

# Eurobonos: evolución y soluciones de la deuda en Europa

Javier ARRIBAS CÁMARA  
Historia e Instituciones Económicas I  
Universidad Complutense de Madrid (UCM)  
javierarribas@ucm.es

Luis CÁRDENAS DEL REY  
Economía Aplicada I  
Universidad Complutense de Madrid (UCM)  
luiscard@ucm.es

Recibido: 21-07-2014

Aceptado: 23-09-2015

## Resumen

En este trabajo se analizan los principales problemas derivados de la gestión de la deuda pública, discutiendo si es un problema latente o puntual. A continuación, se propone un mecanismo solución a la crisis de deuda soberana que sufren los países de la Eurozona en el marco de la crisis financiera internacional. Dicho mecanismo consiste en la combinación de un proceso de reestructuración unido a la creación de un sistema común de emisión de deuda soberana en la Eurozona, denominado habitualmente como Eurobonos. Por tanto, el objetivo de esta investigación es ofrecer los elementos analíticos necesarios para comprender las posibles soluciones a los problemas de la deuda pública.

**Palabras clave:** economía monetaria y financiera; ciclos económicos; crisis de deuda soberana; eurobonos; integración financiera.

## Eurobonds: Evolution and solutions to the debt in Europe

### Abstract

In this paper we analyze the main problems arising from the management of public debt, discussing whether it is a latent or cyclical problem. We propose a mechanism how solution to the sovereign debt crisis that the Eurozone countries suffering under the global financial crisis. This mechanism involves a restructuring process combined with the creation of a common system of issuance of sovereign debt in the Eurozone, commonly referred to as Eurobonds. Therefore, the objective of this research is to provide analytical information necessary to understand the possible solutions to the problems of public debt.

**Key words:** financial and monetary economics; business cycle; Eurozone debt crisis; Eurobonds; financial integration.

### Referencia normalizada

Arribas Cámara, J. y L. Cárdenas del Rey (2016): "Eurobonos: evolución y soluciones de la deuda en Europa", *Política y Sociedad*, 53 (1), pp. 259-279.

**Sumario:** Introducción. 1. Problemas de deuda soberana. 2. El mecanismo de estabilidad: los Eurobonos. 3. Conclusiones. 4. Bibliografía.

\* \* \*

### Agradecimientos

A todas las personas que con sus opiniones y puntos de vista han ayudado a mejorar este artículo. Muy especialmente a Juan Manuel Menéndez por sugerir la temática del artículo y sus útiles comentarios. A María José Paz Antolín por sus consejos y seguimiento en la realización de parte del contenido del presente artículo. A los revisores anónimos de esta revista por las sugerencias realizadas que nos mostraron matices a tener en cuenta.

### Introducción

En este trabajo se pretende responder a las principales cuestiones acerca de los problemas derivados de la gestión de la deuda pública y, en el marco europeo, de la creación de un sistema común de emisión de deuda soberana en la Eurozona. Este último mecanismo se denomina habitualmente *Eurobonos*, aunque el nombre propuesto por la Comisión Europea (2011) sea *bonos de estabilidad*.

El planteamiento principal es que la evolución de la deuda pública no puede ser entendida como un problema meramente transitorio, sino como una cuestión enraizada en el desarrollo de la actividad económica y del Estado. Mientras el primero de estos aspectos condiciona *coyunturalmente* su dinámica, el segundo lo hace *estructuralmente*. Cuando los shocks contingentes son suficientemente fuertes afectan a la propia estructura subyacente, siendo ésta una situación de *crisis de deuda*. Para resolver ambas interacciones es preciso introducir medidas que afronten estos dos planos simultáneamente. Por esta razón se ha propuesto un mecanismo de mutualización, los Eurobonos, que limite las fluctuaciones contingentes y resuelva los problemas de fondo.

El rol central que ha jugado esta propuesta como posible solución a la crisis de deuda soberana es motivación suficiente para la realización del presente artículo. La crisis de deuda soberana supone una situación de grave restricción a la financiación y altos tipos de interés que han sufrido la mayoría de países de la Eurozona donde cobran especial importancia las instituciones supranacionales, en este caso una Deuda Pública Común.

El objetivo de esta investigación es proponer un marco institucional estable que permita, por un lado resolver los problemas subyacentes de deuda soberana y afrontar con garantías la evolución del ciclo económico. Como por otro lado garantizar la adecuada evolución del proceso de integración europea que se ha intensificado en las últimas décadas.

La organización del estudio es el siguiente. En primer lugar, se discute la gestión de la deuda soberana en la Eurozona, su evolución histórica y su vinculación a episodios de crisis financieras. A partir de este punto, se analizan las herramientas de reestructuración de la deuda, especialmente en el caso europeo, y con vistas a la implantación de los Eurobonos. En segundo lugar, se responde a las preguntas más habituales en relación a los Eurobonos, ¿cuáles son sus principales características?, ¿quién los emitiría?, ¿qué

objetivos tendrían?, y especialmente, ¿qué ocurre con el problema de riesgo moral?. El trabajo finaliza con las conclusiones obtenidas.

## **1. Problemas de deuda soberana**

En este apartado se aborda la gestión de la deuda pública en el marco de la Eurozona, discutiendo sus particularidades, y la relación de ésta con la política fiscal y el presupuesto público. A continuación se realiza una breve referencia a la reestructuración de deuda soberana en perspectiva comparada y de algunas de las ideas que la experiencia histórica permite obtener.

### **1.1. Gestión de la deuda en la Eurozona**

El concepto tradicional de “Deuda Pública” se define como los ingresos que obtienen los Entes Públicos a cambio de una retribución, existiendo la obligación de devolver las cantidades recibidas una vez transcurrido un determinado período de tiempo. Sin embargo, y sin ser el objeto del presente artículo, existen matices importantes que diferencian el concepto “clásico” de deuda pública y el concepto que se regula en la legislación europea<sup>1</sup>. Incluso dentro del marco jurídico europeo se aprecian diferencias en el concepto de deuda pública expuesto en el control de déficit excesivo Art.126.2 b) Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y el Sistema de Cuentas Europeo SEC-95, diferencias que van desde la consideración del valor nominal (en la valoración de las obligaciones) hasta la distinción de las clases de obligaciones que integran la deuda pública. Continuando la perspectiva clásica de deuda pública, dentro de ésta (López Otero, 1982) se distingue entre deuda interna (adquirida por agentes nacionales) y deuda externa (adquirida por agentes internacionales).

Dentro de las vías de financiación de los Estados (ingresos tributarios, por presentación de servicios y por emisión de bonos) la deuda pública representa la segunda forma de ingreso estatal más importante (Pérez Royo, 2004). Pero lógicamente supone dos tipos de gastos (Carrera Raya, 1988): el pago de unos intereses (gasto de carácter inmediato) y la devolución del capital (gasto de carácter mediato). A su vez, la financiación vía deuda pública se divide entre la adquirida por parte de un organismo público (e.g. Bancos Centrales) y la venta en el mercado primario a los inversores privados.

En el caso europeo, tras el establecimiento del “Pacto de Estabilidad y Crecimiento”, firmado en Ámsterdam en 1997, se adoptan los criterios que deben regir las finanzas

---

<sup>1</sup> Art.1.5 del Reglamento(CE) nº 479/2009: “Por deuda pública se entenderá el valor nominal del total de las obligaciones brutas del sector Administraciones públicas (S.13) pendientes al final del año, a excepción de las obligaciones representadas por activos financieros que estén en manos del sector Administraciones públicas. La deuda pública estará constituida por las obligaciones de las Administraciones públicas en las categorías siguientes: efectivo y depósitos (AF. 2), títulos que no sean acciones, con exclusión de los productos financieros derivados (AF. 33) y préstamos (AF. 4), conforme a las definiciones de SEC95”.

públicas y la imposibilidad de adquisición de deuda soberana de los países miembros de la UME por parte del Banco Central Europeo (BCE)<sup>2</sup>.

