

José Manuel Amor Alameda*

LA VULNERABILIDAD EN LOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Este artículo pretende exponer, a través de un recorrido por la historia de la UME desde su inicio hasta la actualidad, las posibles razones que subyacen al cambio de comportamiento en las primas de riesgo soberano entre las economías integrantes de la Unión. Para ello, se parte de una reflexión acerca de las condiciones que en la situación precrisis derivaron en la ausencia de primas de riesgo soberanas intra-UME, para posteriormente analizar los cambios que la crisis ha provocado en la percepción de riesgo asociado a los distintos mercados de deuda soberana.

Palabras clave: mercados de bonos, contagio financiero, deuda pública, Unión Europea, Estados miembros, euro, política macroeconómica.

Clasificación JEL: E6, G1, H4, H5.

1. Introducción

Desde el inicio de la Unión Monetaria Europea (UME) y hasta el comienzo de la crisis financiera en agosto de 2007, las primas de riesgo entre los diferentes Estados soberanos han sido prácticamente nulas. Este hecho reflejaba de forma fundamental, pero no exclusiva, la expectativa de que el proceso de unión monetaria permitiría avanzar en la convergencia real de aquellos países con peores fundamentos macroeconómicos hacia los estándares que presentaba la

economía alemana, la referencia de la UME. Con la crisis iniciada en 2007 y, sobre todo, desde la fase de rescate financiero a países (con primer exponente en Grecia y, posteriormente, con Irlanda y Portugal), se ha evolucionado hasta los máximos históricos de divergencia en las primas de riesgo soberanas intra-UME, con los países denominados «periféricos» como máximo exponente pero, tras el verano de 2011, con la extensión a economías del «núcleo» del área (es este el caso de Bélgica y Francia).

Este artículo pretende exponer, a través de un recorrido por la historia de la UME desde su inicio hasta la actualidad, las posibles razones que subyacen al cambio de comportamiento en las primas de riesgo soberano entre las economías integrantes de la Unión. Para ello,

* Socio de Analistas Financieros Internacionales y profesor de la Escuela de Finanzas Aplicadas.

se parte de una reflexión acerca de las condiciones que, en la situación de precrisis, derivaron en la ausencia de primas de riesgo soberanas intra-UME, para posteriormente analizar los cambios que la crisis ha provocado en la percepción de riesgo asociado a los distintos mercados de deuda soberana.

2. El período precrisis: ausencia de discriminación entre deuda soberana de los países pertenecientes a la UME, a pesar de la acumulación de desequilibrios

Sin minimizar el importante papel de la eliminación del riesgo de tipo de cambio que conllevaba la creación de la UME para sus integrantes, fue la generalizada expectativa de convergencia real entre sus miembros frente a las economías mejor posicionadas (y, en particular, Alemania), el principal factor que permitió un rápido proceso de práctica eliminación de los diferenciales de deuda soberana. Este proceso se produjo aun cuando varios países experimentaron un deterioro recurrente de sus fundamentos macroeconómicos, muestra de que los mercados en ese momento solo cotizaban en clave de convergencia monetaria.

Junto a esta variable fundamental, la literatura apunta también a la confluencia de otros factores a la hora de explicar la ausencia de discriminación entre riesgos soberanos en la UME, tales como la existencia de condiciones de liquidez muy laxas durante buena parte de la primera década de 2000, la expectativa de que la entrada en la UME derivaría en procesos de profundas reformas estructurales en las economías periféricas, y la ausencia de mecanismos que dieran credibilidad a la cláusula de *no bail-out* presente en el Tratado de Maastricht¹.

Para ilustrar la muy reducida sensibilidad de las primas de riesgo soberanas en la UME a cambios en los fundamentos macroeconómicos de sus Estados miembros, basta con observar la ausencia de una relación clara entre la evolución de las primas de riesgo soberano frente a Alemania, y el deterioro relativo de variables macroeconómicas tales como el déficit público, la ratio de deuda sobre el PIB, la evolución del déficit por cuenta corriente o la pérdida de competitividad en las economías periféricas. En el Gráfico 1 se puede apreciar cómo durante los primeros ocho años de Unión monetaria no ha existido una relación directa (y, en ocasiones, incluso ha sido inversa) entre la mejora o el empeoramiento relativo de la ratio deuda/PIB frente a Alemania, y la reducción o ampliación de *spreads*.

