

65/2011

14 septiembre de 2011

*Gonzalo Sirvent Zaragoza*

LA CRISIS DE LA DEUDA EN EUROPA.  
SITUACIÓN ACTUAL Y NECESIDAD  
DE EMITIR EURO BONOS

## LA CRISIS DE LA DEUDA EN EUROPA. SITUACIÓN ACTUAL Y NECESIDAD DE EMITIR EURO BONOS

### Resumen:

La Estrategia de Seguridad Nacional incluye, al igual que han hecho otros países, *la inseguridad económica y financiera* como uno de los riesgos a los que se enfrenta la Seguridad Nacional. El pasado mes de agosto, un brusco parón del crecimiento económico en Europa ha generado un primer círculo vicioso de la deuda pública con bajo crecimiento, que se ve agravado por otro superpuesto al anterior, consecuencia de la actuación de las agencias de calificación y la especulación, y que amenaza seriamente a Europa entera. Para salir de esta situación es imprescindible actuar como un único Estado: mostrar una postura firme y solidaria, que el BCE siga comprando la deuda con problemas de financiación y la creación de una nueva herramienta cada vez más necesaria: los “eurobonos”, esto es la emisión de deuda pública europea.

### *Abstract:*

*The National Strategy of Security includes, like in other countries, financial and economic insecurity as one of the risks that National Security faces. Last august took place a sever falling off in the European economic growth that generated a first vicious circle: the public debt with small growth. This circle is strengthened with another one which is consequence of the rating agencies and the speculation, and it threatens seriously the all Europe. To succeed facing this situation Europe must act as a single Estate: showing a firm and solidary posture, buying national debts with problems by the ECB and creating a new tool every time more necessary: “eurobonds”, that is to say the emission of European public debt.*

**Palabras clave:**

Recesión, activos tóxicos, crisis de confianza, contracción del crédito, deuda pública, prima de riesgo, especulación, círculo vicioso, falta de regulación y control, postura de firmeza, eurobonos.

*Keywords:*

*Recession, toxic actives, crisis of confidence, credit crunch, public debt, market risk premium, speculation, vicious circle, lack of regulation and control, firm posture, eurobonds.*

## SEGURIDAD NACIONAL Y NUEVOS RIESGOS

La Defensa Nacional debe prever y analizar un campo muy amplio de amenazas y riesgos para los intereses nacionales. Estos riesgos son hoy en día multidisciplinares y multidireccionales, es decir abarcan numerosos ámbitos, por ejemplo sanitario, informático, económico, etc. Y, por otra parte, pueden nacer en prácticamente cualquier punto del planeta y tener la capacidad de afectar de forma importante a nuestros intereses, como por ejemplo ocurre con la piratería en el llamado Cuerno de África, la Revolución Árabe en curso o la grave crisis económica que estamos sufriendo y que se originó en EE.UU. Los riesgos que afectan a varios países, según su naturaleza, pueden requerir soluciones a escala europea, transatlántica o incluso a escala mundial. En definitiva, nos enfrentamos a nuevos riesgos con una creciente interdependencia y globalización de los problemas, algunos capaces de afectarnos muy seriamente, en un mundo cada vez más pequeño.

Desde hace años, se ha ido definiendo el concepto de “Seguridad Nacional” más amplio que el de Defensa Nacional, este último tradicionalmente circunscrito -aunque no exclusivamente- al Ministerio de Defensa, y los países más avanzados están desarrollando una “Estrategia de Seguridad Nacional” desde una perspectiva integral, que afecta a toda la acción de sus Gobiernos y no solo a la del Ministerio de Defensa. En este sentido, la Directiva de Defensa Nacional 01/2008, firmada por el Presidente del Gobierno, estableció que este importante documento, que origina el ciclo de planeamiento de la Defensa, debía enmarcarse dentro de dicho ámbito.

Precisamente, el pasado 24 de junio el Consejo de Ministros aprobó la Estrategia Nacional de Seguridad española, en un documento elaborado por D. Javier Solana<sup>1</sup>, siguiendo así el modelo de los países más avanzados como EE.UU., Reino Unido, Francia y Holanda, entre otros. Este documento, incluye nuevas amenazas y riesgos a nuestra Seguridad y entre ellos considera la “*inseguridad económica y financiera*”, al igual que han hecho otros países. En particular, el Reino Unido se refiere a este grave problema como el más importante desafío al que se enfrentan, lo que no es de extrañar dada la enorme capacidad de daño que determinados agentes financieros están demostrando poseer y a la que nos referiremos posteriormente.