Al depender exclusivamente del mercado de bonos cobran especial importancia tanto la rentabilidad ofrecida, como el riesgo soberano de los títulos públicos. Asociados a su vez a la incertidumbre sobre la capacidad de pago de los deudores (riesgo económico, social o político) y la existencia de asimetrías respecto al resto de países, dada la naturaleza internacional de la operación.

Desde la entrada en vigor del euro, la remuneración de la deuda pública se redujo considerablemente considerándose de forma generalizada que el riesgo soberano era inexistente o muy reducido. De tal forma que no sólo disminuyeron sino que convergieron, existiendo escasas diferencias entre los tipos de interés de los países de la Eurozona entre el año 1998 y el 2007. A raíz de la crisis financiera<sup>3</sup> y económica, la situación cambia y aparecen problemas de financiación pública para la mayoría de los países del euro. Así frente a la situación de la década anterior, el aumento de los tipos que han tenido que afrontar los países periféricos (Lane, 2012; De Grauwe y Ji, 2012), siendo paradigmático el caso griego, ha provocado una divergencia respecto al resto de países que han mantenido una tendencia descendente de sus tipos, creando de esta forma una divergencia centro-periferia.

Dada la buena situación de las finanzas públicas antes del 2008 (especialmente en el caso de España y de Irlanda en términos de deuda/PIB) sólo es posible considerar que los problemas por los que atraviesa la deuda pública se encuentran vinculados a la evolución de la actividad económica y no a la gestión previa de la deuda pública, puesto que la recesión ha tenido efectos diferentes en los distintos países (Alvárez, Luengo y Uxó, 2013).

El argumento económico que subyace es que, en fases descendentes del ciclo económico, las necesidades de financiación de los Estados serán necesariamente mayores. Esto se debe a la reducción de los ingresos fiscales y el mantenimiento del gasto público, al ser este último mucho más rígido comparativamente. Esta dificultad

---

<sup>2</sup> Artículo 123, TFUE: “Queda prohibida [...] la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados bancos centrales nacionales, en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales”. En el artículo 21.1 de los Estatutos del BCE: “Queda prohibida la autorización de descubiertos y la concesión de otro tipo de créditos por parte del BCE o de los bancos centrales nacionales en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales [...]”.

<sup>3</sup> Ambas están ineludiblemente vinculadas, la progresiva caída de la productividad, el incremento del empleo en segmentos de baja retribución, la caída conjunta de los salarios sobre el PIB frente al capital (en la UE15 pasó de un 62.57% en 1960 a 58.67% en 2013) pero al mismo tiempo se incrementaba el consumo. Esta contradicción sólo se pudo dar a través del aumento del crédito, muy especialmente desde el año 2000 (Vilariño, 2011:24).

proviene de, al menos, dos fuentes: el estar contratados previamente y no poder incumplir los pagos, lo que se suele denominar “*path dependence*” (“dependencia de la trayectoria”), y del hecho de generarse nuevas vías de gasto durante las recesiones, lo que se conoce como *estabilizadores automáticos*.

Hay que considerar que si bien el efecto del multiplicador fiscal está en cuestión en términos generales (Ramey, 2011) no pudiendo afirmarse que sean siempre superiores a uno, existe hasta la fecha una sólida evidencia empírica sobre el marcado carácter contracíclico de los multiplicadores del gasto público (Summers y Delong, 2012; Auerbach y Gorodnichenko, 2012; Blanchard y Liers, 2013). Esto supone que los multiplicadores fiscales son muy superiores en las épocas de recesión que en las de expansión lo cual desaconseja el intento de reducir el gasto público para equilibrar el presupuesto en épocas de contracción de la actividad o de lento crecimiento (las llamadas políticas de austeridad, véase Blyth, 2012). De igual forma, el incremento del servicio de la deuda sobre el conjunto del presupuesto (en las crisis de deuda del 2012) tendrá un efecto perjudicial para la demanda agregada por su menor efecto multiplicador. Además, abarcará cada vez una mayor cantidad del propio presupuesto, por lo que una reducción del déficit primario no conllevará una reducción del déficit total debido a los menores ingresos y al incremento del déficit financiero.

Además, en situaciones de crisis financieras o fuertes recesiones económicas, el mercado financiero de deuda pública puede *sobrerreaccionar* en el corto plazo por múltiples causas, entre las que se pueden señalar las restricciones de liquidez, la falta de activos de referencia para hacer valoraciones adecuadas o por la creciente desconfianza hacia la situación financiera del deudor. De igual forma, la situación de deflación incrementa la nominal de la deuda y agrava las dificultades para afrontar los pagos.

En síntesis, debido a la arquitectura del euro los mercados primarios de bonos en la Eurozona son especialmente sensibles al riesgo soberano y a las divergencias entre los países. Los problemas de deuda, puestos de manifiesto en la situación de centro-periferia, no son consecuencia de la gestión presupuestaria previa, sino que son el resultado del contexto de crisis financiera y económica. Que conllevan un incremento del déficit público y una mayor deuda pública, lo que obliga a realizar el equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico.

## **1.2. Evolución y crisis de deuda: breve referencia a la reestructuración en perspectiva comparada**

La creciente y extensa literatura sobre la evolución histórica de la deuda pública sostiene la interrelación de los aspectos financieros, económicos y sociales (Reinhart y Rogoff, 2009; Jordà., Schularick y Taylor, 2011, 2013, 2015; Herndon, Ash y Pollin, 2014). Del análisis histórico de la deuda a nivel internacional realizado por Ugarteche (2007), se observan ciclos asociados al precio de las materias primas y la tasa de interés, donde el crédito externo neto tiene una menor influencia (vinculándose en muchos casos a la caída de los poderes hegemónicos). Observándose una estructura (Suter, 1992) en los patrones cíclicos de financiación que cubre tres etapas: a) expansión del crédito externo; b) Surgimiento de la crisis de pagos; y c) Negociación entre países deudores y sus acreedores, que suelen conllevar algún tipo de ceses de pagos.

En las economías avanzadas destaca la influencia de la expansión del sector crediticio y, en situaciones de crisis, su transmisión de las finanzas privadas al ciclo económico y, en consecuencia, a las finanzas públicas (Jordà, Schularick y Taylor, 2015). En lo que puede considerarse un círculo vicioso de la deuda público-privada.

Antes de la Primera Guerra Mundial (IGM) los gobiernos soberanos, a través de actos unilaterales, cesan el pago de sus bonos y esto provoca que el flujo existente para la financiación de las distintas economías nacionales cese puesto que los acreedores rechazan continuar con la financiación. Sin embargo, esto parece cambiar después de la Segunda Guerra Mundial (IIGM) puesto que se crean mecanismos multilaterales de refinanciación (como son el Club de París o el Club de Londres). Con esto se consigue que los distintos gobiernos, que anteriormente habrían renunciado al pago de sus bonos soberanos antes de verse ante la posibilidad de cesar el pago de su deuda, procedan a intentar obtener refinanciación a través de una reestructuración de su deuda. Asimismo, se produce un cambio en las causas de las crisis de deuda, mientras que antes de la IIGM iban asociadas a los costes de las guerras, la segunda mitad del siglo XX se caracterizará por el incremento del ratio deuda/PIB en tiempos de paz y por la influencia de las crisis crediticias como causantes de las crisis públicas (Schularick, 2012)

Sobre la discusión de la sostenibilidad de la deuda cabe matizar que actualmente la definición de la carga de la deuda utilizada por el Banco Mundial es la relación entre el valor presente de la deuda y las exportaciones de bienes y servicios y el Producto Nacional Bruto (PNB), como señala Ugarteche (2007, 2014). En la actualidad resulta muy llamativo que en el segundo puesto de los países con más deuda pública respecto de su PIB se sitúe Japón<sup>4</sup> y que 6 de los países integrantes del G10 se sitúen dentro de los 20 países con más deuda respecto de su PIB.