No puede decirse, no obstante, que los primeros siete años de vida de la UME estuvieran exentos de eventuales episodios de ampliación de las primas de riesgo soberano frente a la deuda alemana (aunque es cierto que, comparados con la situación actual a finales de 2011, y gracias al beneficio de la perspectiva, resultan insignificantes), pero sí puede afirmarse que, por lo general, estos movimientos vinieron provocados por un deterioro en los niveles de aversión al riesgo global y no por causa de un deterioro macroeconómico relativo frente al *benchmark* alemán.

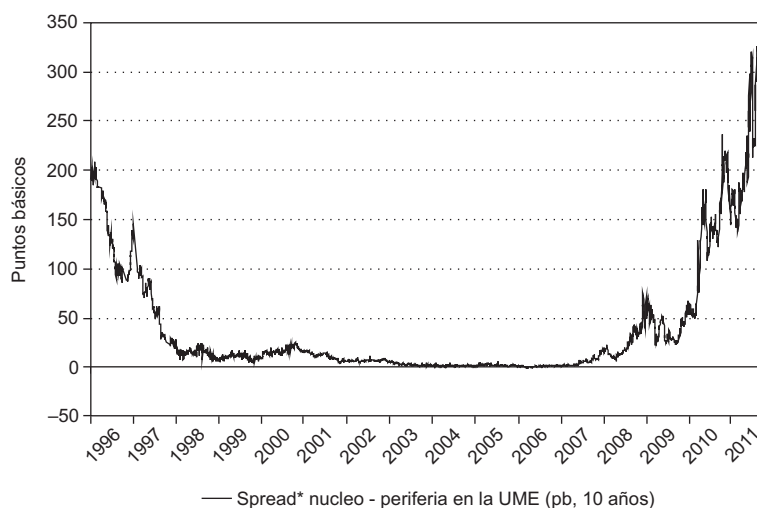
Concretamente, medidas que reflejan el grado de aversión al riesgo entre los inversores como la volatilidad implícita en los mercados de acciones (aproximada por el índice VIX²) o el diferencial entre la deuda alemana y el tipo *swap* al plazo de diez años (*swap spread*) han guardado una relación muy directa con las ampliaciones de las primas de riesgo soberanas de los países periféricos de la UME durante el período 1999-2008 (véase el Gráfico 3).

¹ En gran parte debido a la ausencia de mecanismos de seguimiento del desempeño macroeconómico a nivel paneuropeo que impusieran de forma efectiva la realización de reformas estructurales.

² El índice VIX mide la volatilidad de las ocho opciones *put* más próximas al precio de contado del índice S&P 500, y su uso en la literatura es amplio para reflejar movimientos bruscos de la aversión global al riesgo.

GRÁFICO 1

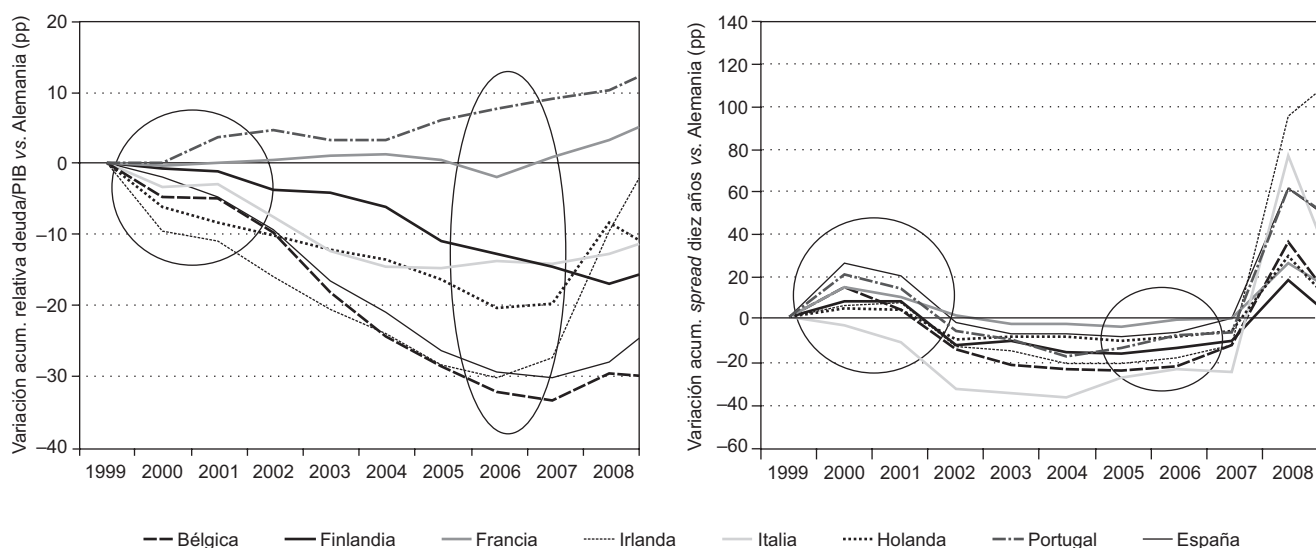
MEDIANA DEL DIFERENCIAL DE DEUDA A DIEZ AÑOS ENTRE PAÍSES «NÚCLEO» Y «PERIFÉRICOS» EN LA UME, AMBOS FRENTE A LA DEUDA ALEMANA



