



EL EURO. PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS

Juan Carlos Ureta y Jesús Sánchez-Quiñones, Renta 4

1. INTRODUCCIÓN

Desde su inicio el euro ha tenido un diseño peculiar, al no vincular la creación de la moneda única en Europa a mecanismos de gobernanza económica común del conjunto de los países integrados en la nueva divisa. Es verdad que se establecieron unas reglas que deberían haber respetado todos los miembros de la zona, y es verdad que la asunción efectiva de dichas reglas por todos los miembros habría sido equivalente a una gobernanza común, pero las sucesivas crisis económicas han tenido como consecuencia el incumplimiento de esas reglas. En particular, la crisis financiera global ha provocado una seria reflexión en torno a la necesidad de realizar cambios de fondo en los mecanismos estructurales de soporte del euro para garantizar su futuro.

Estas reflexiones han creado graves turbulencias en los mercados financieros, y el objeto de este trabajo es analizar, desde la perspectiva de los mercados, los cambios institucionales necesarios en la gobernanza económica europea para garantizar el futuro del euro. Desde este ángulo, analizaremos cual ha sido la evolución en los mercados de los diferentes activos nominados en euros y, por otro lado, la evolución del euro mismo, centrandó nuestra atención de forma especial en los periodos de turbulencias, de los cuales el más reciente e intenso ha sido el del verano de 2011.

Analizar la evolución de los activos nominados en euros, sean bonos o acciones, es extremadamente interesante, ya que los problemas del euro o de la deuda periférica europea son pro-

blemas estructurales, que tienen su raíz en la convivencia en una misma zona monetaria de dos tipos de economías muy diferentes desde el punto de vista financiero. Por un lado, economías tradicionalmente exportadoras de ahorro y, por otro lado, economías tradicionalmente importadoras de ahorro.

Esa convivencia de dos tipos de economías tan distintas, en sí misma no es tan problemática, pero genera, sin embargo, desequilibrios que se han convertido en muy complejos porque el euro nació precisamente en el momento del clímax de la deuda, y sus primeros años coinciden con el periodo de la burbuja de la deuda. Esto hizo que los flujos de dinero de los países excedentarios de ahorro hacia los deficitarios circularan en forma de deuda y no de *equity*. Esos flujos, además, se incrementaron de forma exponencial al crearse la moneda única, como es lógico, ya que los prestamistas tenían ahora una garantía de que los receptores de los préstamos no iban a poder devaluar para incumplir sus obligaciones.

La consecuencia es que varias economías de la zona han acumulado deudas soberanas, o deudas del sector bancario, o ambas a la vez, que, sencillamente, son muy difíciles de pagar en los términos previstos. La deuda tiene un problema frente al *equity*, tiene vencimiento, y al vencimiento hay que pagarla o refinanciarla. La crisis financiera global que se inicia en el 2007 no hace sino empeorar ese problema, ya que la secuela de la crisis es menor crecimiento económico, lo que dificulta aun más el pago de la deuda.



2. NO HAY ALTERNATIVA AL EURO

La conclusión de nuestro trabajo es que los mercados, en las sucesivas fases de turbulencia, no han llegado nunca a poner en cuestión la supervivencia del euro, pero sí han dicho claramente que para que el euro sobreviva han de hacerse ajustes y cambios estructurales muy profundos tanto en algunas economías en particular como en el conjunto de la zona euro. Esos ajustes determinan pérdidas de valor considerables de algunos activos, ya sean bonos o acciones. Es decir, los inversores más que posicionarse o apostar en contra del euro han decidido posicionarse o apostar en contra de ciertos activos nominados en euros, ante las dudas suscitadas por los complejos problemas derivados del diseño original del euro, y por el impacto de la gran crisis de exceso de deuda que aflora en verano de 2007 y que dura hasta hoy. A la vez, han apostado a favor de otros activos nominados en euros, especialmente el bund alemán.

El hecho de que hayan existido activos nominados en euros que han actuado como «puertos seguros» o «refugios», tiene mucho que ver con que el euro no haya sufrido de forma directa en su cotización con el dólar las turbulencias derivadas de las dudas sobre su diseño y su futuro. Los inversores han vendido unos activos de la zona para invertir en otros activos de la zona, pero dentro de la misma divisa, el euro. No han tenido que ir a otras divisas, ha habido siempre una confianza básica en el euro, como demuestra la evolución de su cotización.

Por eso, aunque desde fines de 2009 y principios de 2010 se empieza a poner en cuestión de forma seria todo el soporte conceptual del euro en su configuración originaria y actual, y se empieza a ver de forma clara que hacen falta cambios para garantizar su futuro, sin embargo el análisis de los mercados muestra que los inversores siempre han actuado bajo la premisa básica de que el euro pervivirá, si bien con cambios. Algunos van más allá y piensan, incluso, que para ello alguno de sus miembros actuales deberá abandonar el euro, siendo Grecia el candidato más claro. En esta variante Alemania y las econo-

mías fuertes se quedarían con el euro, volviendo las economías débiles a sus monedas anteriores. Otra opinión es que Alemania abandonaría el euro, volviendo al marco, y quedándose el resto de sus miembros con el euro. Pero en general en los mercados no ha habido una apuesta de los inversores por la desaparición del euro, ni por la vuelta de todos sus miembros a sus monedas de origen. Es más, en la práctica parece muy difícil llevarlo a cabo, aunque se quisiera, que no se quiere.

El inversor y filántropo George Soros lo expresaba de forma gráfica en una entrevista concedida en agosto de 2011 a Der Spiegel : *«no hay alternativa al euro, si el euro se rompe causaría una crisis sistémica que estaría fuera del control de las autoridades financieras, arrastrando no sólo a Alemania, no sólo a Europa, sino al mundo entero a condiciones similares a la Gran Depresión de los años treinta, que también fue causada por una crisis bancaria fuera de control»* («there is simply no alternative to the euro, if the euro were to break up, it would cause a ranking crisis that would be total outside of the control of the financial authorities, so it would push not only Germany, not only Europe but also the whole world into conditions very reminiscent of the Great Depression of the 1930s which was also caused by a banking crisis that was out of control»).

Por eso incluso en agosto y septiembre de 2011 cuando los mercados han vivido las mayores dudas sobre si se están o no dando los pasos necesarios a nivel europeo para garantizar la viabilidad del euro, de nuevo lo que se ha hecho es vender activos denominados en euros para comprar otros activos denominados también en euros.

Algunos analistas afirman de forma un tanto cínica que el euro no se va a romper porque nadie sabe cómo romperlo. Algo de verdad hay en esta afirmación. Se ha creado una moneda de dudosa consistencia conceptual y con un débil soporte institucional, al no haber integración fiscal y gobernanza económica común entre las economías que la forman, pero con un fortísimo andamiaje operativo, de forma que todo el



soporte de pagos monetarios y de infraestructura del BCE no es fácil de deshacer, aunque se quisiera, que además no se quiere, como ya hemos dicho. Además el euro ha adquirido un peso en las reservas de los Bancos Centrales y en las carteras internacionales que seguramente no habían alcanzado nunca ninguna de las monedas que se han acabado rompiendo en anteriores uniones monetarias fallidas.

