

OPINIÓN

Dos soluciones posibles al sobreendeudamiento del área euro

GUILLERMO DE LA DEHESA | 23 FEB 2014 - 00:00 CET

2

Archivado en: [Opinión](#) [Crisis deuda európea](#) [Crisis financiera](#) [Finanzas](#)

La deuda pública acumulada durante dos crisis seguidas en el área euro (hoy en el 96% del PIB) es excesiva y un freno para su recuperación económica ya que, además, el Tratado Intergubernamental del Pacto Fiscal obliga a todos los Estados miembros a reducir anualmente en un 5% su exceso de deuda sobre el 60% del PIB a lo largo de 20 años.

Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (CEPR, DP 9750, 2013) creen que el área euro está muy equivocada si piensa que va a crecer y reducir su deuda a través de una mezcla de austeridad, paciencia y finalmente crecimiento, cuando la historia demuestra lo contrario. Al igual que los países en desarrollo, la deuda de los desarrollados ha sido siempre reducida mediante inflación, represión financiera y reestructuración. En el área euro, donde la población no crece y envejece al tiempo que el Estado de bienestar aumenta, la deuda pública podría llegar a superar el 100% del PIB.

La deuda puede pagarse de varias maneras:

Primero, mediante una mayor tasa de crecimiento, pero el área euro ha decrecido un 0,4% en 2013 y crecerá solo un 1,2% en 2014, haciendo que su déficit y deuda puedan seguir todavía creciendo varios años más.

Segundo, mediante una mayor tasa de inflación, que permite reducir el valor de la deuda, pero esto no solo no es posible bajo el mandato del Banco Central Europeo (BCE), cuyo objetivo es situar la inflación cerca pero por debajo del 2% y su mayor peligro actual es caer en deflación, lo que aumentaría todavía más el valor de la deuda. De ahí que el BCE haya bajado los tipos al 0,25%.

Tercero, mediante una represión financiera, es decir, obligando a bancos, empresas de seguros y fondos de pensiones a comprar deuda pública para sus carteras, por debajo de su valor o a tipos bajos y, simultáneamente, introduciendo controles de capitales para impedir su fuga.

Cuarto, cuando los tipos de interés empiecen a subir, aumentaría la probabilidad de tener reestructurada la deuda.

Sin embargo, el área euro dispone de dos soluciones nada fáciles pero menos dolorosas para hacer frente a este grave problema del sobreendeudamiento.

La primera solución es una mutualización temporal del exceso de deuda (por encima del 60% del PIB) heredado por los Estados miembros del área euro tras las dos crisis —la primera, importada, y la segunda, debida a fallos de diseño del euro— para poder crecer de nuevo sin dicho freno, siguiendo una propuesta original del Consejo alemán de Expertos Económicos (SVR), para ayudar a todos los Estados miembros con deuda elevada que realmente están haciendo un ajuste fiscal apropiado, según el procedimiento europeo de déficit excesivo.

Esta solución fue apoyada, en julio de 2012, por un grupo de 17 economistas de los Estados miembros del área euro llamado "INET council on the euro zone crisis" (ineteconomics.org), entre los que había dos españoles (Luis Garicano y yo mismo).

Toda la deuda de los Estados miembros por encima del 60% del PIB se pasaría a un fondo europeo de redención de la deuda, que se financiaría emitiendo euroletras con garantía conjunta y solidaria de todos los Estados miembros y con aportaciones de capital por parte del Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM).

La deuda siempre se ha reducido con inflación, represión financiera y reestructuración

Dichas euroletras conseguirían refinanciar el fondo a tipos muy inferiores a la media que alcanzarían los Estados miembros por separado, dada la enorme diversificación del riesgo que supone para el inversor comprar deuda conjunta de sus 18 Estados miembros. Un grupo de trabajo aprobado por el presidente de la Comisión Europea, y presidido por Gertrude Tumpel-Gugerell, está estudiando su viabilidad que necesitaría como mínimo un pacto.

