

# ECONOMÍA INTERNACIONAL

## ¿Debe reducirse el exceso de deuda en la eurozona?: principales alternativas

Mariam Camarero y Cecilio Tamarit\*

**Los actuales niveles de endeudamiento soberano en la eurozona implican un flujo futuro de superávits públicos primarios que puede ralentizar la posible recuperación de las economías más endeudadas y, con ello, aumentar la carga de la deuda a medio plazo, entrando en un círculo vicioso de difícil solución. El Pacto Fiscal obliga a todos los Estados miembros de la eurozona a reducir anualmente en un 5% su exceso de deuda sobre el 60% del PIB a lo largo de 20 años. Por todo lo anterior, resulta necesario alcanzar un mecanismo que permita aliviar la carga de la deuda.**

*En realidad, la pregunta que no todos se atreven a formular es si la eurozona necesita una reestructuración de la deuda soberana y, en su caso, cómo llevarla a cabo. Para abordar esta pregunta haremos un repaso de cuál es la situación actual en la zona euro, cuáles son las propuestas y cuáles las opciones posibles, haciendo un análisis de las implicaciones y riesgos asociados a cada una de ellas. Desde 2008 se han presentado diversas propuestas para reducir el exceso de endeudamiento que pueden clasificarse en dos grandes grupos: a) aquellas que suponen una forma de mutualización y b) las que buscan configurar un proceso ordenado de reestructuración de la deuda, bien de forma gradual o de forma instantánea.*

### Por qué es importante reducir el peso de la deuda en Europa

Nadie duda de la necesidad de estabilizar los desequilibrios macroeconómicos para poder salir de la crisis, así como de realizar las reformas estructurales (pendientes en muchos casos desde antes del comienzo de la unión monetaria) para aumentar el crecimiento potencial de la economía

europea. Sin embargo, el peso de la deuda es tan elevado que puede conducir a una situación de estancamiento económico, donde se conjuguen bajos salarios, alto desempleo y baja productividad. En efecto, el pago del servicio de la deuda, tanto por intereses como por su amortización, solo se podrá realizar generando superávits primarios a lo largo del tiempo y esto puede comprometer la inversión en capital físico y humano (reduciendo

\* Unidad Mixta de Investigación sobre Integración Económica-Inteco. Universidad de Valencia-Universidad Jaume I.

el crecimiento potencial) y el gasto social, lo que puede acabar siendo políticamente inaceptable. De acuerdo con las previsiones realizadas por el BBVA sobre el número de años que serán necesarios para recuperar el nivel de empleo (y crecimiento) tras la crisis, mientras que Estados Unidos lo habría logrado en 2014 (es decir, habría tardado siete años), la media de la UEM tardaría diez años y España dieciocho. Las predicciones se obtienen bajo hipótesis nada pesimistas, pues se supone un crecimiento medio del PIB de un 2,5% anual y un aumento de la productividad del trabajo del 0,6% anual (media de los últimos diez años). La conclusión es que hasta 2025 no se habría recuperado en España el nivel de empleo de 2007.

Ahora que la crisis financiera se considera, en buena medida, cerrada, cabe preguntarse si la nueva gobernanza europea es suficiente para que los países de la zona euro retornen a su actividad económica normal y retomen el ritmo de crecimiento, o si han salido tan debilitados que continúan siendo vulnerables a una crisis de deuda. Las reformas en la gobernanza constituyen un marco a medio plazo para evitar desequilibrios y crisis futuras. Sin embargo, no son suficientes para facilitar un proceso de despalancamiento ante el problema de un endeudamiento excesivo. Con este fin, hasta ahora se han planteado un conjunto de posibles medidas: desde una política de ajuste fiscal o "austeridad", la generación de inflación, planes para impulsar el crecimiento de forma coordinada en la UE o medidas de represión financiera (impuestos sobre los depósitos, controles de capital, nacionalización de fondos de pensiones etcétera.).

---

*La reestructuración de la deuda puede ser una medida adecuada no porque los países europeos vayan a quebrar, sino porque alcanzado un cierto nivel, frena el crecimiento.*

---

El reconocimiento de que, al menos una parte de la acumulación de deuda durante los años de la crisis ha sido causada por problemas de diseño

institucional atribuibles a la existencia de una unión monetaria ha hecho que se generen propuestas diversas sobre la salida de la crisis, no solo para los países rescatados, sino para una mayoría de los miembros de la zona euro. La reestructuración de la deuda puede ser una medida adecuada no porque los países europeos vayan a quebrar, sino porque alcanzado un cierto nivel, frena el crecimiento. Reinhart y Rogoff, en 2010, situaron dicho umbral en el 90% del PIB para los países desarrollados: superar este nivel reduciría la tasa de crecimiento en un punto porcentual por año. Como estos elevados niveles de deuda suelen persistir muchos años (décadas) el impacto puede llegar a ser enorme (un PIB 15-20% más bajo). Aunque los resultados de Reinhart y Rogoff han sido polémicos, otros autores coinciden con ellos en que la horquilla estaría entre un 80 y un 100%. El ejemplo de Japón (cuya deuda es hoy en día el 200% del PIB) es paradigmático, pues lleva veinte años estancado. Algo similar ha ocurrido en Italia. Sin embargo, según De Grauwe (2013), los países de la zona euro con elevado endeudamiento cuentan con un problema adicional: al formar parte de una unión monetaria han perdido la capacidad de monetizar su deuda pública como vía de financiación del déficit público. De manera similar a los países emergentes, que suelen financiarse en una moneda que no es la propia (normalmente en dólares), el euro tampoco se encuentra bajo el control de las autoridades nacionales. La fragilidad inherente a la eurozona nos situaría en la categoría de países emergentes, para los cuales el umbral puede bajar hasta el 60% del PIB. Si este es el caso, para estabilizar a los países europeos se requeriría una reestructuración sustancial de la deuda.