---

<sup>1</sup> “Estrategia Española de Seguridad. Una responsabilidad de todos”

## LA GRAN RECESION DE 2008

La economía no es una ciencia exacta. Sin embargo, tras muchos años de crecimiento más o menos sólido, al menos en EE.UU. y Europa, habíamos olvidado que históricamente las crisis suelen sorprender a los economistas y a nuestros dirigentes, no sólo por el momento en que se producen sino también por su gravedad. En particular, hasta hace cuatro o cinco años nadie podía imaginar una situación tan catastrófica como la que se empezó a manifestar en la segunda mitad de 2007 y se desató con toda crudeza a partir de 2008, hundiendo a gran parte del mundo en una recesión de una gravedad desconocida desde la Gran Depresión de los años treinta. Esta crisis, de la que todavía no hemos salido, provocó desde el principio gravísimos problemas de liquidez bancaria y, como consecuencia, múltiples quiebras de empresas, afectando muy seriamente a todas las economías desarrolladas<sup>2</sup> y provocando, en el caso de España, la pérdida de dos millones y medio de puestos de trabajo. A continuación nos referiremos a ella como punto de partida de la situación actual.

Durante los años previos a 2007, una política de dinero barato por parte de la Reserva Federal de EE.UU. y una concepción económica ultra liberal, con una confianza casi absoluta en la “sabiduría” de los mercados, que se suponía tendían a autorregularse y debían corregir por sí solos los errores hasta alcanzar el equilibrio, dieron paso a la aparición de lo que hoy se considera de forma prácticamente unánime, un conjunto de graves errores en el funcionamiento de los mercados financieros, que se originaron en este país y desataron un “tsunami” de desconfianza que se transmitió a todo el mundo. Los errores más destacados fueron:

- a) Elevada concesión de créditos hipotecarios, en particular los llamados créditos “ninjas” (no income, no jobs, no assets) que se otorgaban a personas sin renta ni bienes, en medio de una espiral alcista del precio de las casas, en la que si el beneficiario de un préstamo no podía pagar, el banco siempre esperaba recuperar una vivienda más cara que al firmar la hipoteca. Se generaron así las hipotecas subprime o hipotecas “basura”, origen del problema.
- b) Empaquetamiento de estas hipotecas en títulos (CDOs) que permitían a los bancos hipotecarios obtener créditos de otros bancos. Mediante la garantía de los CDOs, se emitían bonos que después cotizaban en la bolsa, quedando sometidos a sus

---

<sup>2</sup> La repercusión de la crisis ha sido indudablemente mundial pero las grandes economías emergentes, China, La India y Brasil en particular, siguen creciendo de forma importante, mientras que las economías de los países más desarrollados se han visto atacadas muy severamente, en un proceso que está rompiendo el equilibrio y las relaciones de poder anteriores.

erráticos movimientos. De esta forma, los bancos hipotecarios sacaban de sus balances unos activos potencialmente tóxicos, ingresaban dinero nuevo y sin riesgos y además se burlaban los llamados márgenes de Basilea<sup>3</sup>.

- c) Expansión descontrolada del mercado de CDOs<sup>4</sup>, que se vio favorecida por otros instrumentos opacos y peligrosos, en opinión de muchos autores, como los seguros para créditos (CDSs), que consiguieron escapar al control de los organismos reguladores bursátil y de seguros norteamericanos.
- d) Favorecimiento de todo el proceso por un mal funcionamiento de las Agencias de Calificación, que obtenían importantes ingresos con sus operaciones<sup>5</sup>, al tiempo que no supieron o no quisieron ver la enorme bola de nieve que se estaba generando, cuya posible explosión dependía de una hipótesis muy peligrosa: el alza continuada de los precios de la vivienda.
- e) Extensión de los activos tóxicos por todo el sistema bancario, no sólo americano, sino mundial, aspecto éste en el que la culpabilidad y la imprudencia están evidentemente repartidas entre los banqueros de todo el mundo.

Todo ello, unido a la excesiva confianza previa en los mercados, con la consiguiente escasa regulación y supervisión de los mismos, hizo que cuando en 2007 se inició en EE.UU. una bajada de los precios del mercado hipotecario, se comenzase a gestar una gigantesca bomba de relojería que se manifestaría con toda su crudeza un año después, con la caída en picado de los bonos basados en la garantía de los CDOs y su consiguiente repercusión negativa en el balance de las múltiples entidades poseedoras de títulos, muchas de ellas, por cierto, europeas. Surgió así una crisis de confianza de grandes proporciones dentro del sistema bancario en la que nadie se fiaba de nadie y que, tras la quiebra de Lehman Brothers, se extendió por todo el mundo con consecuencias devastadoras. Fue este temporal financiero de contracción del crédito el que desató la crisis que estamos padeciendo. Ningún banco ni entidad financiera quería prestar dinero a otros porque desconocían cuántos activos tóxicos tenían en su poder. Esta contracción del crédito se trasladó a los empresarios y consumidores que acudían a los bancos a solicitar un dinero que no obtenían y, al dejar de

---

<sup>3</sup> DE LA DEHESA Guillermo, *"La primera gran crisis financiera del siglo XXI"*, Madrid, 2009, Alianza Editorial, pag.176: "tras el estallido de la crisis ha sido posible encontrarse con bancos comerciales y universales apalancados 40, 50 y 60 veces su capital... cuando de acuerdo con Basilea I no podían hacerlo más de 12,5 veces".