3. LA DECISIÓN DEL BANCO NACIONAL DE SUIZA DE VINCULAR EL FRANCO SUIZO AL EURO ES UN RESPALDO CLARO AL EURO. TAMBIÉN EL ANUNCIO DE CHINA SOBRE LA FUTURA CONVERTIBILIDAD

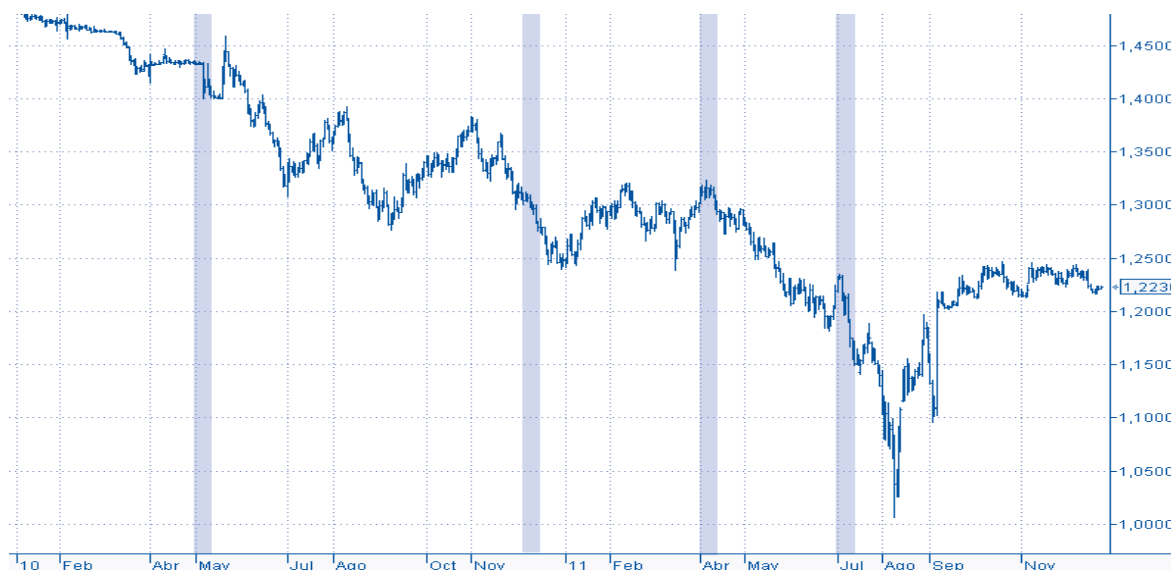
Una prueba de cómo los mercados y los operadores consideran que el euro va a sobrevivir a sus complejos problemas es que, en plena turbulencia sobre la zona euro, el Banco Nacional de

Suiza (Swiss National Bank) decidió el martes 6 de septiembre vincular su moneda al euro, anunciando la compra de una cantidad ilimitada de euros al cambio de 1,20 francos por euro. El franco suizo se había llegado apreciar frente al euro hasta niveles de 1,001 francos por euro a principios de agosto, y en los momentos previos al anuncio cotizaba a 1,10 francos por euro, depreciándose de forma inmediata un 10% tras el anuncio.

Esta decisión del SNB, tomada tras otras medidas infructuosas como pagar intereses negativos en los instrumentos del Tesoro a corto plazo, supone un total respaldo al euro, ya que se podía haber elegido al dólar como divisa de referencia, y no se ha hecho. Lo que pone de manifiesto la relevancia del euro como moneda de reserva y la dificultad práctica de su ruptura.

Igualmente las autoridades chinas han anunciado, a principios de septiembre, que darán los pasos necesarios para que el yuan sea plenamente convertible con el euro en 2015.

EVOLUCIÓN EURO/Franco SUIZO DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.



4. LA ACTUACION DE LOS MERCADOS

Vamos a ver de forma gráfica como los mercados han ido viviendo las sucesivas crisis de la zona euro a partir de 2008. Los periodos más interesantes son: mayo de 2010, con el primer rescate griego; otoño de 2010 con los rescates de Irlanda y Portugal; y verano de 2011 cuando se desata en agosto la tormenta sobre la deuda española e italiana. A la vez, es muy interesante observar que ha sucedido con la banca europea, y en particular con la francesa, en agosto y septiembre de 2011.

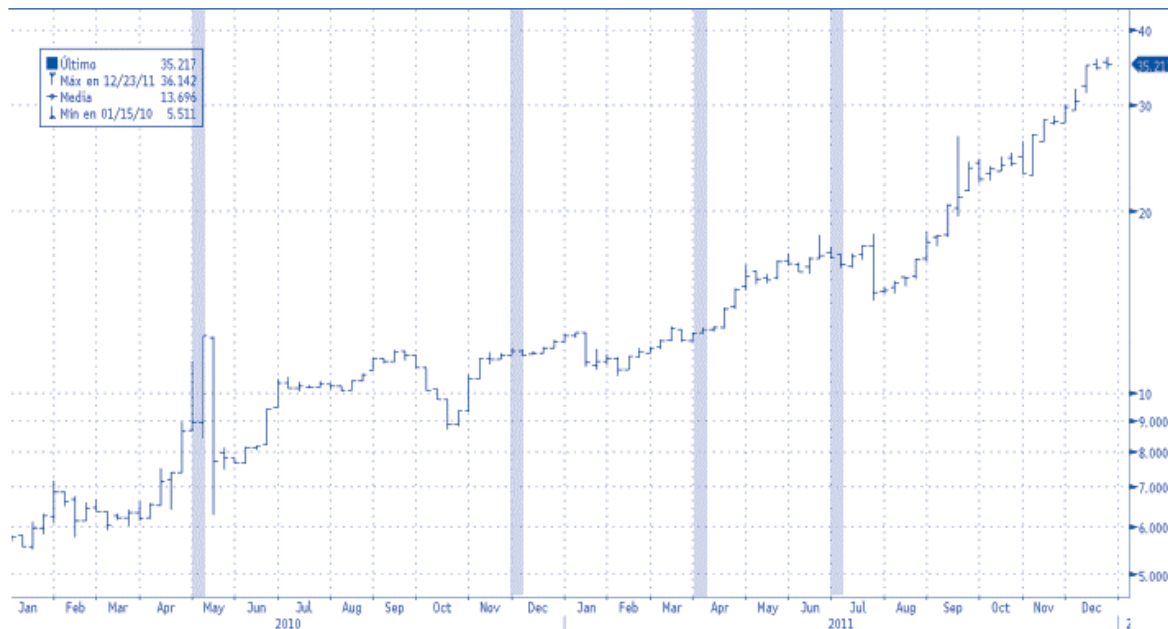
La tesis esencial es que los inversores que mueven las tendencias de los mercados, han preferido posicionarse al articular sus estrategias de inversión no en contra directamente del euro,

sino en contra de determinados activos denominados en euros.

Primero se posicionaron en contra de los bonos periféricos (griegos, portugueses, irlandeses, y, ya en verano de 2011, italianos y españoles) ya que los Tesoros de estos países tienen un elevado volumen de vencimientos en los próximos años, y los inversores más avezados vieron ya desde el inicio de 2010 que iba a ser difícil para ellos renovar los vencimientos sin elevar significativamente el tipo de interés.