La segunda solución sería una reestructuración políticamente aceptable de la deuda del área euro. Pierre Paris y Charles Wyplosz acaban de proponer un modelo de reestructuración de la deuda del área euro llamado PADRE (Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone) publicado como Geneva Reports on the World Economy No 3 (2013).

Dicha reestructuración es complicada ya que habría que hacerla a través del BCE, cuya propiedad es compartida por los 18 Estados miembros del área euro (junto con otros Estados de la UE), luego no pueden infringir pérdidas ni al BCE, ni a sus propietarios. Además, de acuerdo con los Tratados, el BCE no tiene ningún mandato fiscal y es totalmente independiente de los Estados miembros.

Dadas estas dificultades, la forma de plantearla consistiría en que todos los Estados miembros del área euro, conjuntamente, solicitarían al BCE que compre la deuda de todos ellos a su valor nominal. El BCE podría, lógicamente, rechazar dicha petición o aprobarla si considera que es conveniente para su política monetaria a medio plazo.

Dichas adquisiciones serían proporcionales al peso relativo de las acciones de cada Estado miembro en el capital del BCE. Dado que las deudas nacionales pagan diferentes tipos de interés, es necesario evitar que haya transferencias entre unos Estados y otros y que algunos Estados miembros renieguen de su deuda, una vez en manos del BCE.

Para evitar ambos problemas el BCE transformaría dichos bonos en "bonos perpetuos con tipo de interés cero" con lo que extinguiría, de golpe, las deudas que ha adquirido y no habría promesa alguna de repago, aunque, lógicamente, dichos bonos perpetuos aparecerían, a su valor nominal, en el activo de su balance.

Para financiar dicha compra de bonos, el BCE emitiría sus propios instrumentos de deuda, que podrían llamarse "notas", al plazo que le convenga, y estas aparecerían en el pasivo de su balance. Así, el BCE mantendría en su activo los bonos perpetuos que debe a los Gobiernos de los Estados miembros y, en la misma proporción, en su pasivo las notas que ha emitido, los primeros sin pagar interés y las segundas pagando interés.

Esto significa que el BCE podría incurrir en pérdidas perpetuas (costes de mantener su posición) que reducirían su "señoreaje", pero dichas pérdidas (o menores beneficios) se pasarían a los Estados miembros en proporción a su capital en el BCE, con lo que no habría transferencias entre ellos y todos pagarían lo que deben a perpetuidad.

PADRE permitiría que los Estados miembros más endeudados pudieran crecer más rápido y que el área euro recuperase su crecimiento potencial normal mucho antes. Además, si un Gobierno intentase aprovechar esta rebaja de su deuda (por debajo del 60% del PIB) para superar su porcentaje de deuda sobre PIB en un 1%, el BCE podría obligarle a reembolsarle un 1% de su deuda perpetua a valor nominal y a emitir nuevos bonos en el mercado para poder resarcirse. Para garantizar la transparencia de este mecanismo, la deuda perpetua estaría depositada en un custodio internacional (Euroclear o Clearstream).

Aunque PADRE está diseñado para proteger la integridad e independencia del BCE y del Eurosistema para que sea lo más transparente y creíble posible y para que el BCE esté

totalmente protegido, sin embargo este último podría no ser totalmente indispensable para reestructurar la deuda.

PADRE está basado en la titulación del principal activo del Eurosistema, sus futuros ingresos por "señoreaje", pero también existiría una alternativa que combinara la titulación del "señoreaje" y la protección al BCE.

Esta sería a través del ESM (MEDE) que sustituiría al BCE y al Eurosistema en la adquisición de los bonos emitidos por los Estados miembros y los canjearía por bonos perpetuos con cupón cero. Para evitar que el MEDE saliese perjudicado, los Estados miembros le transferirían sus cuotas de los ingresos por "señoreaje" del BCE para cubrir sus costes. El problema es que el MEDE exige condicionalidad.

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research, CEPR.