<sup>4</sup> TAMAMES Ramón, *"La crisis económica"*, Madrid, 2009, Edimadoz, pag.14: "entre 2000 y 2006 su emisión anual en EE.UU. pasó de 250.000 millones de dólares a tres billones"

<sup>5</sup> DE LA DEHESA, op. cit, pag. 344: "más del 55% de sus ingresos en 2006 provenía de sus ratings de productos crediticios estructurados basados en hipotecas subprime, cuyo valor original había aumentado desde 65.000 millones de dólares en 1995 hasta 600.000 millones en 2006".

funcionar el sistema bancario, las economías entraron en un círculo vicioso muy peligroso: la falta de financiación provocaba más quiebras, éstas más paro y por lo tanto menor consumo, menores ventas e ingresos de las empresas, mayores dificultades para pagar o cobrar por parte de los empresarios, y así sucesivamente. Este círculo se consiguió romper, en parte, inyectando ingentes cantidades de dinero en los sistemas bancarios de EE.UU. y Europa, a pesar de que muchos bancos eran, en buena medida, culpables de lo que estaba sucediendo. Con ello se consiguió evitar una catástrofe de gigantescas proporciones.

## LA DEUDA PÚBLICA EN EUROPA: UN NUEVO CÍRCULO VICIOSO

### Las Cifras de la Deuda

Para ayudar a romper aquel círculo, muchos países decidieron volver a políticas keynesianas de incremento del gasto público que sustituyera al gasto privado, con objeto de que la economía no se deprimiese cada vez más, en la esperanza de que la crisis fuese pasajera y de que, aunque los gobiernos se endeudaran para llevarlas a cabo, al volver el crecimiento económico volvieran a subir los ingresos fiscales, lo que les permitiría pagar la deuda. Al mismo tiempo se esperaba que el sector privado despertase de su letargo y empezara a crear puestos de trabajo. De nuevo, aparece una *hipótesis* –siempre peligrosas- que pareció razonable a muchos economistas y que se ha revelado falsa: la recuperación del crecimiento en dos o tres años.

Lamentablemente no ha sido así<sup>6</sup> y estamos en la siguiente situación<sup>7</sup>: Grecia, Irlanda y Portugal finalizaron 2010 con una deuda pública acumulada del 146%, 96% y 93% del PIB respectivamente y un déficit en las cuentas públicas de dicho año del 10,5%; 32,5% y 9,5%. Por su parte, la deuda acumulada de Italia fue de un 119% del PIB y la de España del 60% del PIB, aunque en nuestro caso se cuenta también con una deuda privada muy elevada. En cuanto al déficit público en estos dos países, en 2010 fue del 4,6% y 9,2% respectivamente. Francia y Alemania están algo mejor, aunque su deuda acumulada también es importante - del orden del 80% de su PIB-, siendo su déficit del 3,3% y 7%, respectivamente. Otra economía importante de referencia es la de Holanda, cuya deuda se situaba a finales del año pasado en torno al 63% del PIB, con un déficit público del 5,4%.

Considerando la eurozona en su conjunto, el nivel de endeudamiento se sitúa en el **85%** y el déficit público en el **6%** (datos de 2010). Tal era la situación a primeros de este año, en claro

<sup>6</sup> No se ha repetido la experiencia posterior a la crisis de 1992/1993, en la que a pesar de perderse un millón de puestos de trabajo en España, en 1994 ya se alcanzó un 2,4% de crecimiento, iniciándose una nueva expansión.

<sup>7</sup> De acuerdo con información de la propia UE (*Eurostat*), de abril de este año.

contraste con los objetivos de Maastricht que establecieron el valor máximo deseable de la deuda pública en el **60% del PIB y el del déficit en el 3%**.

No obstante, todas estas cifras deben contemplarse a la luz del crecimiento del PIB. Si éste es razonable –en torno a un 2% o superior- lo normal sería una ruptura del círculo vicioso de la crisis más o menos lentamente en función del ritmo de crecimiento de cada economía. Precisamente, ese ritmo era en los países de la eurozona al finalizar el primer trimestre de este año, con respecto al mismo trimestre del año pasado, el siguiente:

- Alemania... 5,2%
- Holanda... 3,2%
- Francia... 2,2%
- Italia... 1%
- España... 0,8%
- Irlanda... 0%
- Portugal... -0,7%
- Grecia... -4,8%
- EUROZONA... 2,5%

En general, el ritmo de crecimiento era claramente superior al del año 2010, y como puede apreciarse, alto en los casos de Francia, Holanda y en el conjunto de la Eurozona. Pero, sobre todo, se trataba de un crecimiento muy alto en el caso de Alemania, principal economía europea. Por lo tanto, todo parecía indicar que Europa empezaba a salir de la crisis, a pesar de los problemas que todavía arrastraba, muy especialmente en los tres países que habían tenido que ser rescatados<sup>8</sup>. Además era necesario que España e Italia alcanzasen un crecimiento más elevado, pero era de esperar que poco a poco la locomotora alemana fuera tirando de los demás países y que con unas adecuadas políticas económicas de contención del déficit, debidamente valoradas por los mercados, los países europeos consiguieran salir lentamente de la grave recesión en que se encontraban. En consecuencia, las cifras de la deuda pública que se han expuesto, aún siendo preocupantes, se podían considerar asumibles con un adecuado esfuerzo presupuestario, al menos en una mayoría de países europeos... Hasta este verano.