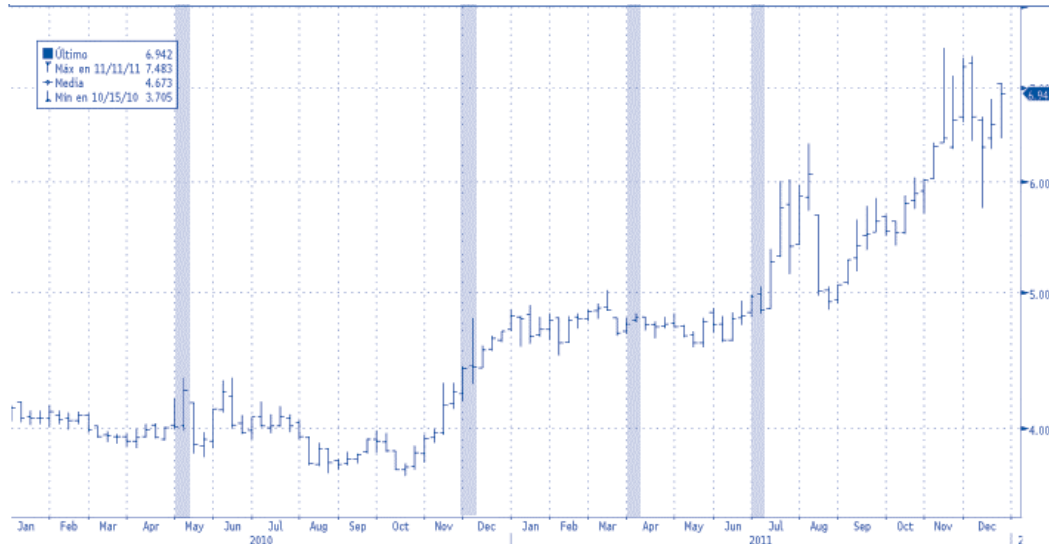
En noviembre de 2008 los mercados han empezado a cuestionar también los bonos franceses, elevando la prima de riesgo de los mismos por encima de los 200 puntos básicos en algunos momentos.

RENTABILIDAD BONOS GRIEGO 10 AÑOS DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE 2011



Fuente: Bloomberg.

RENTABILIDAD BONO ITALIANO 10 AÑOS DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DICIEMBRE 2011



Fuente: Bloomberg.

A la vez, en agosto de 2011 empiezan a ponerse en cuestión no solo los bonos de Tesoros periféricos, sino también los Bancos de la zona euro, al entender que pueden ser las víctimas de una crisis de deuda soberana a escala de la zona euro. Esta tesis es muy explícita en algunos gestores de *hedge fund*, que piensan que puede ser peligroso atacar al euro, pero no lo es tanto atacar a los Bancos de la zona euro acosados por múltiples problemas, como el menor crecimiento económico y la necesidad de reforzar su capital, y además muy expuestos a la deuda soberana de la zona. Los Bancos europeos tienen más o menos el 45% de los bonos soberanos europeos y si hay problemas con esos bonos es obvio que la banca sufrirá. Además, los Bancos europeos tienen por delante un calendario de emisiones muy voluminosos en los próximos años. Deben refinanciar en torno a 1,2 trillones de euros en los próximos tres años y parecen un candidato perfecto para posicionarse en su contra.

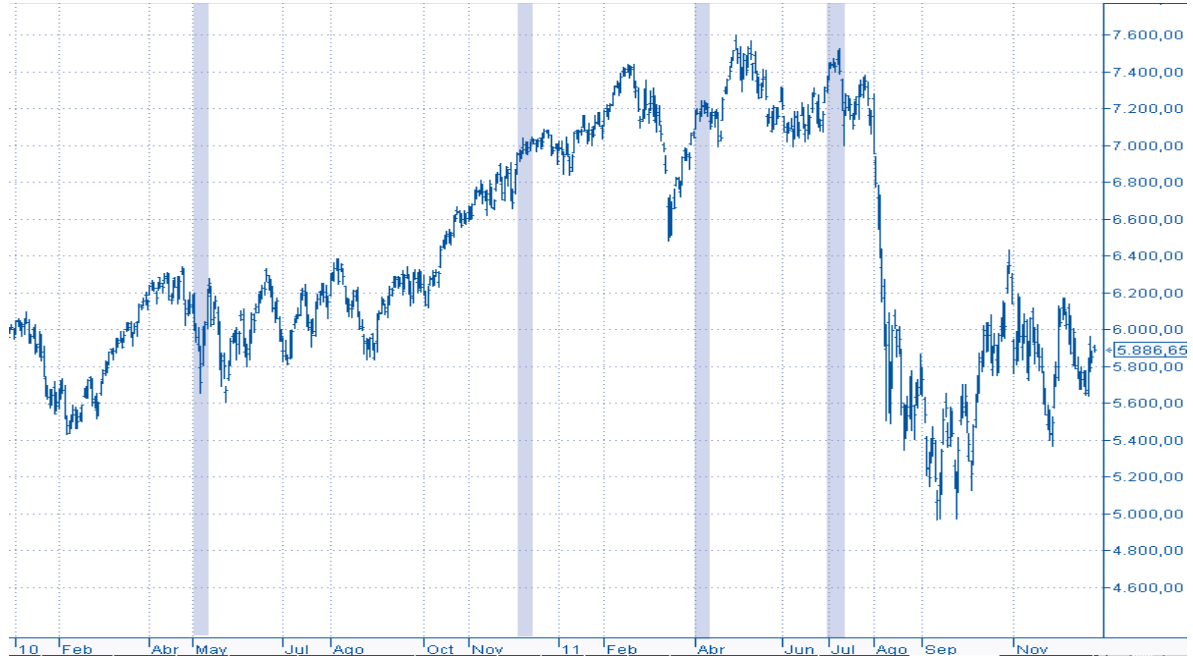
El FMI ha puesto especial énfasis en la necesidad de capitalizar la banca europea para que pueda afrontar el saneamiento de su cartera de bonos soberanos. La tesis del FMI expresada por su Directora General Christine Lagarde en su conferencia en Jackson Hole el sábado 27 de

agosto de 2011 y luego reiterada en varias ocasiones a lo largo del mes de septiembre (p.ej. en la reunión del G7 de Marsella el 8 de septiembre) es que los Bancos europeos deben reforzar su capital acudiendo al mercado, y si el mercado no responde, incluso con fondos públicos. Es obvio que estas manifestaciones de Christine Lagarde, aun siendo correctas en el fondo, no han hecho sino alimentar aun más las caídas de los Bancos cotizados en la zona euro, poniendo así un obstáculo adicional a su capitalización. Pero marcan una dirección clara.

La apuesta de los inversores en contra de los Bancos europeos se ha trasladado al conjunto de los índices. En agosto y septiembre de 2011 hemos visto caídas espectaculares en las Bolsas europeas. Dada la interrelación de la banca europea con otros sistemas bancarios (en junio de 2011 el 50% del mercado monetario norteamericano eran activos de banca europea, habiéndose reducido dicho porcentaje hasta el 35%. La exposición de los Bancos americanos a la banca europea sigue siendo muy elevada), la inestabilidad bursátil se ha trasladado a las plazas americanas y asiáticas, pero no cabe duda de que el origen de la turbulencia está en la zona euro.