La atención a la deuda pública, y el debate que esta genera, han cambiado con el tiempo, centrándose cada vez más en el valor de la deuda y perdiendo peso la carga que ésta representa presupuestariamente, se va eliminando paulatinamente el criterio a la afectación de los estándares de vida que sí tuvieron su lugar central en los primeros estudios sobre capacidad de pago, como es el caso del informe Colwyn (1926) del Parlamento Británico. David Graeber (2011) al hacer un estudio histórico y antropológico de la deuda destaca que con el paso del tiempo, la deuda se ha transformado en un concepto “frío, sencillo e impersonal” teniendo entre otras consecuencias que no sea necesario tener en cuenta los efectos humanos.

Por otro lado, la existencia de una deuda abultada o excesiva no parece ser el factor explicativo principal a la hora de entender la decisión de las autoridades en mantenerse al corriente en los pagos externos durante las reestructuraciones. Como señalan Erce, Fernández y Vázquez (2009) tras analizar los procesos de reestructuración de ocho países (Argentina, República Dominicana, Ecuador, Pakistán, Rusia, Serbia, Ucrania y Uruguay), los factores políticos y sociales del país resultan ser una variable clave a la hora de realizar un impago.

---

<sup>4</sup> Si bien es cierto que la deuda neta de Japón es muy inferior al total, suponiendo un 149% y un 224% respectivamente, como porcentaje de su PIB en el 2014 (Datos del FMI).

Tabla 1: Clasificación de países en relación a su Deuda (% del PIB)

Clasificación 2011			Clasificación 2013		
1	Zimbabue	220	1	Japón (G10)	226,1
2	Japón (G10)	212	2	Zimbabue	202,4
3	San Cristóbal y Nieves	200	3	Grecia	175,0
4	Grecia	162	4	Italia (G10)	133,0
5	Líbano	134	5	Islandia	130,5
6	Islandia	128	6	Portugal	127,8
7	Jamaica	126	7	Irlanda	124,2
8	Italia (G10)	120	8	Jamaica	123,6
9	Eritrea	119	9	Líbano	120,0
10	Singapur	118	10	Chipre	113,1
11	Portugal	113	11	Sudán	111,0
12	Irlanda	105	12	Granada	110,0
13	Bélgica (G10)	100	13	Singapur	105,5
14	Barbados	96	14	Eritrea	104,7
15	Sudán	94	15	Bélgica (G10)	102,4
16	Canadá (G10)	87	16	Puerto Rico	96,5
17	Reino Unido (G10)	86	17	España	93,7
18	Belice	85	18	Francia (G10)	93,4
19	Francia (G10)	85	19	Egipto	92,2
20	Santo Tomé y Príncipe	85	20	Reino Unido (G10)	91,1

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y la CIA<sup>5</sup>.

Si bien cuando un país reúne una deuda superior a la sostenible en el medio y largo plazo debe reestructurar sus obligaciones, pero los países afectados suelen mostrar bastantes resistencias a tal posibilidad. Las reestructuraciones del nominal de la deuda (de buena o mala fe), ya sean pactadas previamente (“haircuts”) o como consecuencia de impago (“defaults”), incluso una reestructuración de forma ordenada y previo acuerdo con sus

<sup>5</sup> Datos del World Factbook de la Central de Inteligencia Americana (<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html>).

acreedores, podrían perjudicar gravemente su economía. Tanto por la imposibilidad de acceder a los mercados financieros de capital o por su acceso puntual a un tipo de interés muy superior al que tenía, y porque su estabilidad como receptor de inversiones se verá fuertemente condicionada, lo que a su vez conllevará problemas para la balanza de pagos.

Las reestructuraciones tienden a ser más fáciles si no se han suspendido pagos ya que se llevan a cabo con mayor velocidad y mayor participación de los acreedores. Por otra parte los países recuperan con mayor brevedad el acceso a los mercados financieros internacionales. En el caso de darse suspensión de pagos, este puede llegar a resultar un aliciente para el Estado en cuestión, puesto que las repercusiones negativas ya han tenido efecto quedando sin sentido intentar acelerar un acuerdo. Esto da lugar a una negociación más dura por parte del estado y normalmente una reducción mayor de la deuda.

Tabla 2: Reestructuraciones antes o después de un impago de deuda

País	Deuda	Deuda Reestructurada	Tiempo en 1ª emisión de bonos (trim.)
- Pakistán	84%	31%	21
- Rep. Dominicana	56%	10%	8
- Uruguay	103%	43%	3
- Ucrania	42%	9%	17
- Media	71%	23%	12
- Ecuador	101%	45%	24
- Argentina	130%	30%	20
- Rusia	52%	24%	13
- Serbia	64%	-	-
- Media	86,70%	33%	19

Fuente: Banco de España con datos del GDF, WDI, IADB y FMI.

El sector oficial (integrado por el Fondo Monetario Internacional, los gobiernos de países desarrollados, etc...) entiende que en los casos de insolvencia no tiene sentido ofrecer asistencia financiera al gobierno para que la misma termine en manos de los acreedores mediante los pagos de los vencimientos de capital e intereses. En estos casos, sostiene el sector oficial, es necesario reestructurar previamente la deuda. Si los acreedores privados no acceden a hacerlo en tiempos en que el gobierno se encuentre pagando puntual y regularmente sus obligaciones (previo a la insolvencia), entonces

el default puede ser un paso necesario en el camino hacia la solvencia del país, ya que resulta la única vía para que los acreedores accedan a renegociar.

El cese en el pago de la deuda por parte de los estados soberanos depende tanto del causante (deudor o acreedor), como de la relevancia económica del país (en términos de tamaño de mercado). En perspectiva histórica, la mayoría de países han realizado ceses de pagos en algún momento, entre las principales economías que han recurrido a este procedimiento se encuentran Alemania, EEUU, y el resto de aliados al finalizar la II GM. En los casos de economías menos relevantes las soluciones son aportadas por los acreedores (al contrario de lo que se observa cuando el cese del pago se produce por las economías anteriormente citadas) es el caso de los planteamientos aportados por el Club de París desde los años 80.

Puesto que llevar a cabo una reestructuración es un hecho altamente impopular, esta actividad ha de ser enfrentada inicialmente por la acción política, es por ello que existe una especial tendencia a intentar cumplir con las deudas antes que tener que proponer una reestructuración, retrasando esta decisión lo máximo posible para no tener que asumir el desgaste electoral y de recursos políticos que puede suponer. Llevándose a cabo sólo tras un tiempo dilatado en que se van adoptando medidas de ajuste, que empeoran los estándares de vida de la población, en un intento de reducir el volumen de deuda.

Los Estados deben ponderar el coste de intentar hacer frente a sus obligaciones frente a las consecuencias del período de exclusión de los mercados de capitales (Panizza, Sturzenegger y Zettelmeyer, 2009). Para disminuirlos podría ser conveniente la adopción de un Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (Helleiner, 2008) como herramienta que disminuya los efectos perjudiciales para ambas partes.