Así es. En agosto se han publicado los datos del PIB correspondientes al segundo trimestre del año y, lamentablemente, se ha podido constatar que en este momento nos encontramos inmersos en un importante y brusco frenazo del crecimiento económico en Europa. En resumen, en la Eurozona el crecimiento trimestral entre abril y junio ha sido solamente de

---

<sup>8</sup> Grecia, Irlanda y Portugal.

un 0,2% frente al 0,8% del trimestre anterior. En términos interanuales –con respecto al mismo trimestre de 2010- ello supone una bajada de ocho décimas en el crecimiento, que ha pasado del 2,5% al 1,7% anual.

Lo más preocupante es que el mayor frenazo se ha producido en las economías de Alemania, Francia y Holanda, que eran las que iban mejor y que han pasado de un 1,3% en su crecimiento trimestral al 0,1% en el primer caso; del 0,9% a un crecimiento nulo en el caso de Francia y del 0,8% al 0,1% en el caso holandés. En el caso de España e Italia, los dos países parecen mantener su ritmo, aunque éste es muy bajo. En estas condiciones, hay que temer un posible agravamiento de la crisis y estar vigilantes.

### La crisis de Agosto

Esta brusca detención del crecimiento económico en Europa constituye de por sí un motivo de preocupación puesto que, de persistir, los gobiernos no ingresarán suficientes euros en sus balances para hacer frente a su elevada deuda, condición imprescindible para no perder la confianza de los inversores y poder salir de la crisis. Hay que tener en cuenta que nuestros gobiernos necesitan seguir emitiendo nueva deuda para ir devolviendo la anterior y hacer frente a sus necesidades financieras. La cuestión es ¿a qué precio está dispuesto a comprarla el mercado? Por otro lado, si antes ya era necesaria una reducción del gasto público, ahora lo es todavía más al bajar los ingresos fiscales por culpa del menor crecimiento, lo que hace imprescindible para nuestros gobiernos nuevas reducciones del gasto público, lo que a su vez tiende a deprimir más la economía. Este es un nuevo círculo vicioso ya de por sí preocupante, aunque no existieran las agencias de calificación ni la especulación internacional. Pero ¡existen! y además están sometidas a una mínima regulación, por lo que cuentan con un gran poder y capacidad de generar estados de ánimo en los inversores.

Como consecuencia, la peor parte del problema al que en este momento nos enfrentamos la constituyen los despiadados ataques que el pasado mes de agosto han llevado a cabo los especuladores internacionales contra la deuda pública de los países europeos, principalmente Italia y España, aunque Francia también llegó a estar en su punto de mira. Con estos ataques, el día 2 de agosto el diferencial con Alemania de la deuda española a diez años (la llamada prima de riesgo) llegó a rebasar los cuatrocientos puntos básicos, lo que supone que frente al 2,4% de interés que pagaba Alemania, España tendría que hacerlo al 6,4%. Este valor es para muchos expertos el límite en el que sitúan la capacidad de un Estado para financiarse y poder seguir pagando su deuda. A modo de ejemplo, el tardío rescate de Grecia se produjo cuando su diferencial estaba en torno a los mil puntos y los de Irlanda y Portugal alrededor de quinientos. Además, un hipotético rescate de Italia y España es impensable –y desde luego innecesario si Europa emplea una adecuada política monetaria-.

Así pues, hace un mes la situación era muy grave, al desatarse una crisis de desconfianza no sólo hacia Italia y España más los tres países recatados, sino hacia toda la Eurozona (Francia fue severamente atacada el día 11), que se trasladó rápidamente a las bolsas<sup>9</sup>.

De persistir o incrementarse estas primas de riesgo, podrían llevar a las finanzas públicas de un país a una situación insostenible, en la que no se podrían pagar los intereses por mucho plan de ajuste que se aprobase. Por eso es tan preocupante la situación de Grecia, que mantiene un diferencial de la deuda con el bono alemán por encima de mil doscientos puntos desde hace meses<sup>10</sup>, a pesar del primer plan de rescate y cuando todavía se continúan discutiendo algunos aspectos del segundo plan<sup>11</sup>. En lo que respecta a los ataques de agosto contra España e Italia, afortunadamente el Banco Central Europeo se decidió a comprar deuda pública de estos dos países –había abandonado este tipo de operaciones desde hacía cuatro meses, por motivos no explicados- y, a finales de agosto, le había ganado el pulso a la especulación (el diferencial español bajó en torno a los 280 puntos básicos, aunque sigue siendo alto<sup>12</sup>). Para entender la gravedad del problema, debe tenerse en cuenta que por cada cien puntos de aumento en la prima de riesgo, España tiene que pagar al año unos 12.000 millones de euros adicionales, prácticamente el equivalente al ahorro total del plan de ajuste más fuerte aprobado hasta ahora.