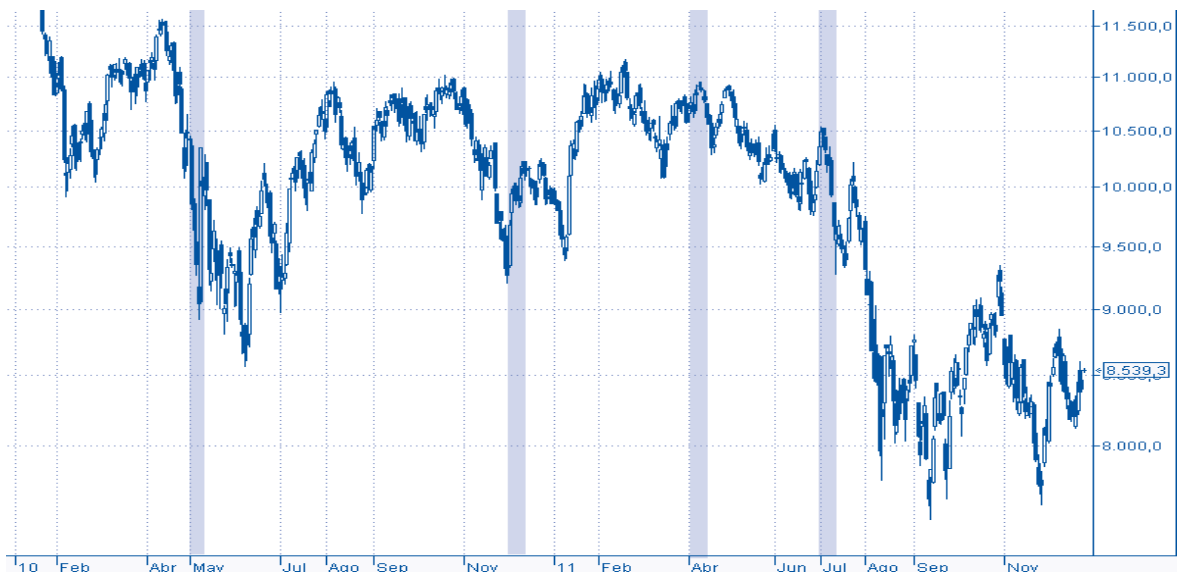


EVOLUCIÓN DAX XETRA DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.

EVOLUCIÓN IBEX 35 DESDE ENERO 2011 HASTA 22 DE DICIEMBRE 2011



Fuente: Visualchart.

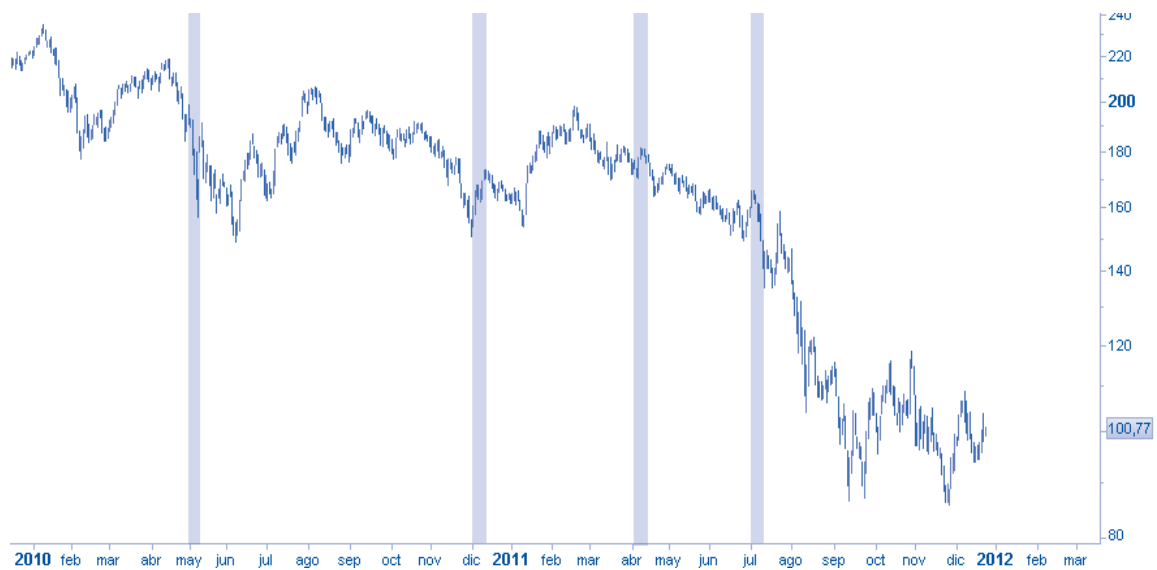


EVOLUCIÓN DEL EUROSTOXX 50 DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.

EVOLUCIÓN DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.



Lo curioso de esta salida de dinero de los bonos de Tesoros periféricos y de las Bolsas de la zona euro es que ese dinero ha ido a otros activos nominados en euros y, sobre todo, al bund alemán. Cuando observamos la evolución del bund alemán a partir de agosto de 2011 vemos como en los mismos días primeros en los que se estaban derrumbando las cotizaciones de la banca, el

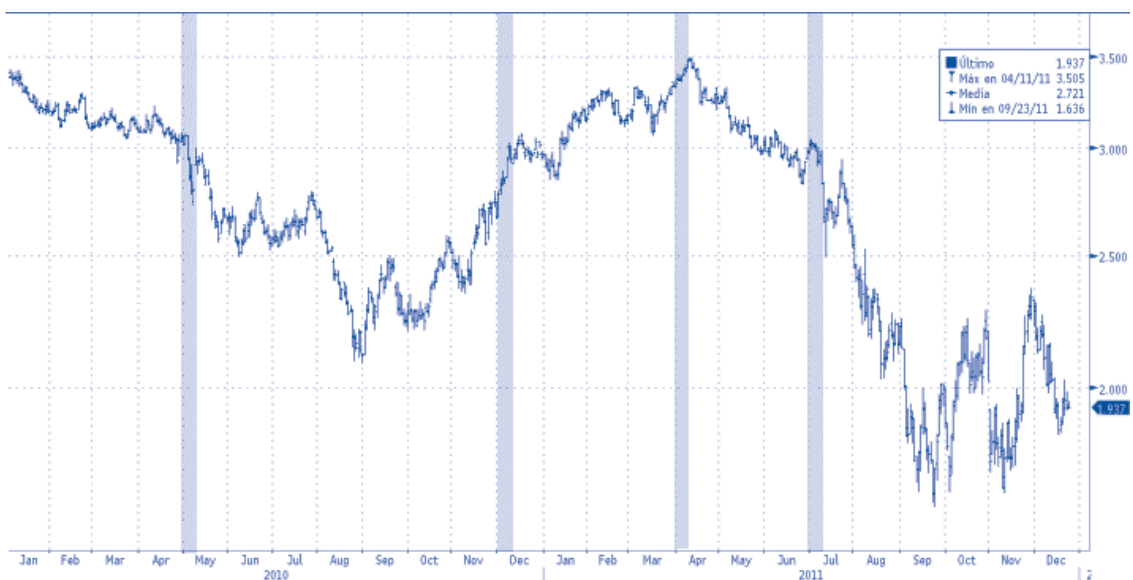
bund marcaba máximos históricos día tras día, hasta llegar a un tipo de interés nunca visto del 1,77% en algunos momentos. Podemos apreciar de forma muy clara como el dinero, dentro de la misma zona euro, se estaba refugiando en el bund y evitando al máximo activos de riesgo como la Bolsa o el sector bancario, agravando de esta forma los problemas.

PRECIO BUND DESDE 1999 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.

RENTABILIDAD BUND DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.



