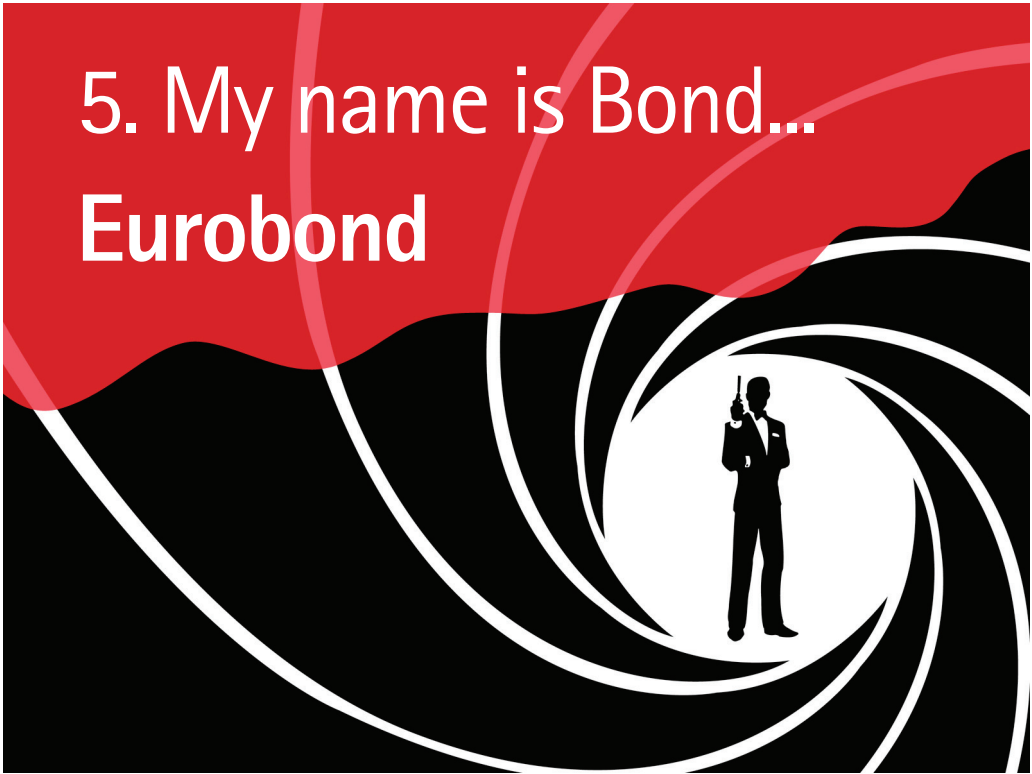


## 5. My name is Bond... Eurobond



La cuestión es clave. Una gran mayoría de políticos europeos consideran que la austeridad carga contra el crecimiento y se niegan a aplicar suficientes políticas de ajuste como para mantener unos costes de financiación bajos. Sin embargo, las políticas que el BCE ha aplicado hasta la fecha (compra de bonos en mercados secundarios, barra libre de liquidez) sólo han sido un parche que ha rebajado la prima de riesgo durante unos meses pero que no ha generado más confianza.

Por otra parte, la prima de riesgo

*Nunca digas nunca jamás.  
Incapaces de frenar el  
ascenso de la prima de riesgo,  
Europa se encomienda al  
BCE. Sin embargo, éste sólo  
ha conseguido remitir los  
síntomas, ¿cómo se puede  
diseñar una intervención más  
eficaz que tampoco incentive  
la acumulación de deuda?*

es sólo una señal de alerta y muchos Estados no reducirían sus gastos si el mercado siguiera dándoles gasolina. Si esto sucede, la explosión monetaria puede ser tan grande que Europa se vería envuelta en una nueva crisis inflacionista que quemara todos los frutos del crecimiento (ver Expectativas 7). Para diseñar soluciones inteligentes que combinen un fuerte apoyo los Gobiernos con cierta presión para que reduzcan el gasto, hay que entender lo que ha fallado.