### La trampa de la deuda

Lo peor de esta situación es el poder de las agencias de calificación y de los especuladores, cuya actuación se refuerza mutuamente en un nuevo círculo vicioso muy potente que se superpone al anteriormente descrito: menor crecimiento, menores ingresos fiscales, reducción del gasto público para equilibrar las cuentas, efecto contractivo sobre el crecimiento, etc. Sobre él se superpone este otro, que amenaza con romper Europa: las agencias de calificación revisan a la baja la calificación de los países que acumulan una deuda importante y/o que ven minorado su crecimiento económico. A continuación, los

---

<sup>9</sup> A fecha 12 de septiembre la situación se ha vuelto a agravar, como consecuencia de una grave crisis de desconfianza hacia Grecia

<sup>10</sup> Por encima de 2000 puntos a fecha 12 de septiembre.

<sup>11</sup> Para paliar esta situación en el primer plan se aprobaron préstamos de ayuda a Grecia a un interés en torno al 4,5%. Al empeorar nuevamente su economía, en el segundo plan está prevista la concesión de créditos al 3,5% y a más largo plazo, para hacer viable su recuperación (en los últimos doce meses su economía se ha contraído a un ritmo del 6,9%) y que puedan seguir devolviendo su deuda. Este plan tampoco ha tranquilizado a los mercados, al obligar a la participación de los bancos poseedores de deuda, lo que ha sido considerado por algunos analistas como un impago encubierto.

<sup>12</sup> Cuando el Gobierno se vio obligado a aprobar su fuerte plan de ajuste en el primer semestre de 2010, la prima de riesgo estaba en torno a los 200 puntos básicos. Por lo tanto, sería deseable que bajase del valor actual y romper la actual senda alcista (355 puntos el 12 de septiembre).

especuladores llevan a cabo ventas masivas en corto de títulos que no son suyos, sino que los piden prestados a los bancos<sup>13</sup>. Estas ventas son a todas luces excesivas y sospechosas de provocar deliberadamente una gran bajada del precio de dichos títulos<sup>14</sup> y la correspondiente subida en la prima de riesgo, con lo que el país que antes podía pagar el principal de la deuda y los anteriores intereses con mucho esfuerzo, se enfrenta ahora a unos intereses mucho más altos. Por su parte, el especulador escoge el momento de volver a comprar –a un precio más bajo–, devuelve los títulos a sus propietarios y se embolsa grandes ganancias. Pero, a cambio, ha hundido la credibilidad de unos países, que se ven obligados a pagar elevados intereses adicionales en sus posteriores emisiones de deuda si quieren seguir vendiéndola. La especulación constituye el elemento clave de este segundo círculo vicioso que se cierra de la siguiente forma: necesidad de *nuevos e importantes* pagos en concepto de prima de riesgo, nuevos recortes del gasto público, vuelve a bajar el consumo, menor crecimiento económico, etc.

¿Cómo se puede evitar este proceso? De varias maneras, pero ante todo mediante operaciones de compra de deuda en el mercado secundario por parte del BCE, capaces de minorar notablemente el efecto de las operaciones antes descritas o incluso de llegar a anular sus efectos. No solamente eso: una simple postura de firmeza por parte de las autoridades europeas o, muy especialmente, de Alemania que es el país con mayor poder de la Eurozona y con la economía más saneada, y que hasta ahora ha sido muy reticente hacia este tipo de actuaciones, puede bastar para disuadir a los especuladores e incluso evitar que se produzcan sus ataques.

La alternativa actual es pues o una Europa firme y solidaria que se enfrente al problema, o más ataques especulativos. Pero entonces no es que las cosas vayan a ir mal, es que cada vez pueden ir peor. La razón es la concatenación de causas y efectos de este nuevo “círculo vicioso”, por el que nos estamos deslizando y al que el profesor Velarde se refirió este verano<sup>15</sup> en términos de la “*causación acumulativa negativa*” de la que ya hablaba el economista, y premio Nobel, Gunnar Myrdal. En resumen, en este círculo que las agencias y los especuladores niegan, éstos pasan de ser “efecto”, es decir consecuencia, de una

---

<sup>13</sup> Estas operaciones fueron prohibidas el pasado 11 de agosto en diversos países europeos, como respuesta a los graves ataques especulativos sufridos.

<sup>14</sup> Esta bajada se produce como consecuencia de la entidad de las ventas, al regirse el mercado y, por tanto el establecimiento del precio de la deuda en el mercado secundario, por la ley de la oferta y la demanda y porque la importante cantidad de títulos en venta transmite un poderoso efecto contagio, en el que la mayoría de los poseedores de deuda deciden vender antes de que la bajada sea aún mayor (lo que, a su vez, contribuye a que sigan bajando de precio). Todo ello se ve además reforzado por el uso de programas informáticos de venta automatizada de títulos al alcanzar un determinado umbral.