Sin embargo, la cotización del euro se ha mantenido bastante estable durante toda esta crisis. Como se ve en el Gráfico, el euro se ha movido en la banda 1,30/1,45 con el dólar, siendo así

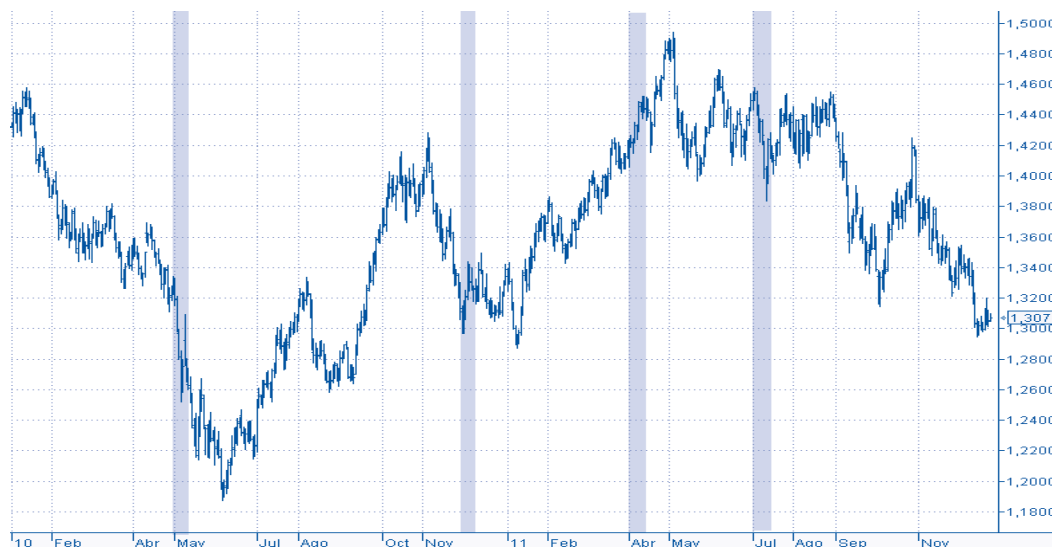
que el crecimiento económico de la zona se ha parado y que en noviembre y diciembre el BCE ha bajado el tipo de interés medio punto, dejándolo en el 1%.

EURODÓLAR DESDE 1999 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.

EVOLUCIÓN DEL EURO DESDE ENERO 2010 HASTA 22 DE DICIEMBRE DE 2011



Fuente: Visualchart.



En todo caso, el euro se ha mantenido estable frente al dólar estadounidense, porque el dólar también tiene sus problemas, pero no frente a otras divisas fuertes como el franco suizo. Ahora bien, la gran divisa de referencia a nivel global sigue siendo el dólar y por eso tiene sentido comparar euro y dólar a estos efectos.

5. LA DINAMICA DE LOS MERCADOS DE AGOSTO-SEPTIEMBRE DE 2011 NO ES SOSTENIBLE

La dinámica que hemos visto en los gráficos anteriores no es sostenible. Entre otras cosas, porque lleva a tal deterioro de la banca europea que *de facto* supone una grave crisis bancaria con riesgo de quiebra financiera de la zona, con implicaciones dramáticas sobre el crecimiento a largo plazo, como indica acertadamente Soros.

En ese escenario, ni siquiera una nacionalización de la banca europea sería una solución. Por eso se requieren soluciones globales para la zona, y esto también lo están pidiendo los mercados con sus sucesivas fases de turbulencias. Una solución global que ya tiene su cauce, el EFSE, en la versión aprobada el 21 de julio, pero que va muy lenta y con problemas de implementación. Las inyecciones de liquidez del BCE a los Bancos de la eurozona, como la llevada a cabo en la subasta del 21 de diciembre de 2011 y la que tendrá lugar en febrero de 2012, alivian temporalmente las tensiones pero no son una solución de fondo.

Además, la asimetría en el comportamiento de los activos de la zona euro, llevada a su extremo, crea problemas de disparidad creciente en la evolución de las distintas economías que integran la moneda única. Por eso es necesaria una respuesta para solucionar los problemas de fondo.

6. LA RESPUESTA DE LOS LÍDERES EUROPEOS Y DEL BCE

La respuesta de los políticos a estos enormes retos (*challenge*) que ponen en riesgo el proyecto

político de mayor calado y en el que se ha puesto más esfuerzo político en Europa en los últimos cien años no ha conseguido ser clara y firme. Las respuestas han de ser fuertes y completas, no valen parches o soluciones sólo para economías como la griega. La solución que piden los mercados es una reforma en profundidad de la gobernanza económica de la zona y a la vez la implementación de los eurobonos como mecanismo unificado de «funding» para la zona.

George Soros lo ha resumido muy bien en un artículo publicado en Financial Times el 14 de agosto de 2011, bajo el título «Three steps to resolving the eurozone crisis». Dice Soros: «Una solución completa para la crisis de la zona euro debe tener tres componentes, la recapitalización y reforma del sistema bancario, los eurobonos y un mecanismo de salida del euro (para quienes no cumplan)».

Los eurobonos han sido demandados permanentemente por los mercados financieros como fórmula idónea para resolver la inestabilidad de la zona. Hace tiempo que los mercados vienen emitiendo su veredicto: no habrá una salida verdadera a la crisis, hasta que se avance de forma clara en la gobernanza económica de la zona euro, creando a la vez un mecanismo de *funding* unificado a través de los eurobonos que permita gestionar el problema de la deuda acumulada soberana y bancaria, en algunos casos reestructurándola, como en el caso de Grecia.

Los mercados claramente no han aceptado como sostenible el «modelo de rescate» practicado a Grecia, Irlanda y Portugal, porque sólo es un modelo de financiación y no una solución de fondo, y presionan a los políticos para que avancen hacia una solución global, en la que los eurobonos son importantes.

Muchos consideran los eurobonos como una condición necesaria para la supervivencia del euro. Así lo ha manifestado, entre otros, el ya citado Soros y numerosos analistas y economistas, incluidos varios premios Nobel de Economía. El ex Ministro italiano de Economía, Giulio Tremonti, lo expresó de manera gráfica en la reunión del Foro Ambrosetti en el lago de Como el fin de semana del 4 de septiembre de



2011, diciendo literalmente que «no hay alternativa a los eurobonos». También el ex Canciller alemán Gerard Shroeder, bajo cuyo mandato se creó el euro, ha defendido los eurobonos en declaraciones a Der Spiegel del domingo 5 de septiembre, como único instrumento que permite avanzar hacia los Estados Unidos de Europa, con integración no sólo monetaria sino también fiscal y política.

El mercado de eurobonos tendría una dimensión y liquidez grande, ya que la suma de los mercados de bonos soberanos de la eurozona es de 8,6 trillones de dólares comparada con el total de 9,5 trillones de dólares que alcanza el mercado de bonos norteamericanos.

Pero Alemania y Francia, aun aceptando el concepto, se han negado, por el momento, a esta solución. Merkel y Sarkozy ya en su reunión del 16 de agosto de 2011 enfatizaron su respaldo total y completo al euro y a una mayor gobernanza europea, pero en lo que toca a los eurobonos han sostenido hasta ahora que emitir eurobonos con 17 políticas fiscales divergentes no tiene sentido. Sarkozy dijo literalmente el 16 de agosto de 2011: «podemos pensar en los eurobonos, pero al final del proceso de integración de la eurozona, no al principio» declaraciones cuyo impacto inmediato fue hacer subir al bund y bajar a las Bolsas.

En declaraciones a Der Spiegel el domingo 21 de agosto Merkel insistió en que no es el momento de los eurobonos. Señaló que los eurobonos no son una solución a la crisis si países que están en dificultades no han logrado antes superarlas. Y reiteró: «los eurobonos no son la solución a la actual crisis sino justamente el camino equivocado» ya que favorecerían una «unión de la deuda» sin estabilizar la situación. En la misma línea otros líderes de países no tan centrales de la Comunidad, como el primer ministro checo Petr Necas, dijo el lunes 29 de agosto: «hemos entrado en una unión monetaria, no en una unión de la deuda o en una unión de transferencias»

Esta posición contraria tanto a los eurobonos como a establecer de forma inmediata una gobernanza europea ha sido muy bien explicada por el Ministro alemán de Economía, Wolfgang Schau-

ble, en un artículo en el Financial Times de 6 de septiembre de 2011. Schauble tiene la lucidez de reconocer los mensajes de los mercados como mensajes que hay que escuchar, pero pone pegas.

