidas adoptadas por el gobierno español, los resultados de los tests de estrés, y la expansión monetaria de la Reserva Federal americana contribuyeron a estabilizar la prima de riesgo. En Octubre del 2010, el comunicado de Deauville de Angela Merkel y Nicolas Sarkozy –donde pusieron como condición 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



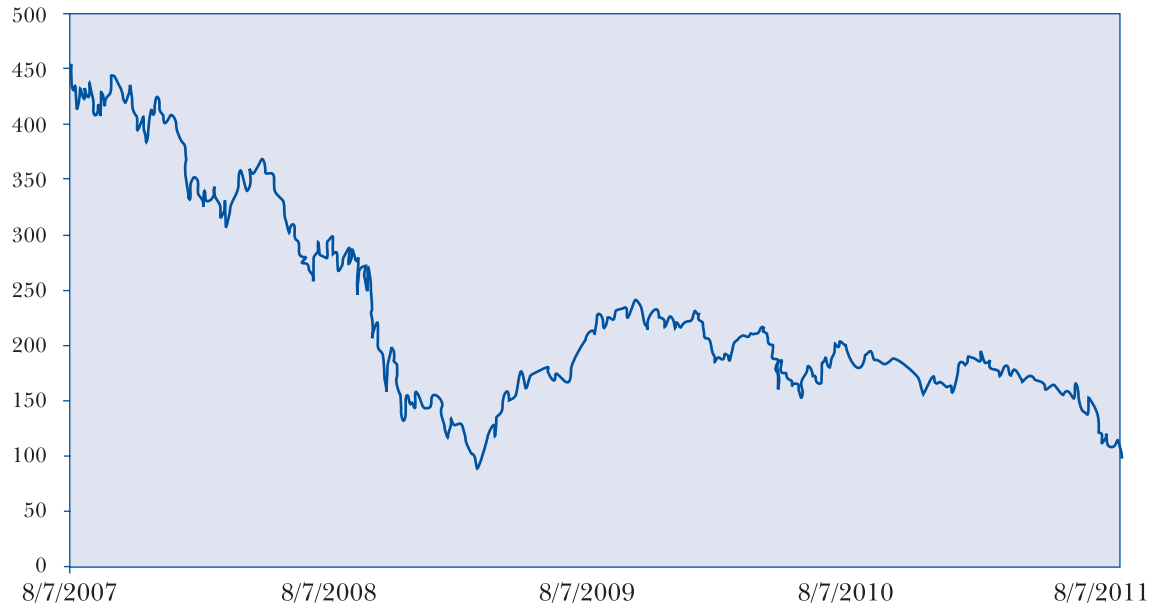


1. La decisión de las autoridades europeas de hacer todo lo posible para que no se ejecuten los contratos CDS a raíz de la operación de canje de la deuda griega implica que aquellos inversores que quieran asegurar sus carteras contra el riesgo de default en Europa se ven privados de un instrumento eficaz. 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 delinee 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 prorrateada, 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.