<sup>15</sup> ABC, jueves 4 de agosto.

situación económica delicada, a convertirse en “causa” de que la situación empeore todavía más, y así sucesivamente. Naturalmente, si no hay una reacción importante en contra, la evolución de la prima de riesgo con el bono alemán puede ser dramática y deslizar a los países atacados por un abismo. De ahí la gravedad de la situación vivida este agosto, especialmente al atacar la especulación a países de la entidad de Italia y España e incluso, en menor medida a Francia (cuyos bancos poseen gran cantidad de deuda griega).

Sin embargo, Alemania, en cierta medida Francia y el BCE tienen dos llaves principales para no deslizarnos por el abismo: la primera que el BCE continúe comprando deuda pública en los mercados secundarios, aunque a cambio se exijan importantes esfuerzos a los países afectados. Para ello, si no se quiere terminar imprimiendo ingentes cantidades de euros, sería mejor que Europa transmitiese una postura de firmeza que ahora mismo no se está viendo, lo que nos ahorraría muchos problemas. Junto a ello, hay otras medidas coadyuvantes que se decidieron este verano<sup>16</sup>, como establecer un impuesto para las operaciones financieras o prohibir las operaciones en corto a las que antes nos hemos referido.

La segunda llave –la más efectiva– sería la emisión de deuda pública europea, los famosos “eurobonos”, de los que Alemania no quiere saber nada en este momento<sup>17</sup>.

## SITUACION ACTUAL

Veamos primero algunas cifras: en las primeras semanas de septiembre, la prima de riesgo de la deuda española ha superado de nuevo los 300 puntos (355 en el momento de cerrar este trabajo) tras alcanzar un mínimo de 266 el 12 de agosto, gracias a las operaciones de compra de deuda por parte del BCE. Por su parte, la prima de riesgo de Italia supera claramente a la española. Francia no tiene problemas (80 puntos), pero Grecia ya ha superado los 2000 puntos, cuando hace escasamente un mes se situaba en 1200. Finalmente, la de Portugal se encuentra en 880 puntos. Todos estos datos pueden haber sufrido variaciones en el momento de leer este artículo, pero lo cierto es que su evolución vuelve a ser preocupante y demuestra que el círculo vicioso continúa.

Lo que pase a partir de ahora dependerá en gran medida de lo que haga el BCE y de la

---

<sup>16</sup> Durante la cumbre de emergencia que el pasado 16 de agosto reunió al Sr. Sarkozy la Sra. Merkel.

<sup>17</sup> Previamente a dicha reunión, el Sr. Steffen Seibert, portavoz oficial de la canciller alemana declaró: “los eurobonos no han sido objeto de discusión en meses pasados ni lo serán en el encuentro con Sarkozy” (Agencia EFE, 15 de agosto).

percepción que tengan los especuladores de lo que Europa está dispuesta a hacer frente a ellos. ¿Cuánto lleva invertido el BCE en comprar deuda pública de los países con problemas? Según información de prensa publicada el 29 de agosto, 115.500 millones de euros, una cantidad muy respetable de la que nada menos que un 37% tuvo que ser invertida el pasado mes de agosto, es decir unos 43.000 millones de euros, en su mayoría centrados en la deuda italiana y española. ¿Hasta qué cantidad podría dedicar a ello? Dependerá de las autoridades europeas, y muy especialmente del visto bueno de Alemania –que a menudo ha criticado este tipo de operaciones-, pero el BCE ha declarado que seguirá llevándolas a cabo al menos hasta enero de 2012. Ojalá sea así. Para ello es imprescindible que los países potenciales beneficiarios se sigan apretando el cinturón y den un impresión clarísima de su voluntad de enfrentarse al déficit. De ahí, sin duda, la reciente reforma de la Constitución Española.

Más adelante, habrá que ver el efecto que se consigue con el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera aprobado por las autoridades europeas en julio con objeto de ayudar a los países con problemas y dotado con 440.000 millones de euros, que se podrían ver reforzados con otros 250.000 por parte del FMI. Parece mucho dinero, pero debe tenerse en cuenta que solamente la deuda griega suma 350.000 euros.

Abandonemos ahora las cifras y hagamos un pequeño resumen de la situación en la que estamos en este momento:

- a) Los años de liberalismo económico excesivo han creado un monstruo en el sistema financiero internacional, *sin apenas regulación y control*, que cuenta con varias cabezas: elementos con excesivo poder (agencias de calificación irresponsables, bancos demasiado grandes para dejarlos caer por sus errores, determinados fondos de inversión), argucias para burlar la escasa supervisión existente<sup>18</sup> e instrumentos financieros que nadie entiende lo suficiente y con un potencial destructivo muy serio (CDO, CDO2, CDS<sup>19</sup>, determinados derivados como los OTC<sup>20</sup>, Operaciones en Corto), etc.