El MRDS, de forma objetiva, consiste en una herramienta que pueda suponer incentivo suficiente para que acreedores y deudor se vean obligados a negociar con la máxima estabilidad y garantías para ambos. La creación de un marco que pudiese facilitar una reestructuración de deuda soberana de forma equitativa para acreedores y deudor, sentaría la base jurídica que evite posibles conflictos legales (como el caso de la deuda Argentina) que causan graves dilaciones procesales y mucha inestabilidad tanto en el mercado interior del país deudor como en el mercado internacional.

Aunque se trata de una propuesta respaldada institucionalmente (apoyado por el FMI y el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) en el 2001 y 2002), ha desaparecido de la agenda multilateral. Prácticamente desde 2004, ningún organismo internacional hace referencia al MRDS como consecuencia, entre otras, de críticas al tratarse de un marco regulador que pondría limite tanto a los derechos de los países deudores como a las jurisdicciones nacionales más proteccionistas de los acreedores. Como ocurre en todo marco regulador, el camino se encuentra en la negociación de un sistema procesal ecuánime para ambas partes (acreedores y deudor), aunque para eso debe darse una igualdad en las partes negociadoras que en la actualidad no existe.

En el caso europeo, la reciente reestructuración de la deuda soberana del Estado griego en el 2012 a pesar de tener una magnitud de la reestructuración sin precedentes (Zettelmeyer, Trebesch y Gulati, 2013), no ha resuelto ni los problemas de financiación ni su sostenibilidad (en términos de deuda sobre PIB se ha incrementado). Además, se

observa que en primer lugar, los distintos gobiernos han dilatado la reestructuración de la deuda adoptando medidas de ajuste, y en segundo lugar, como el peso de su economía en Europa y a nivel internacional ha sido uno de los elementos que han jugado en contra del gobierno griego en su última negociación con la antigua troika. De tal forma que podemos afirmar que en la actual situación no es posible atajar el problema de deuda pública simplemente con algún tipo de reestructuración.

En suma, en perspectiva histórica las crisis de deuda han tenido múltiples causas pero en las economías avanzadas, especialmente a partir de la IIGM, destacan las crisis financieras privadas y su transmisión a las finanzas públicas. Las recientes experiencias de reestructuración no han solucionado los problemas de deuda, en concreto en el caso griego, por lo que debe replantearse el sistema de emisión de bonos soberanos para que resuelva las divergencias de centro-periferia y la integración económica y monetaria europea pueda realizarse correctamente. En el apartado siguiente tratamos como los Eurobonos pueden afrontar esta cuestión.

## **2. El mecanismo de estabilidad: los Eurobonos**

Los Eurobonos consisten en la emisión conjunta de la deuda pública mediante un mecanismo común, es decir, el emisor será una institución supranacional que ofertará al mercado un bono homogéneo<sup>6</sup> que financiará a los Estados de todos los países miembros. Teniendo como principal objetivo la reducción de los intereses que pagan los países de la zona euro. La divergencia en los tipos de interés de la deuda pública a partir del 2008, es la principal causa de la propuesta y también de la oposición de los países menos afectados. Pero su papel no se limitará a resolver una situación circunstancial, sino que también contribuye a la integración económica europea, solucionando algunas de las disfuncionalidades del presente marco institucional.

Generalmente, se considera que la forma de introducción de los Eurobonos sería un sistema de emisión completa, i.e., una institución supranacional emitiría la totalidad de deuda pública de los Estados miembros. Pero esta no es la única forma posible, de hecho, en el artículo con el que se abre el debate, realizado por Delpa y von Weizsäcker (2010), no se recoge una fórmula de este tipo. Siguiendo el informe de la Comisión Europea (2011), las formas que pueden adoptar los Eurobonos se pueden resumir en tres grandes bloques: la emisión completa, la emisión parcial y la creación de garantías prorrateadas.

---

<sup>6</sup> De tal forma que la institución emitiría un único bono y posteriormente traspasaría la financiación a los Estados en función de sus solicitudes. Este bono no sería directamente la ponderación de las de los países, y por tanto, su tipo de interés no sería equivalente al de una media ponderada. Entre otras cosas porque los compradores no tendrían conocimiento sobre a qué países irá destinada la financiación, y además, sería irrelevante ya que el riesgo país sería íntegramente asumido por la institución emisora. Para garantizar su correcto funcionamiento, deberían existir cláusulas de pago prioritario de la deuda comunitaria para evitar que la agencia común afrontara el posible impago.

En el primer caso, una emisión completa de la deuda pública en forma de Eurobonos, sus beneficios potenciales en términos de eliminar las diferencias entre países son mayores que cualquier otra, pues trataría en términos de igualdad a todos los Estados. Además conllevaría un mayor volumen de negocio, que a su vez implica más agentes participando, es decir, una mayor profundidad de mercado. De esta forma, una mayor demanda conlleva menores tipos de interés pagados por los Estados en las subastas de deuda (Vickrey, 1961), a lo que hay que añadir el efecto de una mayor seguridad de pago, restableciendo la confianza.

Otro aspecto positivo es que desaparecerían los problemas de convivencia entre una agencia central europea y los distintos Tesoros Públicos Nacionales, ganando en eficiencia de gestión, control de las operaciones, regulación de mercados y competencia entre los compradores. Esta forma implica un incremento en el efecto de los potenciales beneficios pero también va asociado al principal problema, el riesgo moral (que se detalla posteriormente). De esta forma no sólo no lo reduciría, sino que de hecho, lo incrementaría.

Además, las condiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y el más reciente, Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, establecen las reglas de política fiscal y presupuestaria (3% de déficit, 60% de deuda pública) que deberían adaptarse y revisarse para el nuevo marco de emisión conjunta y considerarse el efecto beneficioso de un menor déficit financiero, lo que mejoraría la solvencia del conjunto (teniendo en cuenta que muchos países de la Eurozona se encuentran fuera de esos límites).

En segundo lugar, la propuesta de sustitución parcial, que resulta combinando las emisiones nacionales y supranacionales conjuntamente. Como se ha señalado anteriormente la propuesta se debe a Delpla y von Weizsäcker (2010), según estos autores si la deuda pública se emitiera en dos tramos se reduciría la remuneración de la deuda pública en términos generales. El funcionamiento sería el siguiente:

Primero se emitiría una deuda muy segura que sería común a todos los países, a esta deuda “senior” se la etiqueta como “Blue Bond” (Deuda Azul), al estar respaldada conjuntamente tendría una menor probabilidad de impago. Conllevando un menor riesgo y por lo tanto una menor remuneración. En su propuesta original los Tesoros Nacionales podrían recurrir a la financiación común hasta el límite del 60% de volumen de deuda sobre la producción anual (PIB), límite establecido en el PEC.

Segundo y una vez superado el límite del 60%<sup>7</sup> del tipo de deuda “Blue Bond”, cada Estado tendría que emitir su propia deuda de forma independiente y sin el respaldo del resto. A esta deuda individual se la denominaría Deuda Roja (“Red Bond”). Previsiblemente la remuneración de la “Red Bond” sería superior a la de la deuda senior por dos razones: primero porque el riesgo de impago en un país siempre es

---

<sup>7</sup> En el caso de que un país tuviera una situación de financiación mejor que la ofrecida por la DMO, podría emitir sin problema su propia deuda y no alcanzar el límite establecido. En otras palabras, el acceso a la financiación conjunta sería un derecho (hasta alcanzar el límite) pero no necesariamente una obligación. De igual forma, si un país desea financiarse antes de la siguiente semana programada por la DMO también debería poder realizarlo sin mayor dificultad.

mayor que el de un conjunto, y segundo, porque a la hora de recurrir a la financiación en los mercados primarios de deuda pública la “Red Bond” sería menos valorada que la “Blue Bond”.

La idea central de la propuesta es que al dividir la deuda en dos tramos, uno seguro y común llamado “Blue Bond” y uno individual llamado “Red Bond”, se crea un incentivo para mantenerse por debajo del límite del 60% (al tener un tipo de interés muy inferior). Esta reducción se debe a la mayor credibilidad de cumplimiento en un sistema común, i.e., una reducción del riesgo país. En síntesis, se pretende mejorar la situación de los países que sufren restricciones de financiación mediante un sistema que combine una emisión internacional de alta calidad con una nacional potencialmente más problemática, pero más estable que en la actualidad.

La tercera opción es la aportación de garantías conjuntas prorrateadas, que consiste en establecer un avalista supranacional que inyecte confianza en el pago de la deuda. Su principal ventaja sería la rapidez de creación, como consecuencia de exigir menores cambios legislativos, menos compromisos internacionales, y especialmente, pocas reformas institucionales.

Esta medida es efectiva en el tratamiento del riesgo país, pero se puede considerar que no resuelve la problemática de fondo, ni vincula el volumen de deuda a los tipos de interés, ni crea incentivos al cumplimiento presupuestario, y especialmente, no elimina las diferencias entre los países europeos. En realidad, es una opción más realista y más fácilmente aplicable, pero tendría una menor efectividad, pudiendo trasladar el problema de la deuda a los avalistas.

Aunque se han resumido en tres grandes grupos las formas que tomarían los Eurobonos, existen multitud de aspectos que se pueden incorporar, estos serían resultado de las decisiones adoptadas en el proceso de su implantación. Es el caso del límite de emisión de “Blue Bond” que obviamente puede modificarse, por ejemplo, en función de la situación económica, o de otros acuerdos internacionales.

Es necesario añadir que las distintas formalizaciones no son necesariamente excluyentes entre sí. Por ejemplo se puede establecer transitoriamente un sistema parcial que evolucionará a un sistema de emisión completa. En función del tiempo requerido para su plena introducción, la secuencia lógica sería un sistema de garantías en el corto plazo que se convirtiera en un sistema parcial en el medio plazo y, finalmente, un sistema único en el largo plazo.

### **2.1. ¿Cuál sería la institución emisora?**

La creación de los Eurobonos exige conjuntamente la creación de una institución emisora o “Debt Management Office” (DMO). Esta agencia sería la encargada de emitir los bonos comunes o, en el caso de las garantías, gestionar su pago si fuera necesario. Surgen distintos temas a analizar respecto de las funciones de la DMO. A parte del cometido de emisión, tendrían que incorporarse otras competencias propias de los Tesoros Públicos. Es el caso de la supervisión de los presupuestos y los posibles déficits, la gestión de su propia tesorería. El establecimiento de un calendario de subastas excesivamente rígido, podría generar conflicto entre los países y la agencia

central. Y otras cuestiones que posiblemente tendrían que resolverse con posterioridad a la puesta en marcha de su funcionamiento.

En cualquier caso se pueden distinguir dos formas de crear esta institución: utilizando una institución ya existente o creando una nueva agencia. En la primera modalidad, existen varias instituciones capaces de desarrollar esa función, es el caso de la Comisión Europea, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), el Banco Central Europeo (BCE) o los propios tesoros nacionales coordinados a nivel europeo. La segunda forma sería la creación de una agencia *ex profeso*, de tal forma que tuviera diseñadas claramente sus funciones.

Estas dos formas tampoco son mutuamente excluyentes, si se distingue de nuevo en función del tiempo requerido para su implantación. La secuencia lógica es que una institución ya existente se hiciera cargo temporalmente mientras se crea una nueva DMO permanente, al ser una medida que requeriría de un plazo temporal más alto. Intentar establecer las características que tendría esta agencia entra en un terreno más especulativo, pero en última instancia sería necesaria la creación de un Tesoro Público a nivel europeo, con las funciones habituales de estos organismos.

En el grupo de instituciones que podrían encargarse inicialmente de esta labor se encuentran la Comisión Europea que podría designar a alguna de sus agencias que se encargara inicialmente. Esta sería la solución que menos cambios institucionales requeriría, siendo por ello más rápida. Otra posibilidad es ampliar las funciones del MEDE, para que se hiciera cargo en un primer momento, pero también para convertirse, incluso, en una agencia estable de emisión, siendo especialmente adecuada para la modalidad de garantías prorrateadas.

Además, el BCE también podría hacerse cargo, al tener capacidad operativa suficiente, así como la necesaria independencia institucional, al ser una autoridad en los mercados financieros. De hecho, el BCE había sido la primera institución propuesta como DMO, pero es bastante inusual que un banco central sea el responsable de emitir la deuda pública. Además no se encuentra entre las funciones establecidas en su estatuto de funcionamiento.

La última posibilidad es que los propios Tesoros Nacionales emitieran los bonos, coordinados por un organismo supranacional, que evolucionará a un sistema único de forma análoga al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

## **2.2. ¿Cuáles son sus Objetivos?**

El primer lugar se encuentra reservado para la resolución de la crisis de deuda soberana, teniendo además que eliminar la posibilidad de que volviera a producirse una situación similar en el futuro. Además, existen otros objetivos que dotan a la propuesta de una profundidad que supere la situación coyuntural de una crisis de deuda, generalizándola para cualquier situación. Para clasificar al resto de objetivos se pueden distinguir tres ámbitos, el nivel financiero, el nivel monetario y el nivel institucional.

Sobre la crisis de deuda soberana, la prioridad es la reducción de la remuneración de la deuda en los países europeos, siendo esta situación la que motivó la propuesta original, como se expuso anteriormente. En cualquier modalidad de implantación se cumplirían dos objetivos, a corto plazo se produciría una mejora de las expectativas,

un aumento de la credibilidad de los emisores, un mayor grado de cohesión entre los diferentes países, llevando todo ello a una reducción de los tipos de interés pagados y una reducción en los diferenciales. Lo que en definitiva supone una solución coyuntural a la situación de crisis. En el largo plazo se establece un mecanismo que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas, con unos menores servicios de la deuda y un mayor grado de solvencia. Para ello ha de fomentar la disciplina presupuestaria, en el sentido de evitar caer recurrentemente en déficits, y por lo tanto, tener volúmenes de deuda asumibles a la hora de renovarlos en los mercados primarios de deuda pública.

En segundo lugar, a nivel financiero, se contribuiría a la resolución de algunos de los problemas de inestabilidad del sistema financiero, los problemas de circulación de los flujos financieros y de liquidez del sistema. En el ámbito financiero, la creación de un bono común reduciría la inestabilidad del sistema, ofreciendo mayores garantías y mejores valoraciones de riesgo. De lo que se verían beneficiadas también las instituciones bancarias, que mejorarían su acceso a la financiación exterior, lo harían en mejores condiciones y se reduciría la volatilidad de los precios en los mercados financieros. Además, la existencia de un bono fuerte tiene múltiples consecuencias positivas, sería un colateral de mayor calidad para las transacciones y supondrían un punto de referencia (“benchmark”) en la valoración de activos.

En el ámbito monetario, el principal objetivo ha de ser la estabilidad del euro, que se conseguiría con una mayor estabilidad e integración financiera. Aunque existen otros efectos de la introducción de los Eurobonos sobre la moneda, uno de ellos sería la mejora del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los bancos centrales, y en especial el BCE, han desarrollado una serie de “medidas de carácter no convencional” (Millaruelo y del Río, 2013), con objeto de restablecer el mecanismo de transmisión que se había reducido drásticamente a partir de la crisis financiera. En este sentido, los Eurobonos mejorarían esta situación al crear un mayor conjunto de activos líquidos y seguros, que restableciera el vínculo entre la política monetaria y los hogares.

La más conocida de las medidas no convencionales son los llamados programas de “Quantitative Easing” (“*expansiones cuantitativas*”), que consisten en programas de compras de bonos y otros activos en los mercados secundarios que suponen un incremento del balance de los bancos centrales pero no un incremento de la masa monetaria. En el caso del BCE (Claeys, Leandro y Mandra, 2015), aunque ha actuado más tardíamente que sus homólogos anglosajones, ha desarrollado el Public Sector Purchase Programme (PSPP), destinado a la compra de bonos soberanos de países de la Eurozona y de entidades supranacionales (como el Banco de Inversiones Europeo y los mecanismos de estabilidad creados en los últimos años). En el caso de la deuda pública cada Banco Central adquirirá en los mercados secundarios los bonos de su país y en función de las cantidades que tenga asignadas, de tal forma que el incremento de la demanda de bonos se transmita a unos menores intereses en el mercado primario.

Un programa de adquisición indirecta necesariamente tendrá un menor efecto que si fuera la DMO la que vendiera directamente los bonos al BCE en el mercado primario. Si bien es cierto que el TFUE prohíbe la adquisición de deuda de las “instituciones, órganos u organismos de la Unión” en la práctica ha financiado a los mecanismos supranacionales creados a raíz de la crisis financiera (como el MEDE y sus predecesores),

por lo que en principio sería factible que también lo hiciera con la DMO. Incluso en el hipotético caso de que se abriera la posibilidad a la monetización de deuda por parte del BCE (modificándose el artículo 123 del TFUE), un bono común sería un instrumento de deuda pública más fácilmente objeto de adquisición, por parte del BCE, que la heterogeneidad de bonos nacionales existentes hasta la fecha. Equiparándose de esta forma al comportamiento de otros bancos centrales como la Reserva Federal (FED) y el Banco de Inglaterra (BoE). En esta línea, la fortaleza del euro como divisa aumentaría su influencia en los mercados monetarios internacionales, de forma similar al dólar estadounidense, favoreciendo de este modo su posición en los mercados exteriores.

Por último, a nivel institucional supondría la consolidación de tres vínculos supranacionales: la Unión Europea, la Unión Fiscal y la Unión Bancaria.

El primero de ellos, la propia Unión Europea, depende en gran medida de la resolución de los problemas económicos, las relaciones entre los Estados y la pérdida de soberanía asociada a una mayor integración europea, difícilmente compatible con períodos de recesión y crisis económica. Algunos autores (Daniele y Geys, 2012) ya señalan que los jóvenes en los países periféricos tienen una percepción negativa de la Unión Europea, por lo tanto, es necesario un mecanismo que resulte beneficioso para estos países.

De tal modo que sería necesario vencer las resistencias políticas y electorales que soporta el proyecto de los Eurobonos, especialmente desde los países del Norte y el Centro de la UE y desde una parte relevante de sus electorados. Si bien es cierto que los Eurobarómetros (2012, 2013, 2014) indican que el apoyo a los Eurobonos es minoritario y sólo superan el 50% en Portugal y Bélgica en el 2014. En realidad la pregunta es bastante abierta, inevitablemente ya que no existe una propuesta definida, y todavía hay un desconocimiento sobre la propuesta. Paradójicamente el desconocimiento es creciente, así el porcentaje era un 23% (2012), un 27% (2013) y un 34% (2013). Por lo tanto, existe un amplio margen para conseguir el apoyo de los electorados una vez que se hayan concretado las medidas y se garantice la viabilidad de las finanzas públicas (especialmente si se considera que el sector que menos los apoya son los pensionistas).

Respecto a la Unión Fiscal, la creación de un Tesoro Común en el marco de los Eurobonos supondría el primer paso para la creación de un sistema fiscal europeo, dotándolo de la infraestructura necesaria para desarrollarlo; siendo, además, complementarios la financiación vía impuestos y vía deuda pública. Por último, los Eurobonos ayudarían en gran medida a la creación de una Unión Bancaria, siendo de hecho uno de sus requisitos (Cárdenas, 2013 y 2014) si se quiere un sistema bancario estable. Al ser los Eurobonos una solución efectiva al problema del círculo vicioso, es decir, una solución a la interrelación perjudicial entre las finanzas públicas y el sistema bancario.

A modo de resumen, aunque la propuesta nace en un marco de grave crisis de deuda, en especial el caso de Grecia, los objetivos de la medida superan esta situación y afectarían como mínimo a la situación del sistema financiero, a los mercados monetarios de la Eurozona y a la propia configuración institucional de la Unión Europea. Por lo que supondría un cambio estructural en el presente marco institucional europeo.

### 2.3. ¿Existiría riesgo moral?

Se han enumerado las posibles modalidades de Eurobonos, se ha considerado la cuestión de agencia emisora y tratado el objeto de la medida, pero es necesario considerar la principal crítica: la existencia de riesgo moral.

Un argumento bastante intuitivo es que los países que pagan unos bajos tipos de interés no querrían emitir deuda conjuntamente al no sentirse responsables del comportamiento del resto, en especial de los países periféricos. Es decir, la principal crítica a los Eurobonos es la existencia del problema de riesgo moral (“moral hazard”). El riesgo moral se suele definir como el riesgo derivado de que los agentes no sean responsables de las consecuencias que provocan sus comportamientos, ya que si un comportamiento incorrecto no es debidamente corregido (“castigado”) se volverá a repetir en el futuro. Ya sea por el propio sujeto o por aquellos que consideren que ese comportamiento no tiene consecuencias negativas.

En el caso de los Estados y la deuda pública, significa que no se vinculen los tipos de interés con el volumen de la deuda y los déficits presupuestarios. Siguiendo este argumento, los Estados no tendrían incentivos a la consolidación fiscal y el control del déficit, ya que su comportamiento, reflejado en el volumen de deuda, no afectaría a los tipos de interés que serían únicos para todos los países, independientemente de su situación.

Esta crítica se realiza, sobretodo, desde posiciones que afirman que el origen de la crisis de deuda se encuentra en una excesiva relajación presupuestaria. Y dado que el sistema de Eurobonos fomentaría esta situación no sólo no resolvería sus problemas de financiación sino que además los extendería con el resto de países. En resumen, se considera que eluden la correcta disciplina de mercado de las finanzas públicas. Aunque este no es el único problema puede considerarse el principal. Por ello, las tres propuestas realizadas incorporan una forma de resolver esta cuestión.

En el primer tipo de Eurobonos previamente desarrollado y definido como sustitución completa, se controlaría por un sistema directo. Como sólo existiría una única agencia de emisión o DMO, esta establecería la financiación para cada Estado. Para mantener el volumen de deuda dentro de los límites que se establezcan, sólo tendría que regular el flujo de financiación según la situación económica, presupuestaria y financiera de cada país. Obviamente, esto no puede realizarse de forma discrecional, a riesgo de crear agravios comparativos. Por lo tanto, se deberían establecer límites o tramos en función de una serie de variables (volumen de deuda o déficits entre otros), de esta forma, los países que se encuentren por debajo del primer límite (un 60% deuda/PIB por ejemplo) obtendrían menores tipos de interés, que serían los de mercado.

Por el contrario, aquellos países que se sitúen en tramos superiores, tendrían que soportar un recargo, e incluso en situaciones graves se programaría la financiación previamente y sólo se daría en las cantidades establecidas (y no a solicitud de los Estados<sup>8</sup>), pudiendo establecerse unos límites para la emisión común que en caso de superarse expulsarían *de facto* al país que los incumpliera.

---

<sup>8</sup> En la práctica esto supondría algo similar a los Memorandums de Entendimientos (“Memorandum of Understanding”, MoU) y conllevarían fuertes tensiones políticas que una agencia institucional no podría resolver. Por lo que no es recomendable que se llegará a esas situaciones.

Se puede cuestionar la diferencia entre el hecho de que una agencia institucional realice un recargo y las subidas de los tipos en los mercados de deuda pública. Lo cierto es que las diferencias son sustanciales. Primero, si los tipos de mercado de la deuda pública aumentan mucho, los déficits presupuestarios no se reducen, se produce un aumento del déficit financiero que desplaza al déficit real, sin modificaciones sustanciales en términos absolutos.

En esta línea, la gestión de la deuda sería mucho más sencilla, si se establecen distintos tramos en la asignación de deuda se podrían realizar moratorias o períodos transitorios en los pagos de los recargos, algo que sería imposible en un mercado financiero; además, las reestructuraciones de deuda serían más efectivas.

Asimismo, existe el efecto expulsión o “crowding out”, es decir, cuando el sector público absorbe financiación a costa del sector privado, un argumento recurrente durante la crisis de deuda soberana, en lo que se ha denominado el “circulo vicioso” (Cárdenas, 2013) entre las finanzas públicas y privadas. Este efecto expulsión sería muy inferior o inexistente en un sistema de sustitución completa, ya que los tipos de mercado no variarían, al ser único para todos los países no incentiva la captación de fondos por parte del sector público.

En definitiva, sería la forma más eficaz de controlar el volumen de deuda, disminuir los tipos de interés por medio de un mercado con mayor profundidad y competitividad y, sobretodo, establecer un mecanismo de responsabilidad directa entre las necesidades de financiación y la remuneración de la deuda, pero dotándolo de mayor estabilidad que el actual mercado de subasta pública individual para cada Estado. Pero los importantes costes políticos y de pérdida de autonomía financiera de los Estados miembros hacen improbable que su introducción se produzca en el corto plazo.

En segundo lugar el sistema de sustitución parcial. En un artículo posterior, Delpa y von Weizsäcker (2011), consideran que su propuesta afronta el problema del riesgo moral desde su propia concepción. La idea fundamental de la división entre la “Blue Bond” y la “Red Bond” es, precisamente, combinar un tramo común que no evitaría el riesgo moral, pero si lo haría en el tramo de la “Red Bond”; dado que se mantendría la relación entre la credibilidad del emisor y su financiación. Recompensando de esta forma con un menor coste de financiación a aquellos países que mantengan la disciplina presupuestaria y el control del déficit. A partir del cual un Estado que quisiera una mayor financiación tendría que volver a emitir deuda propia a un interés mayor, de tal forma que sería el responsable del incumplimiento al no estar respaldada por el resto de países.

Es un hecho conocido que los tipos del bono soberano perjudican gravemente a los tipos del sector financiero y limitan la capacidad de financiación de la economía en su conjunto, perjudicando de esta forma a la producción y a la totalidad de la actividad económica. Los países a priori menos beneficiados por la medida (e.g. Alemania), obtendrían una reducción de los diferenciales europeos respecto a los estadounidenses, en referencia al conocido “exorbitante privilegio” del Tesoro norteamericano, capaz de financiarse a tipos inferiores a la mayoría de países del euro, y sin duda, si se considera a la Eurozona como conjunto. Además, la remuneración de las distintas “Red Bond” nacionales no serían necesariamente idénticas para todos los países, es previsible que

en el caso de Alemania su diferencial respecto a la “Blue Bond” fuera muy reducido. E incluso si deseara financiarse de forma independiente, y no recurrir a la DMO, porque sus condiciones fueran adecuadas podría hacerlo.

En resumen, en vez de establecer un mecanismo estatutario de control de la deuda como en el caso de la sustitución completa, en un sistema de sustitución parcial sería el castigo que impondrían unos tipos de interés más elevados los que crearían el incentivo al control del déficit.

Para la última propuesta, el mecanismo de garantías prorrateadas, algunos autores (Dübel, 2011) afirman se garantizaría el pago de la deuda, al eliminar la posibilidad de quiebra o default, pero que a diferencia del resto, no existiría riesgo moral al ser las garantías un solución de última instancia. Por lo tanto, no desvirtúa el sistema de incentivos y referencias que permiten a los pujadores tomar decisiones en el mercado primario de deuda. Además las garantías se establecerían en función de la situación de cada país.

Como se ha señalado previamente, la evidencia histórica muestra que existen otros factores a la hora de considerar la teoría del riesgo moral, la realidad es que no todos los agentes son igualmente evaluados. Puede ocurrir que su comportamiento no es necesariamente considerado como objeto de corrección o que la existencia de riesgo moral se entienda como un mal menor. El caso más señalado en la literatura especializada es el “too-big-to-fail” (TBTF), la financiación del sector público a los grandes bancos es un claro incumplimiento de la teoría del riesgo moral, restando legitimidad para ser utilizada como un argumento de política económica.

### **3. Conclusiones**

En este trabajo se ha discutido la gestión de la deuda soberana con objeto de proponer un marco institucional y un mecanismo de emisión estable y resistente a la coyuntura económica y a los problemas derivados de la acumulación de deuda. Primero se han aportado los principales conceptos entorno a la emisión de deuda desde un punto de vista general y en el caso europeo, así como la experiencia histórica y los instrumentos para realizar una reestructuración de deuda pública.

A continuación se han resumido las principales cuestiones que surgen alrededor de los Eurobonos. Existen tres modalidades de introducción de los Eurobonos, una sustitución completa, una sustitución parcial y un sistema de garantías. Cada uno de ellos tiene una serie de ventajas y algunos inconvenientes, pero se ha señalado que todas las propuestas incorporan algún mecanismo para limitar el efecto del riesgo moral. La creencia de que bajo un mecanismo como los Eurobonos los Estados podrían endeudarse sin límites bajo la protección del resto de países, no es válida; si se considera que todas las modalidades de implantación cuentan con herramientas para eliminar estos comportamientos.

El mecanismo de mutualización de deuda pública permitirá una convergencia en los tipos de interés nominales, i.e., la remuneración pagada por la deuda soberana en los mercados de capitales tenderá a converger. Este efecto se verá reforzado si previamente se realiza una reestructuración de la deuda pública en los países miembros, permitiendo

converger, también, en términos de deuda sobre PIB. De esta forma se pondrían afrontar simultáneamente las situaciones cíclicas que condicionan la volatilidad de la deuda y los problemas latentes observados a lo largo de la historia financiera de las naciones.

La clave de bóveda en la elección de la modalidad que tomarían los Eurobonos, es mantener el difícil equilibrio entre las soluciones y objetivos económicos con los intereses nacionales. La sustitución completa exige una drástica pérdida de soberanía en la formulación de los presupuestos y la capacidad de endeudamiento. Con un mecanismo estatutario de tramos de deuda que establece el reparto de la financiación internamente, siendo para los compradores el mismo tipo de interés en el mercado primario. Por el contrario, el sistema de sustitución parcial supondría unas menores exigencias de colaboración entre países, implicando una menor pérdida de soberanía. Todos los Estados se verían beneficiados en conjunto al reducirse el riesgo de impago, mejorando los tipos de interés, pero seguirían existiendo los diferenciales de la remuneración entre países. Sobre la principal cuestión de la disciplina presupuestaria, aportan un incentivo a su mantenimiento (y a cumplir con los tratados), contribuyen a reducir el déficit financiero y la obtención de intereses más bajos por un menor ratio de la deuda sobre el PIB.