## Vive y deja morir

“Si tienes un bazuca y la gente sabe que lo tienes, no necesitas usarlo”. Henry Paulson, ex secretario del Tesoro de Estados Unidos, defendía así la creación de un fondo que estuviera listo para intervenir cuando Fannie Mae y Freddie Mac se desplomaran en el mercado. Sin embargo, para que esto funcione no basta con tener el bazuca, hace falta apuntarlo hacia activos con valor real que estén siendo víctimas de ataques bajistas injustificados. ¿Sucede así en este caso? Se podría decir que un país con el PIB estancado, un déficit cercano al 9% y en el que las reformas llegan con cuentagotas no es un ejemplo de inversión en valor.

En estos casos, cuando los activos no son apetecibles, el rescate sirve para que los inversores institucionales puedan deshacerse de ellos. Estos inversores suelen tener grandes cantidades y, por lo tanto, no pueden

vender si alguien también grande no está interesado en comprar. Si el BCE decide comprar bonos en el mercado secundario como ha hecho este último año, la prima de riesgo puede bajar porque aumenta la demanda, pero también se facilita una vía de escape a los que tienen más interés en mantener el valor de los bonos. Así, después de las compras del BCE apenas quedan inversores particulares entrapados en un activo con mayor riesgo. Otra solución podría pasar por actuar en el mercado primario, algo que en principio Frankfurt tiene prohibido porque sería peligroso, ¿qué posibilidades existen que puedan mitigar el riesgo moral de favorecer la deuda?

La propuesta de los bonos azules y rojos (Von Weizacker y Delpla) pasa por fijar un nivel de deuda pública seguro que estaría respaldado por toda Europa, los bonos azules. A partir de ahí, cada país tendría que afrontar las emisiones de deuda por su cuenta, por lo que reflejarían un riesgo más parecido al real. De acuerdo con este sistema, un Estado miembro no tendría problemas para financiarse a niveles bajos con el sistema de los bonos azules... pero tampoco habría tenido acudiendo al mercado por su cuenta.

Pongamos el caso de España, un país que hasta relativamente poco mantenía la deuda por debajo del 60% y en el que ahora el déficit parece imposible de encauzar, ¿de qué habrían servido los bonos azules? España se ha financiado con tipos alemanes du-

rante años y ahora el problema sería el mismo, porque el gasto público ha quedado consolidado a niveles de la burbuja y si el Estado no decide reducirlo de forma agresiva todavía lo hará menos si la prima de riesgo no presiona sobre toda la deuda, sino sólo sobre una séptima parte. Proteger una parte de la deuda tiene el peligro de que el resto es más vulnerable, porque va por detrás en el orden de cobros, provocando que la prima de riesgo se dispare, como la ha pasado a España tras el rescate, generando una mayor sensación de necesidad.

¿Y de qué habría servido en el caso contrario? Italia sufre déficit crónicos y estancamiento, pero hasta hace cerca de un año y medio había podido colocar su deuda sin problemas, superando hasta el doble del límite previsto. Cuando la prima de riesgo empieza la escalada ya es demasiado

---

*Las euroletras servirían para moderar el impacto de las tensiones del mercado, pero obligarían a reducir el déficit*

---

tarde para reducir los costes de financiación. Los bonos azules servirían para solventar la mitad del problema, pero la mitad de un problema enorme seguiría siendo un problema demasiado grande. Por un lado, es dudoso que Europa se pueda hacerse cargo de asegurar el 60% del PIB italiano; por otro, es igualmente difícil que Italia pueda hacerse cargo de refinanciar a tipos de mercado el 60% restante.