---

<sup>18</sup> Según Guillermo de la Dehesa, op. cit. pag.336: “esta crisis ha demostrado que los bancos centrales no sólo deben tener como mandato controlar la inflación y suavizar los ciclos económicos, sino también conseguir una estabilidad financiera para conseguir evitar crisis sistémicas como la actual”... Para ello “hace falta una regulación adecuada y una supervisión estricta”.

<sup>19</sup> Credit Default Swaps o seguros de impago. Sobre estos instrumentos, Joseph Stiglitz, premio Nobel de Economía, escribió en El País el 14 de agosto: “el BCE tendría que haber prohibido a los bancos operar en el arriesgado mercado de los CDS, donde son rehenes de las agencias de calificación”.

<sup>20</sup> GARCÍA VEGA Angel, Diario El País, 14 de agosto: “los derivados llamados OTC (over the counter) no están controlados por ningún mercado organizado y poseen un enorme potencial especulativo ... Se estima que la suma de los nominales del mercado OTC es de 500 billones de dólares”.

- b) Tras cuatro años de crisis, Europa se enfrenta ahora a un problema adicional muy grave: la trampa de la deuda pública. En él juega un papel muy destacado un nuevo actor –aunque un viejo conocido internacional de las últimas décadas- que hasta ahora no se había atrevido con el euro: la especulación. Su potencia y los titubeos de Europa, coincidiendo con un brusco parón del crecimiento, amenazan seriamente al Viejo Continente. En palabras muy recientes del Presidente del Gobierno de España: “el círculo de la crisis se está cerrando sobre sí mismo”.
- c) Se está produciendo una nueva sequía del crédito en Europa, habiendo estimado el FMI que habría que inyectar 200.000 euros en el sistema bancario. Esta situación constituye de por sí un problema importante, porque el crecimiento económico y el empleo lo generan los empresarios y sin financiación bancaria, las empresas se hunden. La solución probablemente pase por emitir euros y volverlos a inyectar en los bancos, que algún día tendrán que rendir cuentas de las ayudas que están recibiendo.
- d) El estímulo fiscal que podía conseguirse antes con la Política Fiscal apenas está disponible como herramienta de política económica, al no poder gastar más el sector público, obligado por el contrario a drásticos planes de ahorro. Tampoco es posible bajar los impuestos ahora si queremos cuadrar las cuentas públicas. Por lo tanto, hay que poner las esperanzas en salir de la crisis en la Política Monetaria y ésta ya no es una herramienta nacional sino “Europea”. Lo que podemos hacer en España es ajustar fuertemente el gasto de *todas* las Administraciones, hacer reformas estructurales y, al mismo tiempo, hablarle claro a las autoridades europeas y a Alemania para que lideren efectivamente Europa y actúen con solidaridad y “visión europea”, como hicieron tantos líderes históricamente. Éste es un momento muy grave en el que Europa se juega su futuro<sup>21</sup>.
- e) La situación de Grecia es cada vez más grave<sup>22</sup>. Habría que acelerar cuantas medidas se han aprobado hasta ahora y echar mano cuanto antes de la “segunda llave” a la que antes nos hemos referido: “emitir eurobonos”. Y habría que hacerlo no sólo por Grecia sino por todos.

---

<sup>21</sup> Así lo han manifestado muchos líderes europeos. En particular, el ministro polaco de finanzas, país que ostenta la Presidencia semestral de la UE declaró el pasado 30 de agosto: “las élites europeas, incluyendo las alemanas, deben decidir si quieren que el euro sobreviva, aunque sea asumiendo un cierto coste... Sólo tenemos dos alternativas, o solidaridad o el colapso de Europa.” Así mismo, Jacques Delors, anterior Presidente de la Comisión y reconocido como uno de los líderes europeos de mayor prestigio, ha declarado recientemente que tanto el euro como el proyecto mismo de construcción europea se encuentran “al borde del abismo”.

<sup>22</sup> El Parlamento de este país emitió un comunicado el 1 de Septiembre en el que afirmaba que los intereses de la deuda estaban fuera de control, lo que luego fue desmentido por el Ministro de Finanzas.

## UNA SOLUCION AL ALCANCE DE LA MANO: EMITIR DEUDA EUROPEA

¿Cómo es posible que la Eurozona, con un PIB próximo al de EE.UU. (En realidad el primer PIB del mundo, si se considera la Unión Europea en su conjunto), pueda verse sometida a un ataque como el que estamos sufriendo? Sería impensable que los especuladores se atrevieran a hacerlo con aquel país, aunque algunos Estados suyos tengan déficits importantes. Como muestra de ello, la deuda que emiten los Estados Unidos se compra 300 puntos básicos más barata que la española o la italiana (un 3% más barata, o sea ¡36.000 millones de euros menos de intereses anuales en el caso de España!), mientras que California, con un PIB equivalente a la octava potencia del mundo, podría estar en este momento en suspensión de pagos si no recibiera el apoyo de las autoridades estatales.

El verdadero poder y músculo económico de Europa lo daría un adecuado uso de la moneda única y la voluntad clara de las autoridades europeas de defender el euro y la construcción de Europa. La UE tiene que comportarse como un único Estado en estos momentos y para ello nada mejor que emitir eurobonos. ¿Con qué sobreprecio sobre la deuda alemana actual? lo fijaría el mercado, pero el enorme peso de Alemania y Francia juntas en el conjunto de la Eurozona haría que éste fuera pequeño y la deuda se emitiría con gran probabilidad con una prima de riesgo muy baja sobre la rentabilidad actual del bono alemán a diez años. Previsiblemente Francia apenas se vería afectada, Alemania tendría que pagar *inicialmente* un cierto sobreprecio<sup>23</sup> y los demás países nos veríamos altamente beneficiados.

La deuda europea sería muy bien recibida por los mercados. Además, está prevista en el Tratado de la Unión hasta un máximo del 60% del PIB de los Estados. Actualmente existen múltiples analistas y personalidades de prestigio que la están demandando<sup>24</sup>. A continuación, el dinero ingresado con la venta de esa deuda se podría inyectar en las finanzas de los Estados que se hubieran comprometido con serios planes de ajuste y que aceptaran los criterios fiscales que se les impusieran desde Bruselas. Con ello, los países tendrían que ceder una parte de su soberanía económica, pero a cambio recibirían

---

<sup>23</sup> El 2 de septiembre el bono alemán, actual refugio de inversores junto con el oro y el franco suizo, alcanzó un mínimo histórico, con un interés del 2%. Esta es una situación irreal e incompatible con la construcción de Europa, en la que tanto se ha avanzado.

<sup>24</sup> El ex presidente de la Comisión Europea Jacques Delors es un gran defensor de los eurobonos. También el ex Canciller Kohl, otro gran líder europeo, se ha manifestado a su favor. Desde otro ámbito, el conocido filántropo George Soros, una de las mayores fortunas construidas gracias a la especulación, que conoce muy bien el comportamiento de los mercados, ha manifestado recientemente en una entrevista a Der Spiegel: "sólo Alemania puede revertir la dinámica de la desintegración europea. Para ello se tiene que posibilitar que los miembros de la zona euro refinancien su deuda en términos razonables, lo que necesariamente nos hace llegar a los eurobonos".

financiación a tipos de interés mucho más bajos que los actuales. Esto solamente habría que hacerlo con una parte de sus necesidades de emisión de deuda. Pero, al regirse los mercados por la ley de la oferta y la demanda, el precio del resto de su deuda -que tendrían que seguir emitiendo en los mercados internacionales- se vería fuertemente impulsado a la baja, por lo que su prima de riesgo disminuiría apreciablemente.

De esta manera, se rompería el peligroso círculo vicioso en el que estamos inmersos y, lo que es mejor, se iniciaría un círculo virtuoso: al bajar la prima de riesgo mejorarían las cuentas públicas de todos los países (excepto *inicialmente* Alemania, que en este momento tiene su déficit en un envidiable 0,6% del PIB y podría permitirse ese esfuerzo, del que se resarciría en el futuro). Por tanto, mejoraría la confianza en estos países al tiempo que sus economías dejarían de empeorar y, en cuanto se iniciase un pequeño crecimiento, la prima de riesgo volvería a bajar nuevamente. Paralelamente, al mejorar las economías de los países, subirían poco a poco sus importaciones y con ellas las exportaciones de Alemania, con la consiguiente reactivación del comercio europeo, beneficiosa para todos y desde luego para dicho país.

Finalmente, con toda seguridad, el diferencial inicial de los eurobonos en relación con el actual bono alemán a diez años comenzaría a bajar al disminuir las primas de riesgo de todos los países, con lo que el perjuicio inicial que sufriría Alemania iría disminuyendo progresivamente. Todo ello haría subir la confianza en Europa y se acabaría la especulación. Al final, Europa entera se beneficiaría y Alemania con ella.

Así pues, los eurobonos serían la solución a este grave problema. Es urgente demandar su emisión a quienes tienen la capacidad para autorizarlos: Alemania y las máximas autoridades europeas.

Para finalizar este trabajo, nada mejor que unas palabras del ex Presidente de la Comisión Jackes Delors al diario suizo "Le Temps" el pasado 18 de agosto: "es necesario mutualizar parcialmente las deudas de los Estados hasta el 60% de su producto interior bruto, el umbral previsto en el Tratado de Maastricht". "Esto debería hacerse a nivel de los 17 países que comparten la moneda única. Los Estados implicados estarían así cubiertos por una garantía parcial de la Unión Económica y Monetaria, con la consecuencia automática de presionar a la baja los tipos de interés de la deuda".

Gonzalo Sirvent Zaragoza<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Las ideas contenidas en los Documentos de Opinión son responsabilidad de sus autores, sin que reflejen, necesariamente, el pensamiento del IEEE o del Ministerio de Defensa.