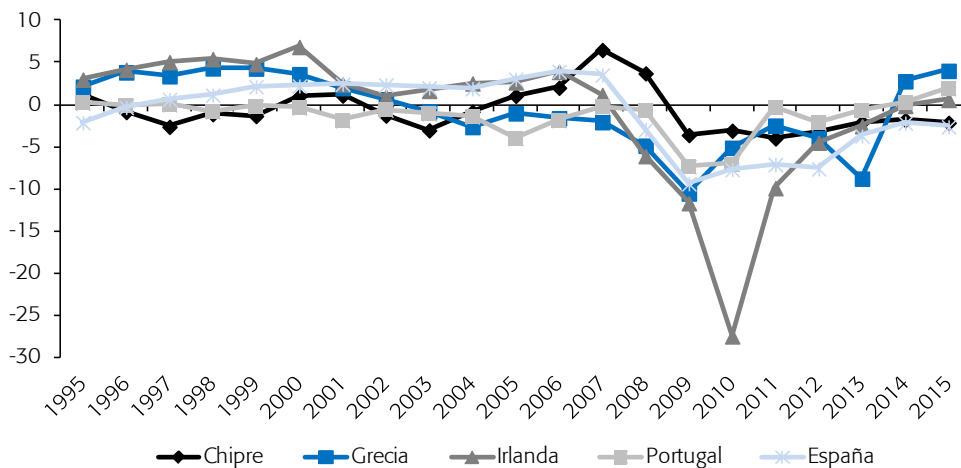
## **La eurozona ante la crisis de deuda soberana: de la improvisación al Plan Director**

Tal y como ya describió Maudos (2014) en un número anterior de *Cuadernos de Información Económica*, un buen número de países de la zona euro se aproxima o ha llegado ya al umbral del

Gráfico 1a

**Deuda pública**

(% PIB)



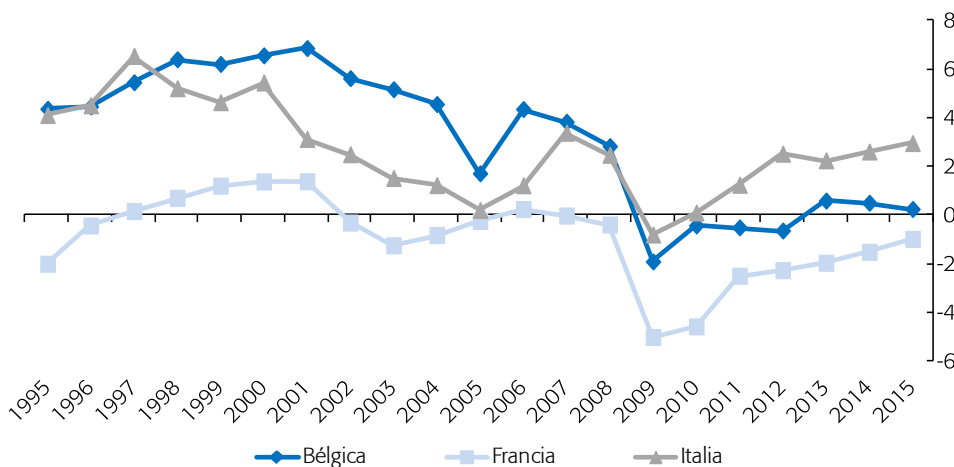
Nota: Incluye previsiones de la Comisión Europea para 2014 y 2015.

Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 1b

**Deuda pública**

(% PIB)



Nota: Incluye previsiones de la Comisión Europea para 2014 y 2015.

Fuente: Comisión Europea.

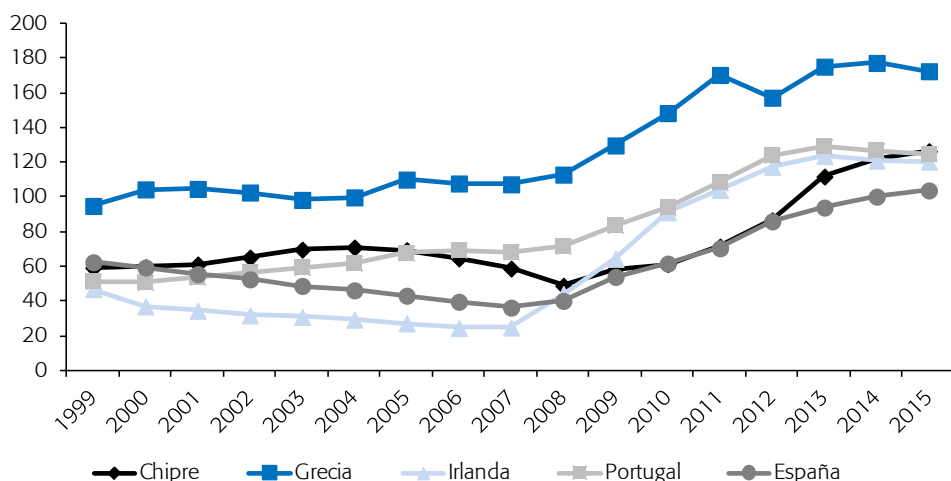
100% de deuda soberana respecto al PIB. Tal y como puede verse en los gráficos 1a y 1b hasta 2007 prevaleció una evolución plana o decreciente de la deuda, que se rompió en los años de la crisis financiera y la recesión. En 2013, Grecia, Irlanda, Portugal e Italia superaban el 120%,

Bélgica y Chipre sobrepasaban el 100% y España y Francia se acercaban ya a ese límite.