«Cuando los mercados son los portavoces de las malas noticias, hay tendencia a matar al mensajero. La verdad es que los Gobiernos necesitan la disciplina que les imponen los mercados. Pero los mercados no siempre actúan racionalmente. De ahí mi incomodidad con las posiciones que desean un salto rápido hacia una unión fiscal y hacia una responsabilidad compartida. Eso sería atacar los síntomas, pero a costa de desincentivar a hacer reformas necesarias. Iría contra la esencia de la integración europea. Reforzar la arquitectura de la eurozona llevará tiempo y cambios de los Tratados que no se pueden hacer de un día para otro» (When markets become the bearer of bad news, there is a natural tendency to take aim at the messenger. The truth is that governments need the disciplining forces of markets. But markets, like the human beings they are made of, do not always act rationally. Hence my unease when some politicians and economists call on the eurozone to take a sudden leap into fiscal union and joint liability. Not only would such a step fail to durably solve the crisis by addressing only its most superficial symptoms, but it could make it worse in the medium term by removing a key incentive for the weaker members to forge ahead with much-needed reforms. It would also go against the very nature of European integration).

Estas opiniones tienen razón, no se puede empezar la casa por el tejado y no se pueden crear eurobonos si no se ha cimentado antes bien la base sobre la que asentarlos. Al final la base sobre la que se asientan tanto el dinero como la deuda pública es el valor presente y futuro de los activos de una economía y la confianza que suscita ese valor, y ahí no se pueden hacer trucos.

A partir de aquí, lo previsible es que se avance tanto en la ortodoxia fiscal y presupuestaria de las cuentas públicas en los países que se han excedido, como en mecanismos de garantía bancaria y de supervisión bancaria a escala euro, lo cual exige reglas sobre la banca verdaderamente europeas. No basta con la ortodoxia fiscal y el control del gasto público, como ha demostrado de forma



patente el caso de Irlanda. Dado que al final no se puede dejar quebrar al sistema bancario, al final los problemas de la banca y los problemas de la deuda soberana van muy unidos y por ello hay que establecer reglas europeas sobre banca y una supervisión a escala europea sobre los Bancos.

Se avanzará seguramente en la creación de un Fondo de Garantía de Depósitos a escala europea y en un mecanismo de rescate bancario a escala europea. También algunos economistas han propuesto una Agencia europea de Deuda que emitiría eurobonos, aunque de forma parcial y sin que los Estados arriesguen nada más que el capital que ponen en la Agencia.

Todo esto conlleva acuerdos políticos muy de fondo, un auténtico proceso «constituyente» en Europa. La parte buena de todo ello es que el problema es político, no económico ni financiero. Hay dinero para arreglar los problemas creados, hace falta el acuerdo político.

Sin embargo, finalmente la creación de eurobonos es deseable, y algún día llegará.

En un Informe emitido por el Centre for Economic Policy Research (CEPR) un grupo de economistas de prestigio reclamaba el pasado 18 de septiembre promover alternativas a los bonos del tesoro americano (US Treasurys) como activo de reserva dominante de los Bancos Centrales para evitar que los artificialmente bajos tipos de interés de los *treasurys*, en parte motivadas por la demanda asegurada de los Bancos Centrales para sus reservas, creen burbujas de valoraciones.

La solución a un problema tan complejo como el de la eurozona no será simple, sino que pasará necesariamente por un *cóctel* de soluciones, y por un proceso largo (algunos lo llaman «*muddling through*»).

Un proceso en el que tal vez haya incluso que renunciar en algún momento a la ultra ortodoxia, aunque sea para hacer de forma ortodoxa cosas no tan ortodoxas o permitir algo de inflación. Como dice Kenneth Rogoff, no hay ninguna salida rápida (podríamos decir que ni siquiera lenta) de la crisis «sin un modelo que transfiera riqueza de los acreedores a los deudores» gracias a un proceso inflacionista con caída del tipo de cambio, o de aceptación de liquidación parcial de las deudas o de la

entrega de activos nacionales al exterior (se ha sugerido a Grecia que venda su oro). Es decir, tarde o temprano esa transferencia de renta o de riqueza deberá hacerse, aunque sea con contrapartidas y desde luego en un marco de integración fiscal.

En todo caso, y pese a estos problemas y complejidades, el escenario de ruptura del euro no parece que lo contemplen los mercados.

7. EL BCE COMO EMISOR DE SEUDO EUROBONOS O FINANCIADOR DE ULTIMA INSTANCIA. MODELOS DE PROTECCIÓN BANCARIA A ESCALA EUROPEA

Mientras se decide la emisión de eurobonos la realidad es que el peso de la financiación comunitaria y de la provisión de liquidez a los Bancos y, a través de los Bancos, a los Tesoros de la zona que lo necesitan, recae en el BCE. El BCE inyecta liquidez a los Bancos con el colateral de bonos soberanos. Es una forma «desnaturalizada» de emitir bonos europeos, una forma que permite a Alemania evitar la presión política interna que genera la fórmula de los eurobonos y mantiene a la vez la presión sobre los países periféricos. El BCE paga, de alguna manera, la factura para comprar el tiempo político necesario.

Al final, como dice Wolfgang Munchau (Financial Times 12 de septiembre de 2011) solo hay tres alternativas: la primera es emitir eurobonos; la segunda es que el BCE monetice las deudas nacionales; la tercera es la que al parecer promueven algunos «halcones» como el dimitido miembro del BCE Jürgen Stark y consiste en una depresión de las economías afectadas por el desapalancamiento simultáneo de sus deudas pública y privada, depresión que incluye el *default* de forma casi necesaria. De estas tres opciones la que por el momento se ha puesto de verdad en marcha es la de la financiación por el BCE.

El BCE inició su programa de compra de bonos en mayo de 2010 a raíz del primer rescate griego. Luego los suspendió por una temporada en el 2011, pero el 4 de agosto, ante la inestabi-



lidad creciente de los mercados, lo reinicia, a la vez que extiende hasta fin de 2011 las facilidades de liquidez a los Bancos. En un principio el BCE anunció la compra de bonos solo para los bonos portugueses y griegos, excluyendo expresamente a los españoles e italianos, pero el domingo 7 de agosto el BCE se vio obligado a incluir en sus compras a los bonos españoles e italianos ante el temor de un nuevo *tsunami*, agravado por el *downgrade* de S&P a la deuda americana anunciada el sábado 6 de agosto. Sólo en agosto de 2011 el BCE empleó 56 mil millones de euros, a partir del lunes 8, para comprar bonos en mercado secundario. En la subasta de 21 de diciembre de 2011 financió cuatrocientos noventa mil millones de euros a tres años a la banca europea.

Este modelo no parece sostenible en el tiempo, pero es válido como solución transitoria, aunque ha tenido el coste de la dimisión primero de Axel Weber y más recientemente de Jurgen Stark. Es cierto que sería mejor que el BCE no tuviese que actuar de esta forma, pero, sin duda, es un mal menor si lo comparamos con la amenaza de problemas generalizados en el sistema bancario y financiero de la eurozona. Incluso la expansión adicional de su balance, aunque no sea ortodoxa, sería un mal menor, y si atendemos a la experiencia de la FED americana, esa expansión del Balance no tendría por que generar inflación.