NOTA: * Mediana de *spread* España, Italia, Bélgica, Irlanda, Portugal, Grecia vs. Holanda, Finlandia, Austria, Francia (ambos vs. Alemania).
FUENTE: REUTERS, AFI.

GRÁFICO 2

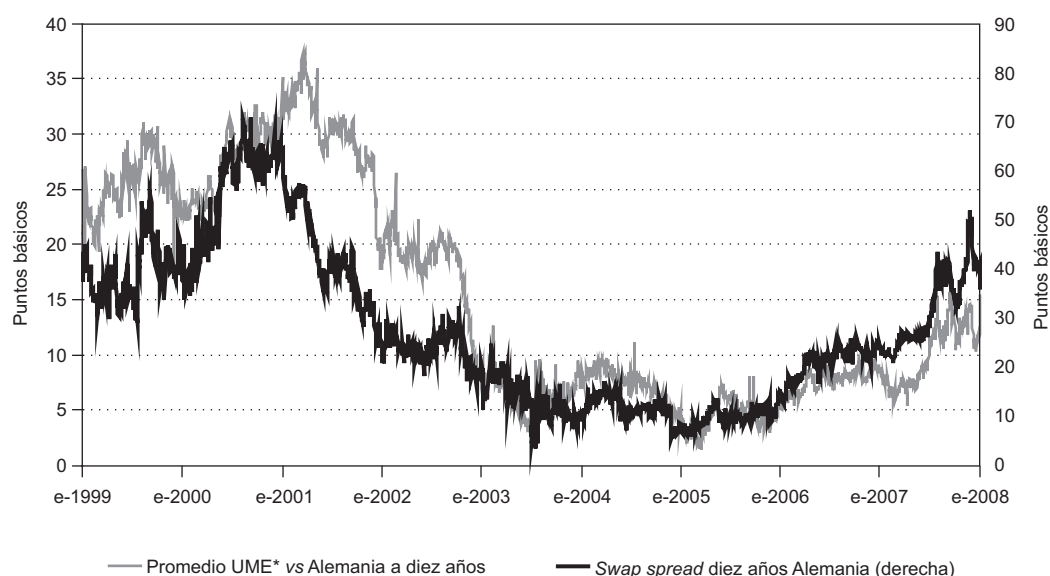
EVOLUCIÓN RELATIVA ACUMULADA DE RATIOS DE DEUDA/PIB Y DEL SPREAD DE DEUDA A DIEZ AÑOS FRENTE ALEMANIA DURANTE 1999-2008



FUENTE: EUROSTAT, REUTERS, AFI.

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL EMISORES PERIFÉRICOS DE LA UME VS ALEMANIA, FRENTE AL DIFERENCIAL DE LA DEUDA ALEMANA VS EL TIPO SWAP A DIEZ AÑOS



NOTA: * Grecia entra en enero 2001.

FUENTE: REUTERS, AFI.

3. La crisis financiera iniciada en 2007 marca el comienzo de un cambio de régimen: el mercado vuelve a discriminar riesgos.

De forma paralela a la total falta de discriminación por parte de los mercados hacia los distintos riesgos soberanos de la UME desde su inicio hasta bien entrado 2007, se produjo una gradual acumulación de graves desequilibrios en los fundamentos macroeconómicos de varios países de la UME (en especial Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España).