En los gráficos 2a y 2b se presenta la evolución del superávit primario (sin incluir los pagos por intereses de la deuda) entre 1995 y 2015 (siendo

Gráfico 2a

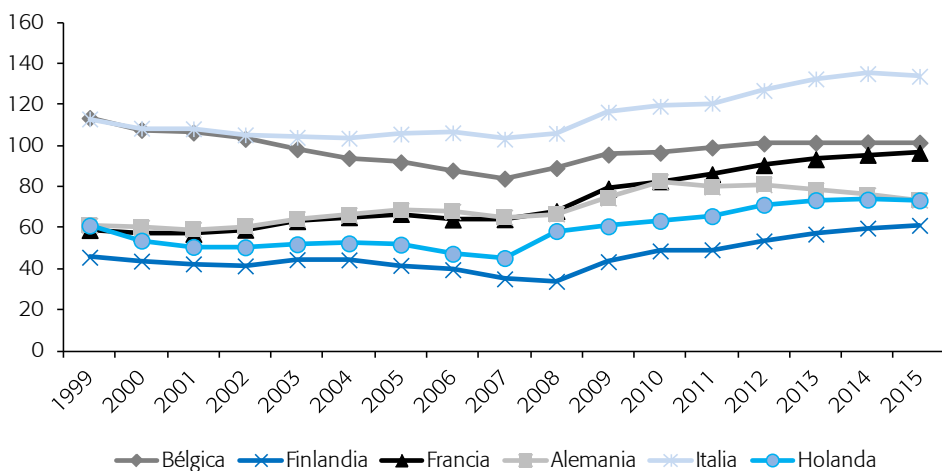
**Déficit primario**  
(% PIB)



Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 2b

**Déficit primario**  
(% PIB)



Fuente: Comisión Europea.

2014 y 2015 previsiones) de los países más vulnerables de la zona euro. La mayoría se acerca al equilibrio en 2013 o, como en el caso belga, se generan superávits primarios. Sin embargo, tres países, a pesar de las medidas tomadas, tienen más problemas para reequilibrar las finanzas públicas: Chipre, Francia y España, siendo las pre-

visiones que no lo lograrán tampoco en los dos próximos años.

Dada esta situación, la aritmética de la deuda nos conduce a sendas de no sostenibilidad muy probables en estos países simplemente bajo la hipótesis de una reducción del apoyo del BCE

o estableciendo escenarios de crecimiento relativamente pesimistas pero probables. De hecho, estudios sobre solvencia de la deuda recientes<sup>1</sup> apuntan a que, sin los programas de consolidación fiscal sucesivos llevados a cabo en los países europeos desde la década de los 80 y continuados hasta la actualidad, la mayoría de los países de la zona euro no serían solventes en la actualidad, siendo claramente insostenible (aun incluyendo los ajustes) la situación de las finanzas públicas en el caso griego.

*La crisis ha puesto de manifiesto la inexistencia de un entramado institucional lo suficientemente flexible y a la vez potente como para poder hacer frente eficientemente a un fuerte shock asimétrico con base en el sector financiero.*

La crisis ha puesto de manifiesto la inexistencia de un entramado institucional lo suficientemente flexible y a la vez potente como para poder hacer frente eficientemente a un fuerte shock asimétrico con base en el sector financiero.

temente flexible y a la vez potente como para poder hacer frente eficientemente a un fuerte *shock* asimétrico con base en el sector financiero. El resultado ha sido la necesidad de improvisar soluciones ante la necesidad de asistir a un país con problemas. En efecto, la crisis de deuda griega ha planteado la necesidad de contar con un marco institucional específico para facilitar la resolución de este tipo de crisis. Sin embargo, no han faltado las críticas por incumplimiento de la cláusula de no rescate con el argumento de que los préstamos que se han concertado constituirían una subvención encubierta o una transmisión (mutualización) del riesgo hacia los prestamistas.

Las medidas finalmente aplicadas se han dado en tres ámbitos: a) creación de mecanismos de ayuda financiera (rescate), b) medidas extraordinarias de política monetaria, así como la modificación del sistema de supervisión financiera y bancaria y c) rediseño del sistema de gobernanza económica de la UME. Las dos primeras, tenían un carácter coyuntural y trataban de evitar el colapso

Cuadro 1

### Resumen de los Programas de Asistencia Financiera a Grecia, Irlanda, Portugal y Chipre

(cuantía en miles de millones de euros)

	Grecia		Irlanda	Portugal	Chipre
	1 <sup>er</sup> Programa	2 <sup>o</sup> Programa			
Fecha	Mayo 2010-junio 2013	Marzo 2012-fin 2014	diciembre 2010- fin 2013	Mayo 2011-mitad 2014	Mayo 2013-abril 2016
Cuantía	110	164,5	85	78	10
Naturaleza	FMI: SBA AE: Préstamo a Grecia	FMI: 28 como parte de EFF AE: FEEF	FMI: EFF AE: FEEF UE: MEEF Bilateral Irlanda	FMI: EFF AE: FEEF UE: MEEF	FMI: EFF AE: MEDE
Contribución	FMI: 30 Fondo común AE: 80	FMI: 19,8 FEEF: 144,7	FMI: 22,5 FEEF: 22,5 MEEF: 22,5 RU: 3,8 Suecia: 0,6 Dinamarca: 0,4 Irlanda: Tesoro y Fondo Pensiones 17,5	FMI: 26 FEEF: 26 MEEF: 26	FMI: 1 MEDE: 9

*Nota:* Las abreviaturas utilizadas son las siguientes: FMI (Fondo Monetario Internacional); AE (área del euro); SBA: Stand-By Facility; EFF: Extended Fund Facility; FEEM: Fondo Europeo de Estabilidad Financiera; MEEF: Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera; MEDE: Mecanismo Europeo de Estabilidad; RU: Reino Unido.