También se han propuesto mecanismos de garantía de los depósitos bancarios a escala europea o la creación de una Agencia de Deuda a escala europea. Todos estos pasos son positivos, pero al final si se quiere realmente fortalecer al euro, la unidad de «funding» y por tanto la creación de algún tipo de «eurobonos» van a ser casi obligatorias.

8. REFORMA DEL EFSF EN JULIO, CUMBRE EUROPEA DEL 26 DE OCTUBRE Y PROCESO CONSTITUYENTE

En realidad, la primera piedra hacia el eurobono se puso con el acuerdo sobre el segundo rescate a Grecia de 21 de julio de 2011 y con al cumbre

europea del 26 de octubre. De dichos acuerdos deriva que, a la larga, el auténtico instrumento de provisión de fondos y el emisor de eurobonos deberá ser el Mecanismo europeo de Estabilidad (ESM), es decir, el Fondo europeo que sustituirá a partir de 2013 al Fondo de Estabilidad (EFSF) y no el BCE. Esa es la idea que está detrás de la reforma de dicho mecanismo acordada el 21 de julio de 2011 y reforzada en la cumbre de 26 de octubre.

En julio de 2011 se dotó al EFSF de mayor operatividad, al permitirle comprar deuda soberana en el mercado secundario, prestar preventivamente a países que no hayan sido rescatados (un reconocimiento de lo desenfocado que es el modelo de rescate), y capitalizar a los Bancos. De hecho es un paso enorme hacia una gestión y reestructuración ordenada de la deuda. En la cumbre del 9 de diciembre de 2011 se adelantó la entrada en funcionamiento del ESM a junio de 2012.

Es importantísimo crear un mecanismo a través del EFSF o el ESM para capitalizar los Bancos europeos si fuese necesario. Christine Lagarde en su importante discurso de Jackson Hole el sábado 27 de agosto abogó por utilizar el EFSF para inyectar capital a los Bancos europeos si fuese necesario.

Pero esta reforma del EFSF tiene dos problemas. La implementación del nuevo EFSF requiere la aprobación por todos los Parlamentos nacionales, y esto tarda y además crea incertidumbre. Por otro lado, el nuevo EFSF nacía en el acuerdo de 21 de julio con mucha potencia pero sin gasolina. No se le dotaba de fondos. Por eso los mercados entraron en una fase de gran inestabilidad en agosto, justo después de la aprobación de la reforma del EFSF.

Estas carencias han tratado de ser superadas en la cumbre de 26 de octubre, en la que se pretendió dotar al EFSF de unos recursos de un trillón de euros, pero tras la cumbre ha habido dificultades para que ese deseo se transforme en realidad. Estas dilaciones y retrasos, unidas a la incertidumbre que genera un proceso político tan complejo como el europeo, han afectado de



forma muy negativa al valor de algunos activos, sobre todo a los Bancos cotizados y a los bonos de ciertos países. Es verdad, como dice el Ministro alemán de Economía, Wolfgang Schäuble en declaraciones a Der Spiegel el fin de semana del 14 de agosto, que si los países periféricos quieren ayuda, han de hacer sacrificios dolorosos, y tomar medidas de ajuste. Es verdad también, como afirma el propio Schäuble, que no se deben socializar o colectivizar las pérdidas. Cada uno debe asumir las suyas. Todas estas ideas han vuelto a plasmarse en la cumbre europea de 9 de diciembre de 2011, que pretende reforzar la disciplina fiscal de los miembros del euro.

Pero al final un proceso de deterioro tan grande como el que está teniendo lugar con el progresivo aumento del diferencial de los bonos italianos, españoles e incluso franceses, hace imposible cualquier tipo de solución. Las implicaciones son muy duras para las economías endeudadas, no solo en términos de nivel de vida de sus ciudadanos sino también y sobre todo en términos de valor de sus activos nacionales, ya sean acciones, bienes reales o bonos.

Al final, si hay medidas de ajuste nacional para evitar la ruptura del euro y para avanzar hacia la integración fiscal y política en la zona, medidas como las tomadas este verano por los Gobiernos italiano y español, esas medidas tienen un efecto muy contractivo, y eso hace caer el valor de los activos nacionales, además del efecto de caída de valor por la subida de tipos. Por tanto, o hay ayuda en el proceso de ajuste o se torna muy difícil acometerlo. Incluso con ayuda la necesidad de reestructurar la deuda, es decir, de hacer un *default* ordenado o un alargamiento de plazos o una liquidación contra activos parece evidente, ya que si no es imposible pagar la deuda en un contexto de contracción de la actividad económica.

En definitiva, si se plantea un ajuste muy radical y sin ayuda financiera holgada, que incluya la asunción por los acreedores de ciertas quitas o alargamientos, se estaría comprando la supervivencia del euro a un precio difícil de pagar por los países endeudados periféricos, ya que debe-

rán soportar un empobrecimiento excesivo y no soportable en los niveles de vida y en el valor de los activos. Y es obvio que esto tiene sus límites.

La idea de los eurobonos ha encontrado un nuevo obstáculo, a juicio de algunos analistas, en la decisión del Tribunal Constitucional Alemán del 7 de septiembre. Aunque esa decisión en principio admitió como constitucional el acuerdo del 21 de julio de 2011 sobre el EFSF, sin embargo sometió los futuros acuerdos a condiciones muy severas. Esas condiciones, en opinión de algunos analistas, como el ya citado Wolfgang Munchau (ver Financial Times de 12 de septiembre de 2011), impedirán la emisión de los eurobonos, salvo reforma constitucional en Alemania.

Para salvar éste y otros obstáculos la Comisión Europea ha hecho público a fines de noviembre un documento en el que propone los llamados «bonos de estabilidad» bajo tres variantes, algunas de las cuales no necesitan reforma de los Tratados. Se trata de un esfuerzo más para avanzar en una dirección correcta, pero que exige tiempo.

En cualquier caso, parece que los responsables políticos de la zona euro van avanzando, aunque sea de forma forzada, hacia un sistema de ayudas recíprocas basado también en obligaciones y en disciplina compartida, porque el escenario alternativo pone en peligro al euro.

Para avanzar hará falta un nuevo «proceso constituyente» que implica profundas reformas en el entramado institucional de la Comunidad Europea y que probablemente implique también reformas constitucionales en varios países miembros, incluido Alemania. Se trata de un proceso largo, pero seguramente necesario para salvar al euro.

9. CONCLUSIONES FINALES TRAS LA CRISIS DEL VERANO Y OTOÑO DE 2011

Nuestra conclusión es que los mercados nos dicen que apuestan por la supervivencia del euro, y para ello están forzando un tránsito hacia



algún tipo de federalismo fiscal a nivel de la zona euro, con emisión de eurobonos como fórmula de funding conjunta para la zona. Los activos más débiles, como los bonos periféricos de economías altamente endeudadas y con problemas de competitividad, o como las acciones bancarias, e incluso activos más fuertes, pero considerados de riesgo, como la Bolsa alemana, están sufriendo pérdidas de valor en ese proceso hacia la integración fiscal, y por eso los inversores apuestan contra esos activos.

Ahora bien, ese proceso de reajuste de activos tiene sus límites naturales y no parece muy sostenible una dinámica de mercado en la que el bund sube sin límite mientras otros activos se desploman. Más aun si se tiene en cuenta la conocida y posiblemente acertada tesis de Kenneth Rogoff según la cual es casi imposible salir de un problema de deuda excesiva y de contracción económica global sin crear algo de inflación para transferir riqueza de los acreedores a los deudores. Esta es, al parecer, la única hipótesis que los mercados no están contemplando, con sus compras compulsivas de bund y de T bond. Si la contemplasen no comprarían bunds, salvo que jueguen a divisa, a la ruptura del euro y a un nuevo «deutsche mark».