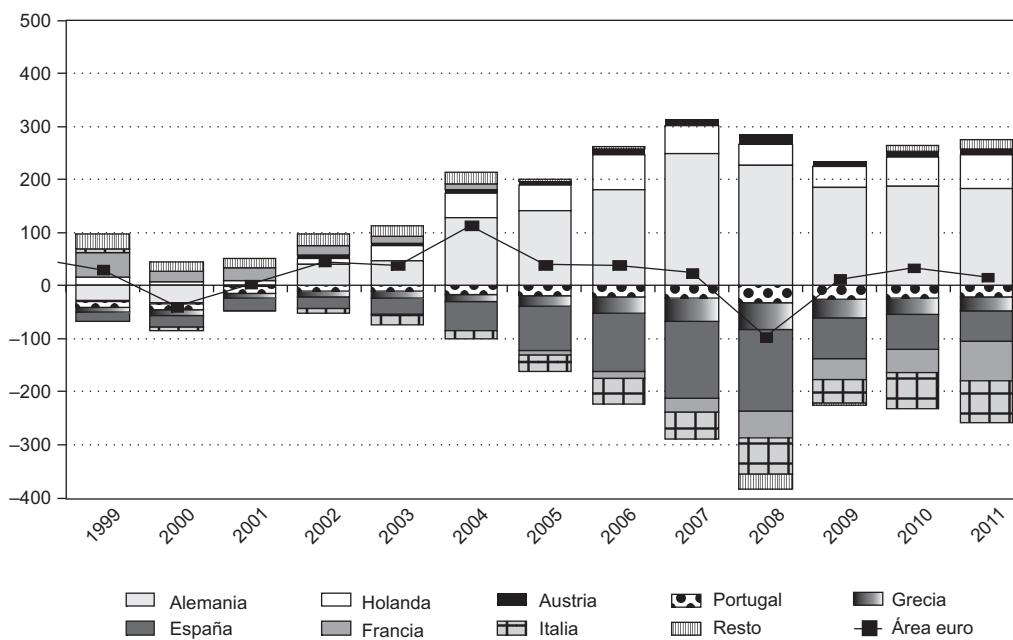
Es difícil no asignar una causalidad entre ambos fenómenos: la confianza de los inversores en la convergencia real de las economías con desequilibrios frente al núcleo de la UME derivó en una elevada demanda por sus títulos de deuda (y otros emitidos por el sector privado, en

especial deuda del sector financiero), lo que presionaba a la baja su diferencial de rentabilidad frente a la deuda alemana, retroalimentando a su vez la percepción del mercado de convergencia real a medio y largo plazo. La ya comentada ausencia de mecanismos efectivos de vigilancia y sanción a nivel paneuropeo, y el nulo incentivo de los países con desequilibrios para corregirlos de forma voluntaria mientras el mercado siguiera financiando su crecimiento, estaba sentando las bases para que, ante un *shock* de magnitud intensa, esta dinámica en la UME colapsase al quedar expuestas sus debilidades.

Reflejo claro del hecho de que, lejos de corregirse, los desequilibrios macroeconómicos básicos entre las economías de la UME estaban ampliándose, lo encontramos en la evolución de las balanzas por cuenta corriente de los miembros de la UME: los crecientes sal-

GRÁFICO 4

SALDO DE LAS BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE DE PAÍSES DE LA UME
(En miles de millones de euros)



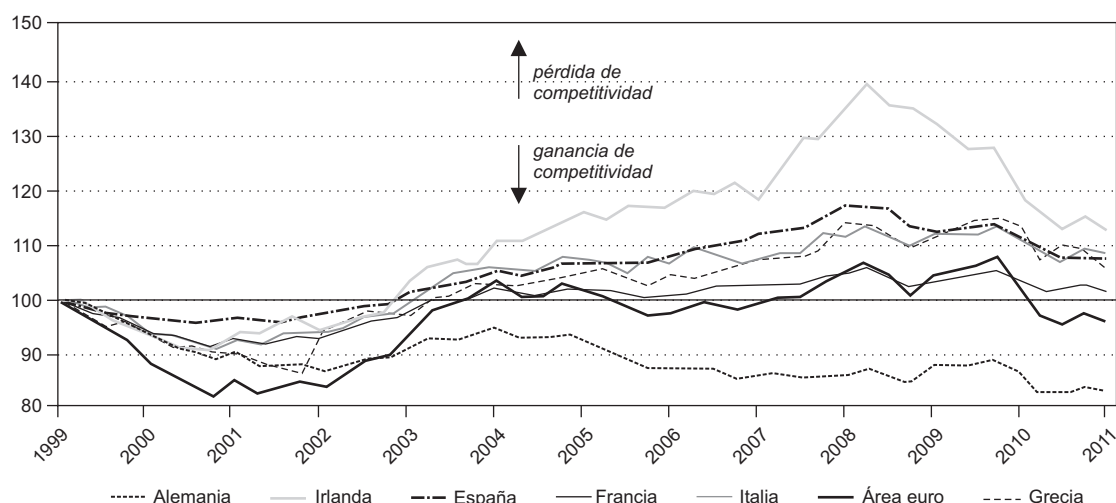
FUENTE: FMI, AFI.

dos deficitarios en las economías periféricas, explicados en gran medida por el efecto de los bajos tipos de interés reales como revulsivo para el crecimiento de la demanda interna, que a su vez se apoyaba en una expansión de crédito financiada fuera de las fronteras nacionales, contrastan con la acumulación de superávit por cuenta corriente en las economías del núcleo de la UME, que ejercían de inversores en la periferia debido a su bajo crecimiento y elevada tasa de ahorro. Como no podía ser de otra forma, la otra cara de la moneda de esta acumulación de desequilibrios externos en las economías periféricas se reflejaba en la pérdida de competitividad acumulada frente a sus socios del norte (Gráficos 4 y 5).

El *shock* que cambió el *status quo* en el esquema de relaciones presente en la UME desde 1999 tuvo su semilla en la crisis financiera iniciada en el verano de 2007 en Estados Unidos y que implicó, a finales de 2007, el rescate público de Bear Stearns y, a finales de 2008, la quiebra de Lehman Brothers.

La crisis financiera pronto se transformó en una crisis crediticia y de balance, que desembocó en la necesidad de, por un lado, apoyar al sector financiero vía provisión de liquidez e inyecciones de capital —financiadas en su mayoría por el sector público— y, por otro, introducir importantes estímulos fiscales, mayores en aquellas economías en las cuales el cierre de los canales de financiación tradicional del sector privado estaba ejerciendo

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL BASADO EN COSTES LABORALES UNITARIOS
(Índice 100=1T09)



FUENTE: AFI, BCE.

un efecto depresor sobre la demanda interna y, por ende, el crecimiento económico.

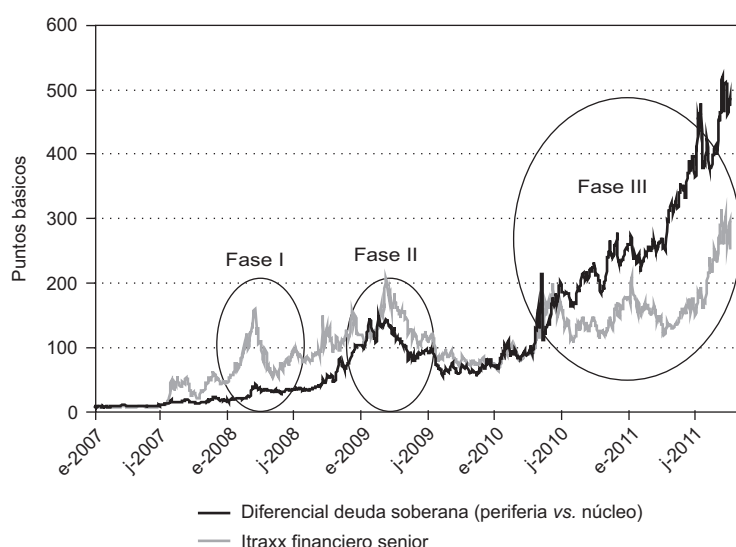
Los compromisos contingentes adquiridos por los Estados de la UME, aun no siendo cuantiosos a nivel agregado, sí que suponen un potencial elemento de fuerte deterioro en las cuentas públicas y la deuda de algunos Estados miembros (ver Cuadro 1). Aunque su materialización depende en última instancia del riesgo de incumplimiento o *default* de aquellas instituciones financieras, el riesgo contingente que ello impone sobre la solvencia de varios Estados ha sido un factor clave en el deterioro de su percepción de riesgo, explicando en gran medida el fuerte incremento de diferenciales crediticios frente a las economías del núcleo de la Unión. El Gráfico 6 ilustra este primer impacto de recapitalización y apoyo al sector financiero (Fase I), y el posterior dete-

rioro de la percepción de riesgo soberano debido a la contaminación que dichos apoyos implicaron.

Desde finales de 2009 el aumento de la percepción de riesgo soberano, que reflejaba diferenciales de crédito nunca antes vistos en la UME para varias economías de la periferia, derivó en situaciones de incapacidad de financiación a nivel de los Gobiernos. La respuesta de la UE y el FMI a los problemas de Grecia primero, e Irlanda y Portugal después, fue la puesta en marcha de planes de rescate financiero sujetos a estrictos condicionantes de reconducción de las cuentas públicas basadas en la austeridad, que, hasta la fecha, no están teniendo el efecto esperado debido a la retroalimentación que ejerce el ajuste fiscal sobre la actividad y ésta sobre la capacidad de generación de ingresos públicos.

GRÁFICO 6

EVOLUCIÓN DE *CREDIT DEFAULT SWAPS* DE DEUDA SENIOR DE BANCOS EUROPEOS (ÍNDICE ITRAXX FINANCIER SENIOR 5Y) FRENTE A DIFERENCIAL ENTRE PERIFERIA Y NÚCLEO SOBERANOS UME A DIEZ AÑOS



FUENTE: REUTERS, AFI.

Esta tercera fase, en la que todavía nos encontramos, se caracteriza por la extensión o contagio de las dificultades para financiarse a Gobiernos de varias economías periféricas —y sistémicas por su tamaño— no rescatadas formalmente pero sí *de facto*³; la gradual extensión de los problemas a otros Gobiernos del núcleo de la UME (el caso de Bélgica desde el verano y, más recientemente, el impacto sobre Francia, cuya prima de riesgo soberana frente a Alemania alcanza ya máximos históri-

cos) y el fuerte deterioro de la situación de la banca europea, que a su problema de elevado apalancamiento se añade ahora el estigma que los inversores asignan a la tenencia de deuda soberana en balance.

4. Conclusión y reflexiones

Frente a la situación precrisis de ausencia de discriminación entre riesgos soberanos en la UME, basada en la creencia del mercado en la convergencia real a medio plazo, hemos pasado —debido a los efectos de la crisis financiera y de crédito iniciada en 2007— a un nuevo estado en el cual i) los inversores discriminan de manera muy intensa, sobre la base del grado de gravedad de los desequilibrios macroeconómicos de cada país de

³ El hecho de que la autoridad monetaria haya tenido que intervenir en los mercados secundarios de deuda de España e Italia, para evitar una deriva alcista en los costes de financiación de sus Gobiernos centrales, es considerada por muchos participantes del mercado como un rescate *de facto*.

CUADRO 1
OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA Y SU IMPACTO SOBRE LAS
OBLIGACIONES CONTINGENTES DE LOS ESTADOS DE LA UME

	Medidas con impacto en deuda de los Gobiernos (2008-2010)					Medidas con impacto en obligaciones contingentes del Gobierno (2008-2010)		
	Inyecciones de capital		Compra de activos	Otras medidas	Impacto total deuda Gobierno	Del cual: amortizaciones	Total medidas contingentes	Máximo
	Acciones	Préstamos						
Alemania	1,9	0,0	11,1	0,5	13,5	0,0	2,8	7,1
Austria	2,1	0,0	0,0	0,4	2,6	0,0	7,8	17,6
Bélgica	5,7	0,0	0,0	0,1	5,8	2,0	15,8	28,0
Chipre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,2	17,2
Eslovaquia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eslovenia	0,0	0,0	0,4	3,5	4,0	0,0	6,1	33,3
España	0,0	0,0	2,4	0,0	2,4	0,2	5,6	5,8
Estonia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finlandia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Francia	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	4,7	23,6
Grecia	1,6	0,0	0,0	0,7	2,3	0,0	25,1	27,4
Holanda	5,8	0,8	2,4	0,0	9,0	9,7	6,8	6,8
Irlanda	7,0	0,0	0,0	16,2	23,2	0,0	125,2	125,2
Italia	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Luxemburgo	6,1	0,0	0,0	0,0	6,1	0,2	3,2	3,2
Malta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Portugal	1,2	0,0	2,2	0,3	3,6	0,0	3,1	11,7
Área euro	1,5	0,1	3,5	0,5	5,5	0,8	6,5	13,1

NOTA: La fecha de corte corresponde a final de abril de 2011. No se incluyen las obligaciones contingentes sobre depósitos bancarios.