*Fuente:* Sapir, Wolff, Sousa y Terzi (2014).

<sup>1</sup> Véase Camarero, Carrion-i-Silvestre y Tamarit (2014).

financiero del sistema. El cuadro 1 resume los programas de asistencia financiera adoptados. En cambio, el último ámbito de medidas busca establecer las bases para un funcionamiento más eficiente de la UME en el futuro.

Si bien se ha evitado un colapso financiero, era necesario también formular un esquema de gobernanza que permita mayor coordinación de las políticas económicas en el medio plazo con el fin de evitar crisis futuras. Para ello, desde 2012 se está diseñando un nuevo sistema de gobernanza económica europea que aborda diversos ámbitos: medidas de vigilancia económico-fiscal como la creación del Semestre Europeo, la aprobación del *six-pack*, el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza y el *two-pack* y otras para la mejora de la gobernanza económica y financiera, como los avances hacia la unión bancaria y la regulación del sector financiero.

Estas reformas se han integrado en un plan de trabajo específico y sujeto a un calendario temporal para alcanzar una verdadera UEM<sup>2</sup>. Dicho documento, diseñado por la Comisión Europea (2012) y bautizado como *Blueprint* o *Plan Director* plantea combinar mayor responsabilidad y disciplina con un aumento en la solidaridad y ayuda financiera. El plan de trabajo contiene medidas a tomar a corto, medio y largo plazo, una parte de las cuales ya están siendo llevadas a la práctica:

- A corto plazo (6 a 18 meses): adopción y comienzo de aplicación del *six-pack*, el *two-pack* y el mecanismo único de supervisión bancaria y propuesta de un mecanismo único de resolución, así como crear un instrumento de convergencia y competitividad.
- A medio plazo (18 meses a 5 años): mayor coordinación presupuestaria, así como en la fiscalidad y el empleo. Se plantea la posibilidad de un fondo europeo de amortización (FEA) para reducir la deuda (es decir, mayor mutualización) cuando esta supere el techo establecido por el PEC, así como la emisión común de deuda pública a corto plazo o

“euroletras” (de 1 a 2 años) por parte de los miembros de la zona euro, con el objetivo de mejorar la integración de los mercados financieros (reducir la fragmentación) y reducir la volatilidad.

- A largo plazo (más allá de 5 años): creación de un presupuesto federal con función estabilizadora, que iría unido a la emisión de deuda pública. Todo ello culminaría en una unión bancaria, fiscal y económica plena, dando pasos hacia una unión política.

Lo que cabría preguntarse es si estos cambios en la gobernanza son suficientes para prevenir situaciones de vulnerabilidad o si, por el contrario, el proceso ha sido demasiado lento y el deterioro es tal que se precisa, además, realizar una reestructuración de la deuda de toda la zona euro para poder volver a un crecimiento sano.

## Las propuestas de reestructuración de deuda en la eurozona

Son múltiples y diversas las propuestas que se han formulado para la resolución del exceso de deuda soberana en la eurozona. Sin embargo, podemos distinguir dos grandes grupos: el primero estaría formado por aquellas que se basan en alguna fórmula de *mutualización completa* o *parcial* con el fin de evitar la reestructuración de la misma; un segundo grupo estaría formado por aquellas propuestas que combinan la *mutualización parcial* con *mecanismos de reestructuración* de la deuda, bien de *forma gradual* (a lo largo del tiempo) o a través de una *terapia de choque*. Estas propuestas han sido formuladas no solo por las instituciones europeas, sino también por parte de *think-tanks*, grupos de trabajo y diversos expertos del mundo académico.

Por lo que respecta al primer grupo de propuestas, cabría distinguir las siguientes:

- Desde el comienzo de la crisis en la UE en 2008, algunos economistas han propuesto

<sup>2</sup> Comisión Europea (2012) pág. 11.

impedir el impago o la reestructuración de la deuda mediante su mutualización a través de la emisión de «eurobonos». Estas obligaciones serían emitidas por una nueva institución centralizada, lo que implicaría transferencias entre países y, por tanto, una unión fiscal y lentas reformas institucionales. Si bien esto puede ser un objetivo a medio-largo plazo, los mecanismos abiertamente orientados a la mutualización de pasivos y riesgos no parecen viables en la fase actual del proceso de integración, por lo que puede ser más realista la implantación de soluciones intermedias. Nótese que esta solución solo aparece cuando se alcanza la tercera fase del Plan Director.

- La propuesta del Bono Azul fue realizada en mayo de 2010 en un documento de la Fundación Bruegel<sup>3</sup>. La idea era combinar la existencia de bonos rojos (nacionales) con azules (o eurobonos). Concretamente, la propuesta consistía en crear bonos azules como resultado del canje de bonos nacionales hasta el 60% del PIB de cada país (criterio del Tratado de Maastricht), mientras que el bono rojo sería el que cada socio emitiera por su cuenta y riesgo por encima de ese límite. Los bonos azules se plantearon como una medida de disciplina fiscal, pues generaban incentivos a los países más endeudados para llevar a cabo ajustes fiscales (y reducir su coste de financiación), al mismo tiempo que contribuían a facilitar la sostenibilidad de las finanzas públicas. La propuesta tiene varias limitaciones que dificultan su aceptación, especialmente en el caso de Alemania, ya que exige crear una nueva institución (Consejo de Estabilidad Fiscal) con responsabilidad solidaria y podría implicar transferencias fiscales, lo cual exigiría ratificación por los Parlamentos nacionales.
- En su Libro Verde sobre la viabilidad de la introducción de bonos de estabilidad (COM(2011) 818 final) de 23 de noviembre de 2011, la Comisión Europea analiza la

sostenibilidad de diversos tipos de eurobono o “bono de estabilidad”. La propuesta de la CE recoge tres alternativas, las cuales se resumen a continuación:

- Sustitución de todos los bonos nacionales por los “bonos de estabilidad”, con distribución de los ingresos a los Estados miembros dependiendo de sus necesidades financieras.
- Sustitución parcial de los bonos nacionales a través de la creación de un mercado de bonos soberanos formado por dos segmentos. En el primero se encontrarían los “bonos azules”: los Estados miembros podrían tener el derecho a emitir un cierto porcentaje específico en deuda “común” (hasta el 60% del PIB). El resto serían bonos nacionales, los “bonos rojos”, respaldados únicamente por garantías nacionales.
- Sustitución parcial de bonos nacionales por otros con garantías varias pero no compartidas por el conjunto de Estados miembros.
- El Consejo de Expertos Económicos del Gobierno Alemán ha propuesto en 2011 la creación de un *European Redemption Fund* (ERF) como una solución intermedia frente a la mutualización que suponen los eurobonos. Consiste, por un lado, en crear un fondo para mutualizar la deuda que excediera el límite del 60% del PIB (2,85 billones de euros) y, por otro, llegar a un “gran pacto” que fijara las condiciones y límites para que la mutualización fuera viable (con responsabilidad conjunta y solidaria). Con ello se separa la deuda en dos partes, por encima y por debajo del umbral del 60%. La primera se transferiría a un fondo, denominado ERF, donde todos los países de la eurozona tendrían responsabilidad conjunta. Con el objetivo de garantizar dicha transferencia de deuda al ERF, los países deberían crear un depósito de reservas internacionales que perderían si no cumplen el pacto para la parte de deuda no transfe-

<sup>3</sup> Delpla, J., y J. von Weizsäcker (2010), “The Blue Bond Proposal”, *Bruegel Policy Brief*, 3.

rida. Además, dicho pacto implicaría la inclusión de frenos fiscales a nivel constitucional y la eliminación de la deuda transferida en un plazo de 25 años. Se persigue con ello un equilibrio entre la aplicación de la disciplina fiscal y la solidaridad hacia los países con problemas. El objetivo sería conseguir llegar a un régimen de “no rescate financiero”, esto es, cumplir plenamente la cláusula de *no-bail out* tal y como se formuló en el momento de creación de la zona euro. Muchos de sus elementos son los que han inspirado el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza y las reglas de supervisión contenidas en el *two-pack* y, posteriormente, en la primera fase del Plan Director. Por otra parte, la creación del FAD constituye la piedra angular de la segunda fase del Plan Director. Además de la formulación anterior, también consideraron otras posibles configuraciones para el FAD que implicasen menor volumen de financiación: situar el umbral de mutualización de deuda sólo para aquella cantidad que exceda el 75% del PIB o, alternativamente, que la deuda que cada país transfiriera fuera el 20% de su PIB, lo que implicaría participaciones proporcionales al tamaño del país y no al tamaño de su deuda<sup>4</sup>.

Frente a las propuestas anteriores, que recogen diversas fórmulas de mutualización, otras propuestas han comenzado a combinarlas con *reestructuraciones parciales* que se aplicarían de “forma gradual”, en la mayor parte de los casos, o a través de una “terapia de choque”. Dentro de este grupo y como continuación a las anteriores propuestas, encontramos las siguientes:

- El Consejo Económico y Social del Parlamento Europeo propuso en 2012 la crea-

ción de bonos de la Unión para estabilizar la deuda. La deuda nacional se convertiría progresivamente (hasta un importe equivalente al 60 % del PIB) en bonos de la Unión y quedaría en una *cuenta de deuda consolidada pero no negociable*. Al no ser negociables, estas obligaciones estarían al abrigo de maniobras especulativas. Además, no sería necesario hacer ninguna transferencia fiscal. Su vencimiento escalonado permitiría su renovación con un tipo de interés fijado por el Eurogrupo y la cuota de cada país sería pagada por su Tesoro. De este modo, se evitaría tener que recurrir a crear una nueva institución. Como resultado de esta conversión, la deuda nacional de la mayoría de estos Estados se reduciría a un nivel que cumpliría los parámetros correspondientes de Maastricht. La situación financiera de Grecia seguiría siendo sin duda un problema específico pero limitado y por tanto gestionable. Además, la conversión de una parte importante (hasta un 60 %) de la deuda pública de los Estados miembros en deuda de la Unión podría realizarse mediante una “cooperación reforzada”. De este modo, los países que así lo prefieran podrán mantener sus propias obligaciones<sup>5</sup>.

- En agosto de 2013, el economista de la Fundación Bruegel Ashoka Mody<sup>6</sup> se ha mostrado claramente partidario de la reestructuración y propone un enfoque unificado aplicable tanto a la deuda heredada como a la deuda futura. Su propuesta consiste en una reestructuración de la deuda a realizar de forma automática y continua, de forma similar a como funcionan los bonos convertibles contingentes (“cocos”). Una vez llegada la deuda a un determinado umbral respecto al PIB (por ejemplo, el 60%), se produciría

<sup>4</sup> Aunque esta propuesta intenta evitar una reestructuración en sentido estricto, más recientemente, Han Werner-Sinn, miembro del Consejo de Asesores de la Cancillería alemana ha llegado a proponer directamente la convocatoria de una conferencia europea para la reestructuración de la deuda pública y privada en los países más endeudados de la UE que incluya la posibilidad de quitas.

<sup>5</sup> Los Estados miembros pueden establecer una “cooperación reforzada” entre ellos en el marco de las competencias no exclusivas de la UE. Dicha cooperación debe estar abierta si al menos nueve Estados miembros participan en ella.

<sup>6</sup> Véase Mody (2013).