Por eso, lo normal sería que a medida que los mercados perciban que se avanza hacia una mayor integración de la zona euro, los activos muy castigados, como las acciones europeas, suban y el bund, sin embargo, ajuste su precio a la baja y su tipo de interés al alza. A la vez, el euro probablemente debería bajar algo respecto al dólar.

En verano y otoño de 2011 los mercados y las Bolsas han vivido movimientos extraordinarios, y hay que analizar si esos movimientos pueden afectar a la tesis expuesta. En nuestra opinión, no solo no la contradicen sino que ratifican la tesis básica de nuestro trabajo.

Ha habido algunas interpretaciones que, al ver la extraordinaria subida del bono del Tesoro alemán a diez años, en agosto y septiembre, han pensado que esos inversores que compran bund a tipos de interés muy bajos están apostando por la ruptura del euro y por un nuevo marco alemán

fuerte. Sin embargo, hay explicaciones alternativas, que ya hemos comentado. A saber, los inversores simplemente cambian de activo, venden activos que consideran de riesgo y van al activo refugio que consideran seguro, pero se quedan en euros. Al ser el bund un activo refugio, a los inversores no les importa la rentabilidad, sino la seguridad. Además, piensan que una vez se emitan los eurobonos y queden ya cada vez menos bund en circulación, los bunds serán cada vez más apreciados, por su escasez y por su seguridad. Si los inversores quisieran salir del euro lo harían, sin duda, pero no lo hacen, solo cambian de activo.

Curiosamente, a raíz de que el Tesoro alemán tuviese dificultades para colocar una subasta de *bunds* el miércoles 21 de noviembre se ha planteado justamente la tesis contraria. Se dice que el Tesoro alemán empieza a no colocar bien sus bonos porque los inversores no desean invertir en euros, ya que tienen miedo a la ruptura del euro. Nuestra interpretación es más sencilla. Pensamos que, simplemente, los bonos alemanes habían llegado a niveles de tipo de interés muy poco atractivos y por eso el Tesoro alemán, a tipos de interés por debajo del 2%, ha tenido dificultades en colocarlos. Pero esto no significa desconfianza en el futuro del euro.

También las fuertes caídas en agosto y septiembre del índice selectivo de la Bolsa alemana, el Dax, han hecho pensar a algunos observadores que los inversores que venden acciones de las grandes compañías alemanas ponen en cuestión la supervivencia del euro y por eso venden Bolsa alemana, al pensar que la ruptura del euro crearía graves problemas a las empresas alemanas, que exportan mucho a otras economías de la zona euro. Hay que recordar que en agosto el Dax bajó el doble que el Ibex y mucho más que otras Bolsas de economías «problemáticas». Sin embargo, también en este caso, como en el del bund, hay explicaciones alternativas, y más claras, sin necesidad de pensar que los inversores castigan al Dax porque creen que el euro corre peligro.

Sin embargo, la explicación más lógica de la fuerte caída del Dax es que los mercados han



apostado en el verano de 2011 por una fuerte recesión global (un Informe publicado por Morgan Stanley el 18 de agosto decía literalmente que «*el mundo se encuentra al borde de la recesión*») y por eso la caída del Dax, índice formado por empresas muy exportadoras y muy globales. Además, el Dax era el índice europeo que más había subido en los dos años previos y en la segunda semana de agosto se supo que la economía alemana había crecido sólo un 0,1% en el segundo trimestre, tras el magnífico primer trimestre.

Esta idea de que las Bolsas han descontado una recesión global sería coherente con las compras masivas de bund y T bond esos días de fuertes caídas de las Bolsas y del Dax, pese al *downgrade* de la deuda americana el 6 de agosto por Standard&Poors. De hecho, el tipo de interés de los T bond bajó en agosto y en septiembre del 2% llegando a tipos de interés del 1,9%, no vistos ni en los años 30 de la Gran Depresión, ni en la crisis post Lehman de otoño de 2008. Hay que retrotraerse al año 1950 para ver un tipo de los «*treasuries*» por debajo del 2%. Esto nos indica que en agosto las Bolsas han descontado la hipótesis de una gran contracción global, y de ahí que el dinero haya ido a los activos refugio, como el oro, cuyos futuros llegaron a su máximo histórico de todos los tiempos el lunes 22 de agosto cotizando a 1.911,4 dólares la onza. No habría, por tanto, causas europeas sino más bien globales en ese desplome del Dax.

Es posible también que hubiese posiciones apalancadas en el Dax, posiciones que, al traspasar el índice a la baja ciertos niveles, han generado de forma automática ventas por ejecución de garantías o por esquemas de protección del capital. Esas ventas alimentan otras ventas de pánico y así se genera la gran caída. Tal vez, si esta hipótesis fuese cierta, la finalización de la QE2 en junio haya acelerado esa necesidad de desapalancamiento de uno o varios operadores, pero como decíamos es sólo una hipótesis.

En definitiva, hoy por hoy los mercados siguen descontando como escenario básico el de una continuidad del euro, bien es verdad

que asumiendo la necesidad de cambios muy profundos en las instituciones y los Tratados europeos.

10. EL EURO, UN PROBLEMA GLOBAL

A la hora de redactar estas líneas, y tras la cumbre de 9 de diciembre de 2011, el reto de la zona euro sigue ahí. En el 2012 tal vez los responsables políticos de la zona euro tengan que abordar una difícil alternativa. O apuestan por medidas muy de fondo, con acuerdo de todos y para el conjunto de la eurozona, avanzando hacia una auténtica unida fiscal con *funding* unificado y eurobonos o el riesgo de ruptura del euro con crisis bancaria en la zona continuará acompañándonos.

De lo que no cabe duda es de que el euro, sus avatares, su reforma, los temores a su ruptura, son hoy en día, como dice Soros, no solo un problema europeo sino un problema global, que exige por tanto soluciones muy de fondo.

Bastan unos pocos datos para entenderlo. Los Bancos europeos tienen en sus balances en torno al 45% del total deuda soberana emitida en la zona euro. A la vez, según el Banco de Pagos de Basilea los Bancos americanos mantienen un riesgo crediticio con los Bancos franceses y alemanes de 1,2 trillones de dólares. Se calcula que la exposición a los Bancos europeos del mercado americano de activos monetarios era en verano de 2011 de algo más de un trillón de dólares, es decir, el 50% del total activos monetarios, habiéndose reducido hasta niveles del 35% a fin de octubre de 2011. Con estos datos se entiende la dimensión global del problema.

Las medidas que hay que tomar pasan necesariamente por los eurobonos, con garantía conjunta, también alemana, y por un fortalecimiento del sistema bancario de la eurozona, lo cual exige como condición previa movilizar la liquidez hacia activos de riesgo, bajando tipos y facilitando la liquidez necesaria. Esto implica casi necesariamente, como antes decíamos, un cierto



ajuste a la baja del valor del euro, que vendría muy bien a Europa para realizar sus ajustes de forma menos dolorosa.

Esta es lo que los mercados, en su forma un tanto caótica y ruidosa, pero clara, están pidiendo,

y esto es lo que los líderes y los ciudadanos europeos tienen que decidir, siendo tal vez la decisión más relevante a la que se ha enfrentado la Unión Europea desde el momento mismo de su nacimiento.

PARTE IV.

LA RESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA

