

TRIBUNA: Laboratorio de ideas GUILLERMO DE LA DEHESA

## Lecciones de la crisis de la deuda soberana

GUILLERMO DE LA DEHESA 19/06/2011

Paradójicamente, aunque ningún Estado miembro del área euro ha impagado su deuda desde 1939, la actual crisis de deuda soberana ha provocado los mismos efectos de incertidumbre, desconfianza, salidas de capitales y contagio que otras crisis anteriores sufridas por los países emergentes. ¿Qué es lo que hemos aprendido?

La primera lección es que crisis de deuda exterior privada puede provocar crisis de deuda soberana. En Grecia han coincidido simultáneamente ambas crisis, ya que en 2009 su deuda pública era del 113% del PIB y su deuda privada externa era del 91%. En Portugal, la deuda exterior privada, que era del 172% del PIB en 2009, ha terminado aumentando la deuda pública en 20 puntos del PIB, hasta el 83%, en 2010. Además, ahora, la crisis soberana, a su vez, está retroalimentando la de la deuda exterior privada, al incrementar el nivel de los márgenes o *spreads* privados.

En Irlanda, la crisis de los bancos privados, por su excesivo peso en el PIB y por haber financiado la mayor burbuja inmobiliaria del área euro, ha sido garantizada y pagada por el Estado, lo que ha hecho duplicar su deuda soberana, alcanzando el 102% del PIB en 2010. En España, la deuda exterior privada era del 135% en 2009, pero partía de deuda soberana de solo el 39,8% del PIB en 2008 (una de las tres más bajas del área euro). Esta ha alcanzado el 64% en 2010, pero solo podría llegar como máximo al 69% del PIB, no lejos del 60% que es el nivel que se considera sostenible por el Tratado.

La segunda lección es que los inversores han reconfirmado que un país no puede ni debe emitir deuda en una moneda que no controla. Al formar parte del área euro en 1999, los Estados miembros han perdido el control sobre su moneda, y eso hace que aumente la probabilidad de su impago. Por ejemplo, España tiene un nivel de déficit y de deuda soberana inferiores a los de Reino Unido, que eran -7,8% y 83% del PIB en 2010, pero los mercados financieros le asignan una probabilidad de impago más de tres veces superior a la de Reino Unido de acuerdo con los *spreads* actuales.

La razón principal es que es muy difícil que los inversores puedan provocar un impago de la deuda soberana británica, ya que, si deciden venderla, pueden comprar deuda privada británica si quieren mantenerse en libras o vender las libras recibidas en el mercado de cambios. Dicha venta hace que los *spreads* de la deuda británica suban y la libra se deprecie, pero la liquidez se queda dentro de Reino Unido y su oferta monetaria se mantiene constante, ya que las libras vendidas han sido compradas por otro inversor, convirtiéndose en depósitos en libras. Los bancos invertirán dichos depósitos de nuevo en deuda soberana, por ser más segura y poder descontarla en el Banco de Inglaterra, y si hubiera problemas de pago, este último seguiría prestando al Tesoro británico para evitar su impago.

Por el contrario, en el caso de España u otro Estado miembro del área euro, si los inversores venden deuda soberana española y quieren mantener su posición en euros, la invertirán en la deuda soberana de otro Estado miembro, con lo que la liquidez se desplaza desde España al otro miembro, reduciéndose su base monetaria. Y si venden los euros en el mercado de cambios, la liquidez queda dentro del área, pero en el Estado miembro del inversor que los compre. En ambos casos el euro apenas se deprecia.

Además, si hay una venta masiva de deuda, el artículo 123 del Tratado prohíbe al BCE prestar a los Estados miembros, luego la crisis de liquidez puede llegar a provocar un impago de la deuda. Esto fue lo que ocurrió con Grecia en mayo de 2010, cuando fue rescatada en última instancia por el EFSF y el FMI, poco antes de haber impagado, lo que hubiera provocado una gravísima crisis en el área

euro, y es lo que vuelve a ocurrir ahora. Es decir, los inversores más especulativos, que son minoría, saben que, persistiendo en sus ventas de deuda soberana de un Estado miembro, pueden llegar a provocar una crisis de liquidez y finalmente de solvencia, ya que no puede acudir a su banco central para pagarla.

La deuda soberana tiene menos riesgo que la privada, o incluso puede ser considerada de riesgo cero, por dos razones: porque el país deudor puede acudir a su banco central para financiarla o, en última instancia, porque puede subir los impuestos para pagarla. La única solución para este problema de diseño del área euro es bien conocida: hay que avanzar rápidamente hacia una unión fiscal y hacia un prestamista de liquidez de última instancia.

La tercera lección es que los mercados financieros tienden a alcanzar equilibrios extremos, pasando de confianza absoluta a desconfianza absoluta. No suelen estabilizarse en posiciones intermedias, al estar sujetos a comportamientos de rebaño en situaciones de incertidumbre que les empujan hacia el otro extremo. La prueba es que en los primeros años del área euro, los márgenes de rendimiento de la deuda de casi todos los Estados miembros sobre el bono alemán eran mínimos y ahora se han multiplicado entre diez y cincuenta veces.

Finalmente, la cuarta lección es que los mercados financieros determinan sus *spreads* en mayor medida por los niveles de deuda exterior que por los de deuda soberana. Tienen una mayor correlación con los niveles de la primera que los de la segunda, y también con los niveles de déficit por cuenta corriente que con los de la deuda soberana. Dan una mayor importancia al tamaño de la posición externa neta deudora de los Estados miembros del área euro y al tamaño de sus pasivos externos netos bancarios a la hora de determinar sus CDS que a que su deuda interna sea pública o privada.

Por ejemplo, aunque la deuda soberana bruta española es de unos 64 puntos porcentuales de PIB menor que la de Italia, paga mayores *spreads* porque su deuda total exterior neta es un 87% del PIB frente al solo 30% del PIB en Italia. Los mercados castigan en mayor medida a los Estados miembros que han incurrido en mayores déficits corrientes y mayores niveles de deuda exterior neta, ya que suelen sufrir mayores problemas de liquidez al hacer frente a su servicio de deuda. Por esta razón, cuanto mayor sea la proporción de su deuda soberana en manos de residentes en cada país mayor será su sostenibilidad y viceversa.

La razón está en que si la mayor parte de su deuda soberana está en manos de residentes, será más probable pagarla, ya que el país puede imponer impuestos a dichos residentes sobre un porcentaje de sus tenencias de deuda, mientras que si está en manos de no residentes, no podrá imponerles ningún impuesto. Esto ocurre asimismo entre los Estados miembros del área euro que son todavía fiscalmente independientes. Esta razón tiene también un componente político, ya que cuanto mayor sea la proporción del total de la deuda soberana en manos de residentes mayor será su incentivo para votar al partido que esté dispuesto a aumentar impuestos para evitar su impago, mientras que si está en manos de no residentes apoyarán masivamente al que esté dispuesto a su impago.