<sup>7</sup> Buchheit *et al.* (2013).



una extensión del periodo de vencimiento. También se podría establecer un segundo umbral, más alto, de forma que al llegar al mismo la amortización y el pago de los intereses se vincularan a resultados económico-financieros del país. En caso de solicitar asistencia financiera se activaría también un mecanismo automático de reestructuración.

- En un documento publicado a finales de 2013, el Comité sobre Política Económica Internacional y Reforma (patrocinado por la Alfred P. Sloan Foundation y con sede en la Brookings Institution)<sup>7</sup> hace una propuesta para mejorar los procedimientos de reestructuración de deuda soberana, con recomendaciones de carácter general y otras aplicadas de manera específica a la zona euro. Su propuesta consiste, básicamente, en reformar el MEDE para que tenga suficiente capacidad para financiar a los países que lo requieran. Se utilizaría el *umbral del 60%* junto con un *umbral superior* que determinaría la *condicionalidad de la financiación* (sugieren un 90%). Por ejemplo, países cuya deuda sea inferior al 60% podrían acudir al MEDE para solicitar financiación sin condicionalidad; entre el 60% y el 90% la obtención de recursos requeriría condiciones (consolidación fiscal, reformas estructurales, etcétera), mientras que los países cuya deuda exceda el 90% deberían realizar una reestructuración para poder recibir recursos financieros adicionales. Dentro de las reformas a realizar debería también extenderse las CACS a todos los instrumentos de deuda, con fórmulas de agregación, para evitar las minorías que bloqueen una reestructuración. Por otro lado, consideran que la unión bancaria y el mecanismo único de resolución y reestructuración ayudarían a limitar los riesgos futuros de crisis de deuda. Finalmente, proponen aplicar la solución del FAD para hacer frente a la deuda heredada.

- Una propuesta más original y que logra conjugar aspectos de la iniciativa alemana y la del Parlamento Europeo es el plan PADRE (*Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*), publicado en enero de 2014 por Pierre Pâris y Charles Wyplosz<sup>8</sup>. Frente a procesos lentos de reestructuración, ellos plantean hacerla de forma inmediata a través del BCE, evitando transferencias entre los Estados y problemas de riesgo moral. De acuerdo con esta propuesta, el escenario más conveniente sería reducir la deuda de la zona euro a la mitad, lo que supondría unos 4.6 billones de euros. Después de ello, con la excepción de Grecia, que aún superaría el 100% de su PIB, los demás países se situarían por debajo del 80% (España la reduciría en medio billón de euros, quedándose en un 41,6%). Alternativamente, también plantean escenarios menos ambiciosos, como reducir la deuda en un 25% o no implicar a todos los países de la eurozona, sino limitarse a los de peor situación. La deuda eliminada sería proporcional al porcentaje de capital del BCE de cada uno de los Estados<sup>9</sup>.

El plan consiste en transformar la deuda pública en deuda perpetua al 0% de interés. La agencia encargada (preferiblemente el BCE, aunque también podría ser realizado por el MEDE) obtendría fondos emitiendo sus propios títulos al tipo de interés de mercado y con ellos compraría la deuda de los Estados a su valor nominal, incurriendo en pérdidas. El BCE mantendría la deuda perpetua frente a los gobiernos en el activo de su balance y, en la misma proporción, en su pasivo la deuda emitida en los mercados internacionales a un plazo a determinar según la situación de los mercados.

Las pérdidas en que incurriría el BCE se compensarían con cargo tanto a sus beneficios como a los de los bancos centrales del euro-

<sup>7</sup> Buchheit *et al.* (2013).

<sup>8</sup> <http://www.voxeu.org/content/padre-politically-acceptable-debt-restructuring-eurozone>

<sup>9</sup> En el caso de España, ese porcentaje es aproximadamente un 12% del total.

sistema, así como con los ingresos de “señoreaje” del BCE. Estas pérdidas se pasarían a los Estados miembros en proporción a su capital en el BCE, lo cual lo haría políticamente aceptable al evitarse transferencias entre los países miembros, pues todos pagarían su parte proporcional a perpetuidad. Además, tampoco habría pérdidas para los tenedores, que mantendrían íntegro su capital. En la práctica, el BCE aprovecharía su capacidad de emitir euros para comprar la deuda pública pero la esterilizaría por completo, por lo que no sería inflacionista. Sin embargo, en la medida en que ello supondría un impulso al PIB de la eurozona, el coste irá decreciendo y las pérdidas se acabarían absorbiendo a muy largo plazo.

El mayor peligro sería de riesgo moral, por lo que habría que crear incentivos (mecanismos sancionadores) para que los países no vuelvan a elevar su endeudamiento.

- Finalmente, tal y como se recogía en el Plan Director o *Blueprint* para la consecución plena de la UME elaborado en 2012, la Comisión Europea, en marzo de 2013 creó el “Grupo de Expertos sobre el Fondo de Amortización de la Deuda (FAD) y las euroletras”. Dicho grupo presentó su informe final un año después, en marzo de 2014<sup>10</sup>.