Por su parte, el Partido Socialdemócrata Alemán, entre otros, sostiene que la distribución debería ser la contraria: que un país emitiera bajo su bandera la deuda equivalente al primer 60% de su PIB y se le apoyara con eurobonos en la parte restante. Esto resolvería el problema de los eurobonos azules, porque en el momento en el que su deuda empiece a dispararse debería soportar unos elevados costes financieros para la mayor parte de la deuda. Sin embargo, tiene la desventaja de los incentivos perversos, porque ayudaría mucho más a los enfermos crónicos, como Grecia o Italia. Y nuevamente surge la misma pregunta: si durante la época del boom se pueden financiar deudas cercanas al 100% del





PIB, ¿Europa puede asegurar un 60% de Italia, un 90% de Grecia, un 30% de Portugal...?

Además, ¿realmente importa el nivel de deuda? Se dice que no es el plomo de la bala lo que mata, sino la velocidad. Las Euroletras, deuda a menos de un año, servirían para moderar el impacto de las tensiones del mercado sobre los costes de financiación pero a la vez obligarían a rebajar déficit, porque las emisiones comunes apenas ascenderían al 10% del PIB. Además, tiene la ventaja de que, como las Euroletras vencen a corto plazo, se podría dejar de apoyar a los países inviables. En el fondo, es una zanahoria a quienes pueden salir adelante sin poner la mano en el fuego por los demás.

Una alternativa sería la creación de los Euro-Safe-Bonds (ESBies), una

solución propuesta por Brunnermeier y algunos economistas de Fedea. Los eurobonos senior tendrían unas garantías AAA y estarían respaldados por la UE, mientras que la franja junior dependería de cada país y tendría unos intereses más altos. George Erber (Diw Berlin) apunta que este modelo recuerda al que generó la crisis subprime en Estados Unidos, ya que un evento inesperado se podría llevar por delante la credibilidad de todos los países a la vez.

Su propuesta pasa por fortalecer el núcleo. Si se hubiera permitido que los países triple A fueran los únicos que pudieran emitir deuda mancomunada, el tronco sería más homogéneo y se habría evitado que Francia abandonara el grupo y, así, estos países tendrían fuerza suficiente como para

ayudar al resto.

Estos Eurobonos suponen un enfoque distinto frente a cómo se intuían en 2011. Bruselas apostaba por crear un fondo común de un billón de euros (equivalente al PIB español) que sirviera la construcción de grandes infraestructuras. Con esto se podría garantizar que una obra pública que pudiera estimular el crecimiento no se quedaría en el tintero.

Es una propuesta en cierta medida razonable porque un país en riesgo tiene muy difícil atraer inversiones a un país en riesgo. Además, los financistas podrían recortar las inversiones en el caso de que un país no esté tomando las medidas oportunas. Sin embargo, cabe formularse una pregunta: ¿los Gobiernos quieren mantener este tipo de proyectos? Al contrario, son los que antes se han recortado con tal de mantener un gasto corriente inasumible. En países como España, donde el gasto se sitúa a niveles de 2007, no hay ningún reparo en recortar las inversiones, pero se mira con lupa el gasto en personal.

Mientras tanto, la clave para salvar Europa pasa por cortar por lo sano. El banco ING calcula que una ruptura del euro costaría a los países miembros cerca de 12 puntos porcentuales del PIB en dos años, mientras que una salida ordenada de Grecia apenas supondría una caída del 2%. El mercado descarta ya más de un 90% de probabilidades de que Grecia quiebre, mientras que España, con la prima de

riego en torno a los 550-600 puntos, tendría un 40%. Para definir unos eurobonos de forma óptima, habría que ver cuál es la fórmula que puede aplicarse para estimular las reformas estructurales de los países que pueden salvarse poniendo la mínima cantidad en los pozos sin fondo.

Además, no se debe tratar de enmascarar la prima de riesgo, que sigue siendo un termómetro adecuado para medir la viabilidad de las inversiones, ni tampoco incentivar sin poder las emisiones de deuda. La deuda pública europea se acerca peligrosamente a la barrera del 90% del PIB, una cifra que de acuerdo con los estudios de Reinhart y Rogoff constriñe el crecimiento en un punto del PIB y rebaja sustancialmente las posibilidades de revertir la situación.