En síntesis, la introducción de los Eurobonos sería beneficiosa para todos los países europeos (aunque no igual medida), pero exige una mayor integración supranacional que podría entrar en conflicto con los intereses nacionales (al suponer una sensible pérdida de soberanía) y con los intereses económicos a corto plazo. Las posibles modalidades son los suficientemente flexibles para establecer una ruta de implantación progresiva que, de forma análoga a la creación de la moneda única, permita combinar los intereses individuales para obtener una mejora común.

#### 4. Bibliografía

- Álvarez, I., F. Luengo y J. Uxó (2013): *Fracturas y crisis en Europa*, Madrid, Clave Intelectual.
- Auerbach, A. J. e Y. Gorodnichenko (2012): “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”, *American Economic Journal: Economic Policy*, 4 (2), pp. 1-27.
- Blanchard, O. J., y D. Leigh (2013): “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”, *The American Economic Review*, 103 (3), pp.117-120.
- Blyth, M. (2013): *Austerity: the history of a dangerous idea*, Oxford, Oxford University Press.
- Cárdenas del Rey, L. (2013): “Unión Bancaria: Origen, fundamentos y efectos reales”, *Documentos de trabajo*, nº 730, FUNCAS.
- Cárdenas del Rey, L. (2014): “Los Eurobonos en el marco de la Unión Bancaria”, *Boletín de Información Comercial Española*, 3047, pp. 33-46.
- Carrera Raya, F. J. (1988): “El empréstito como modalidad de la Deuda pública: su naturaleza jurídica”, *Civitas, Revista española de derecho financiero*, 57, pp. 89-122.
- Claessens, S., A. Mody y S. Vallé (2012): “Paths to eurobonds”, *IMF Working Paper: WP/12/172*.

- Claeys, G., A. Leandro y A. Mandra (2015): “European Central Bank quantitative easing the detailed manual”, *Bruegel Policy Contribution Issue*, March.
- Comisión Europea (2011): “On the feasibility of introducing Stability Bonds”, *Green Paper of European Commission*, MEMO/11/820.
- DeLong, J. B. y L.H. Summers (2012): “Fiscal policy in a depressed economy” [with comments and discussion], *Brookings Papers on Economic Activity*, 44(1), pp. 233-297.
- Daniele, G. y B. Geys (2012): “Public support for institutionalised solidarity: Europeans’ reaction to the establishment of eurobonds”, *Social Science Research Center Berlin (WZB)*.
- De Grauwe, P. y W. Moesen (2009): “Gains for all: a proposal for a common euro bond”, *Intereconomics*, 44 (3), pp. 132-135.
- De Grauwe, P. e Y. Ji (2012): “Mispricing of sovereign risk and multiple equilibria in the Eurozone”, *CEPS Working Document 361*, CEPS, Brussels.
- Delpla, J. y J. Von Weizsäcker (2010): “The blue bond proposal”, *Working Paper Bruegel Policy Contribution*, nº 403.
- Delpla, J. y J. Von Weizsäcker (2011): “Eurobonds: The blue bond concept and its implications”, *Working Paper Bruegel Policy Contribution*, nº 2011/02.
- Dübel, H.-J. (2011): “Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-) bonds”, *Centre for European Policy Studies*.
- Erce Domínguez, A., L. Fernández Villaseca y J. Vázquez Zamora (2009): “La política de ‘préstamos a países en mora’ del FMI: lecciones de episodios recientes de estructuración de deuda soberana”, *Boletín Económico. Banco de España*, (2), pp. 105-117.
- Favero, C. A. y A. Missale (2012): Sovereign Spreads in the Eurozone: Which Prospects for a Eurobond?, *Economic Policy*, 27( 70), 231-273.
- Jordà, Ò., M.H. Schularick y A.M. Taylor (2011): “Financial crises, credit booms, and external imbalances 140 years of lessons”, *IMF Economic Review*, 59 (2), pp. 340-378.
- Jordà, Ò., M. Schularick y A.M. Taylor (2013): “When credit bites back”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(s2), pp. 3-28.
- Jordà, Ò., M.H. Schularick y A.M. Taylor (2015): “Sovereigns versus banks credit, crises, and consequences”, *Journal of the European Economic Association*, 14(1), 45-79.
- Graeber, D. (2011): *En deuda: una historia alternativa de la economía*, Madrid, Ariel.
- Herndon, T., M. Ash y R. Pollin (2014): “Does high public debt consistently stifle economic growth: A critique of Reinhart and Rogoff”, *Cambridge journal of economics*, 38(2), pp. 257-279.
- Helleiner, E. (2008): The mystery of the missing sovereign debt restructuring mechanism, *Contributions to Political Economy*, 27 (1), pp. 91-113.
- Jones, E. (2010): “A Eurobond proposal to promote stability and liquidity while preventing moral hazard”, *ISPI Policy Brief*, nº 180, March.
- Lane, P. R. (2012): “The European sovereign debt crisis”, *The Journal of Economic Perspectives*, 26 (3), pp. 49-67.

- López Otero, J.L. (1982): “La Deuda Pública”. Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.
- Millaruelo, A. y A. Del Río (2013): “Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis”, *Boletín económico*, 13 (01), pp. 89-99.
- Panizza, U., F. Sturzenegger y J. Zettelmeyer (2009): “The economics and law of sovereign debt and default”, *Journal of Economic Literature*, 47 (3), pp. 651-698.
- Reinhart, C. M. y K. Rogoff (2009): *This time is different: eight centuries of financial folly*, New Jersey, Princeton University Press.
- Schoenmaker, D. y D. Gros (2012): “A European Deposit Insurance and Resolution Fund-An Update”, *Centre for European Policy Studies*, n° 283.
- Suter, C. (1992): *Debt cycles in the world-economy: foreign loans, financial crises, and debt settlements, 1820-1990*, Canada, Harper Collins.
- Schularick, M. (2012): “Public debt and financial crises in the twentieth century”, *European Review of History. Revue européenne d’histoire*, 19 (6), pp. 881-897.
- Schularick, M. y A.M. Taylor (2012): “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008”, *The American Economic Review*, 102 (2), pp. 1029.
- Ugarteche, O. (2007): “Genealogía de la arquitectura financiera internacional. Una mirada desde América Latina”, Tesis doctoral inédita, Universidad de Bergen, Noruega.
- Ugarteche, O. (2014): “Public debt crises in Latin American and Europe a comparative analysis”, *Real-world Economics Review*, 67, 97-116.
- Ramey, V. A. (2011): “Can government purchases stimulate the economy”, *Journal of Economic Literature*, 49 (3), pp. 673-685.
- Vickrey, W. (1961): “Counterspeculation, auctions, and competitive sealed tenders”, *The Journal of finance*, 16 (1), pp. 8-37.
- Vilariño Sanz, Á. (2011): “La crisis financiera: orígenes y desencadenantes”, en Gómez Serrano, P. J. (ed.), *Economía política de la crisis*, Madrid, Editorial Complutense.
- Zettelmeyer, J., C. Trebesch y M. Gulati (2013): “The Greek debt restructuring: an autopsy”, *Economic Policy*, 28 (75), pp. 513-563.