El que la Comisión centre el análisis en dos formas de mutualización parcial, siendo importantes para estabilizar los mercados de deuda soberana y, por tanto, para mejorar la integración financiera, resulta algo decepcio-

nante, pues estas dos fórmulas no parecen suficientes para solucionar el actual problema de sobreendeudamiento<sup>11</sup>. El Comité no ha añadido en su Informe ninguna otra alternativa de reestructuración de deuda, centrándose en las dos propuestas más “conservadoras”:

- En lo que se refiere al Fondo/Pacto de Amortización de la Deuda (F/PAD), como se ha visto anteriormente, esta fue una propuesta realizada por el Consejo Alemán de Expertos Económicos en 2011<sup>12</sup>. Se caracteriza por tener una vigencia temporal limitada (entre 10 y 25 años) durante la cual se produciría una importante transferencia de soberanía para realizar el saneamiento, al conceder facultades de control en materia fiscal y presupuestaria a una instancia europea. Los países irían devolviendo los importes prestados y los intereses de forma gradual y proporcional al crecimiento del PIB<sup>13</sup>. Según el Grupo de Expertos de la Comisión, el F/PAD supondría, por un lado, menor necesidad de recurrir al MEDE para ayuda financiera, así como reducir la necesidad de que el BCE llevara a cabo medidas de política monetaria no convencional.
- Por lo que se refiere a las *eurobills* o euroletras, frente a la idea inicial de los eurobonos, se trata de propuestas de mutualización de deuda a corto plazo, para evitar problemas de liquidez. Se basaría en la emisión común de deuda a corto plazo (con vencimiento inferior bien sea a 2 o a 1 año), respaldada por garantías conjun-

<sup>10</sup> Véase la documentación completa en ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/governance/2014-03-31-redemption\\_fund\\_and\\_eurobills\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2014-03-31-redemption_fund_and_eurobills_en.htm)).

<sup>11</sup> Aunque en las conclusiones se deja entrever que una parte de los Expertos considera que es necesaria una reestructuración, en el informe se dice, de manera expresa, que ese tema no se aborda porque no se incluye en su mandato (véase Tumpel-Gugerell *et al.* (2014), pág. 54).

<sup>12</sup> En un documento de trabajo preparado por el propio *staff* del Consejo Alemán de Expertos Económicos se describe con ejemplos y cálculos cómo funcionaría el FAD. Véase Doluca, Hubner, Rumpf, y Weigert, (2012).

<sup>13</sup> Según los cálculos realizados, España transferiría al FAD entre 341.000 millones de euros y 188.000 millones de euros, dependiendo de los escenarios. Todo ello teniendo en cuenta que se utilizaron datos de 2011. Esas cuantías serían mayores ahora mismo.

tas y solidarias o por garantías proporcionales al PIB del país. Su volumen máximo estaría limitado y fijado de antemano: en caso de vencimiento igual o inferior a dos años el volumen de emisión común sería de entre 0,8 y 1,9 billones de euros<sup>14</sup>, con un límite del 30% de la deuda total por país; si el vencimiento fuera igual o inferior a un año, supondrían entre 0,5 y 0,9 billones de euros<sup>15</sup>, con el límite del 10% de la deuda total por país. Este instrumento permitiría diversificar las tenencias de deuda soberana en los balances bancarios y reducir el alcance del círculo vicioso entre los riesgos bancarios y la deuda soberana. Sin embargo, el tamaño del mercado de euroletras sería determinante en su capacidad para lograr los efectos deseados.

Del análisis realizado por el Comité de Expertos se deriva que tanto la emisión de euroletras como la creación del F/PAD tendrían un elevado riesgo moral, aunque este variaría dependiendo del diseño concreto de cada uno de los instrumentos. En el caso de la emisión conjunta de euroletras el riesgo moral dependería de las características de la emisión. Si las emisiones fuesen a corto plazo, de un volumen reducido, con límite temporal en su vigencia y garantizadas a prorrata generarían menor riesgo moral. Algo semejante ocurre con el FAD: un fondo a prorrata de tamaño reducido y con un período de vigencia breve generaría menos riesgo moral, aunque ahorraría menos costes y, probablemente, no conseguiría reducir lo suficiente la deuda de los Estados. El hecho de que los dos sistemas planteen problemas de riesgo moral ha conducido a que el Consejo Alemán de Asesores Económicos (y los propios Expertos recabados por la Comisión) planteasen la necesidad de un pacto estableciendo condiciones previas, restricciones y salvaguardias. Por ejemplo, mecanismos transparentes y automáticos de recargos o sanciones por incumplimiento. También en ambos casos es necesario realizar cambios en el Tratado.

<sup>14</sup> Un total de 101.910 millones de euros en el caso de España.

<sup>15</sup> En este caso, 51.000 millones de euros en España.

## Conclusiones: ¿qué opciones son factibles?

La historia nos demuestra que la deuda siempre se ha reducido mediante inflación, represión financiera y/o reestructuración. Los distintos rescates y las medidas aplicadas por el BCE, en especial el anuncio de las compras monetarias directas (OMT) han permitido una cierta mutualización del riesgo soberano, calmando a los mercados financieros. Sin embargo, el exceso de endeudamiento puede eliminar cualquier atisbo de recuperación. Si algo se ha aprendido de la historia de las múltiples crisis de deuda sufridas por países tanto avanzados como emergentes es que, si bien es costoso reestructurar en términos de reputación y acceso a los mercados internacionales, querer mantener volúmenes de deuda insostenibles solo llevan a la deflación, el desempleo y el estancamiento. Teniendo en cuenta la debilidad de la recuperación experimentada en la zona euro, no se puede descartar la posibilidad de que sea necesario tomar medidas adicionales (extraordinarias) para lograr sacar a los países de la UME fuera del círculo vicioso de la recesión.

---

*Una vez que el BCE ha conjurado los problemas a corto plazo de la crisis de deuda, propuestas que impliquen avanzar en la mutualización más allá de los límites inherentes al MEDE pueden ser menos necesarias.*

---

El Informe de Expertos de la Comisión Europea emitido en 2014 se ha centrado en dos formas de mutualización: las euroletras y la creación de un Fondo y un Pacto para la Amortización de la Deuda. Las dos iniciativas son interesantes, pero una vez que el BCE ha conjurado los problemas a corto plazo de la crisis de deuda, propuestas que impliquen avanzar en la mutualización más allá de los límites inherentes al MEDE pueden ser menos

necesarias. Por otra parte, el hecho de que los dos tipos de propuestas generan problemas de riesgo moral, hace que tengan que ser diseñadas para minimizarlo, lo que implica cambios institucionales (cediendo poder a órganos federales o estableciendo reglas estrictas) que pueden llevar tiempo, además de ser difícilmente asumibles por algunos países miembros desde un punto de vista político. Por otra parte, el hecho de que los cambios en la gobernanza de la UE y de la eurozona llevados a cabo desde 2010 sean aún recientes puede hacer aconsejable esperar antes de avanzar por la senda de la mutualización.

Frente a la mutualización completa, puede ser más realista buscar soluciones intermedias que implican un cierto grado de reestructuración de la deuda, bien de forma gradual en el tiempo (lo que reduce la carga del servicio de la deuda de forma progresiva) o bien a través de una terapia de choque (por ejemplo mediante un sistema de canje de deuda financiado con ingresos futuros por señoreaje). Un ejemplo del primer tipo sería la propuesta del Consejo de Expertos de Economía Alemanes, que establece un fondo de garantía conjunta que permite mutualizar un porcentaje de la deuda nacional de forma temporal (por ejemplo 25 años). Un prototipo del segundo caso, sería la reciente propuesta para el canje por deuda perpetua al 0% que sería realizado por el BCE preferentemente o por el MEDE con cargo a los ingresos futuros por señoreaje del eurosistema. Esta propuesta no implicaría mutualización sino solidaridad intergeneracional en cada país. En los dos casos haría falta un sistema ordenado de reestructuración de la deuda en línea con la propuesta presentada por el Comité sobre Política Económica Internacional y Reforma de la Brookings Institution que evite un sesgo a tomar prestado en exceso por parte de los deudores y a una tendencia por parte de las autoridades crediticias a no actuar hasta que es demasiado tarde.

En nuestra opinión las euroletras son claramente insuficientes, puesto que no proporcionan el alivio necesario a los países afectados por su escaso tamaño. Aunque el FAD podría alcanzar la dimensión necesaria para hacer posible transferir

un volumen de deuda elevado (si se opta por fijar el umbral en el 60%), la duración limitada que se le asigna (unos 25 años) impone que los países deban realizar un esfuerzo demasiado grande para devolver los fondos. Algunos requerirían superávits primarios durante un par de décadas, difícilmente exigibles a los países más endeudados sin consolidaciones adicionales o reformas en el tamaño sector público de mayor calado (en España, por ejemplo, implicaría superávit primarios por encima del 2% del PIB durante 25 años).

La iniciativa de Páris y Wyplosz (2014), que supone un reparto proporcional de los costes, un volumen suficiente de recursos y un canje de deuda sin necesidad de salir de los mercados de crédito y sin aumentos en la prima de riesgo parece la mejor opción. En el caso de España se produciría una reducción inmediata del *stock* de deuda al 41% del PIB, relajando de forma permanente la prima de riesgo y facilitando el acceso al crédito en mejores condiciones. También, de forma inmediata, desaparecería del presupuesto de los Estados miembros una parte del servicio de la deuda (la reestructurada), por lo que se produciría un reequilibrio de las cuentas públicas y se devolvería a la política fiscal su función para el manejo del ciclo económico. Y, como ellos mismos afirman, es políticamente aceptable. No obstante, la experiencia reciente en otros cambios de la gobernanza nos demuestra que lo más probable es que, si se establece finalmente un sistema de saneamiento de la deuda, este vaya en la línea de la propuesta del Consejo de Expertos Alemanes, pues ya viene recogida en el Plan Director de la Comisión Europea. Es evidente que el Eurogrupo va a tener que seguir tomando decisiones cruciales al respecto en los próximos años.

## Referencias

- BUCHHEIT, L.C.; GELPERN, A.; GULATI, M.; PANIZZA, U.; WEDER DI MAURO, B., y ZETTELMEYER J. (2013), *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, Committee on International Economic Policy Reform, Brookings Institution.
- CAMARERO, M.; CARRION-I-SILVESTRE, J.L., y TAMARIT, C. (2014), "The Relationship Between Debt Level And Fiscal Sustainability in Organization For Economic

- Cooperation and Development Countries". *Economic Inquiry*, pendiente de publicación. doi:10.1111/ecin.12126.
- COMISIÓN EUROPEA (2012), "Un plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica", Comunicación de la Comisión COM(2012) 777 final.
- DE GRAUWE, P. (2013), "The Governance of a Fragile Eurozone", *Australian Economic Review*, vol. 45(3), 255-268.
- DOLUCA, H.; HUBNER, M.; RUMPF, D., y WEIGERT, B. (2012), "The European Redemption Pact: An Illustrative Guide", German Council of Economic Experts. *Working Paper*, 2.
- MAUDOS, J. (2014), "Sostenibilidad de la deuda pública: España en el contexto europeo", *Cuadernos de Información Económica*, 239, 65-75.
- MODY, A. (2013), "Sovereign Debt and its Restructuring Framework in the Euro area" *Bruegel Working Paper* 2013/5.
- PÁRIS, P., y WYPLOSZ, C. (2014), "Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone", Geneva Report on the World Economy, *Special Report* n. 3, CEPR, Londres.
- REINHART, C.M., y ROGOFF, K.S. (2010), "Growth in a time of debt", *American Economic Review*, 100(2), 573-78.
- SAPIR, A.; WOLFF, G.B.; DE SOUSA, C., y TERZI, A. (2014), The Troika and financial assistance in the euro area: successes and failures, *Directorate General for Internal Policies*, (February).
- TUMPEL-GUGERELL, G.; BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; BENTO, V.; BISHOP, G.; HOOGDUIN, L.; MAZÁK, J., y DI MAURO, B.W. (2014), *Expert Group on Debt Redemption Fund and Eurobills*, 1-86.