FUENTE: BANCO CENTRAL EUROPEO. Eurosistema.

forma individual y ii) en el que los canales de contagio derivados de una deficiente gestión de la crisis por parte de las autoridades europeas han complicado aún más el problema.

Si este cambio en la forma de actuación de los inversores frente a los países integrantes de la UME es duradero —y cabe pensar que así será mientras no se llegue a una suerte de integración fiscal plena en la UME, algo que por ahora parece muy lejano en el tiempo— la vía principal para contener y minimizar la presión del mercado sobre los Estados soberanos será la progresiva reducción de sus desequilibrios macroeconómicos. Ello

implica la necesidad de mejorar la posición fiscal y la competitividad exterior, comprometiéndose de forma creíble ante los mercados en esta vía, estableciendo hitos claros y cumpliéndolos de forma recurrente, de modo que se consiga minimizar gradualmente la duda de su pertenencia a la UME en el futuro.

No solo los países deberán, a título individual, conseguir avanzar en la línea arriba descrita, sino que también es necesario que la gobernanza a nivel europeo (EU y UME) registre un importante «salto adelante» para evitar la repetición o el agravamiento de la ya de por sí delicada situación actual. Es clave, en este senti-

do, un paso decisivo hacia el desarrollo de mecanismos efectivos de supervisión fiscal y coordinación de políticas económicas a nivel conjunto. Otro aspecto vital radica, sin duda, en el diseño e implementación urgente de mecanismos robustos que permitan frenar el contagio entre economías de la UME. En esta línea, la necesidad de avances en la formulación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF por sus siglas en inglés) y del Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM) es perentoria.

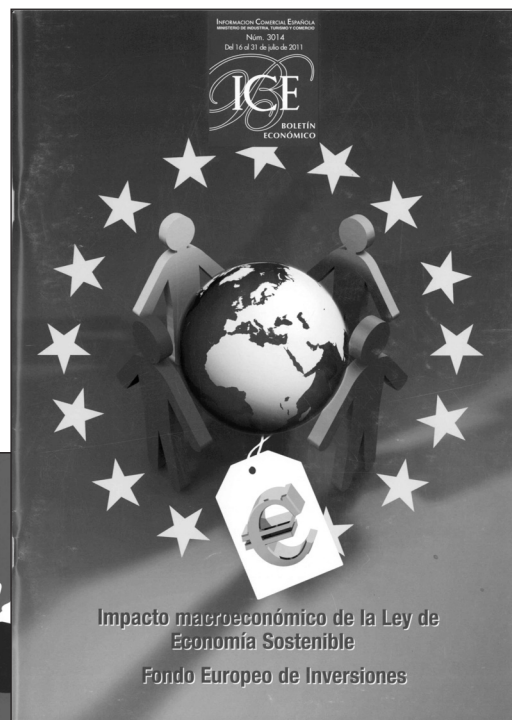
Referencias bibliográficas

- [1] AMOR, J. M. (2005): «La cartera de deuda del Estado español: evolución reciente y comparativa frente al resto de emisores soberanos de la UME», *Cuadernos de Información Económica*, número 189, noviembre/diciembre.
- [2] DE GRAUWE, P. (2011): *The Governance of a Fragile Eurozone*, abril.
- [3] EUROPEAN COMMISSION (2010): *A Structured Framework to Prevent and Correct Macroeconomic Imbalances: Operationalizing the Alert Mechanism*, noviembre.
- [4] EUROPEAN COMMISSION. ECONOMIC FINANCIAL AFFAIRS DG (2011): «The EMU Sovereign-debt Crisis: Fundamentals, Expectations and Contagion», *Economic Papers*, 436, febrero.
- [5] FEDERAL RESERVE BANK OF DALLAS (2011): «What can EMU Countries' Sovereign Bond Spreads Tell Us About Market Perceptions of Default Probabilities During the Recent Financial Crisis?», *Working Paper* No. 69, Globalization and Monetary Policy Institute, enero.
- [6] GROS, D. y MAYER (2011): *Debt Reduction without Default*, CEPS Policy Briefs.
- [7] HARTWIG LOJSCH, D.; RODRÍGUEZ VIVES, M. y SLAVIK, M. (2011): «The Size and Composition of Government debt in the Euro Area», *Occasional paper*, número 132, octubre.
- [8] KOPF, C. (2011): *Restoring Financial Stability in the Euro Area*, CEPS Policy Briefs, marzo.

Boletín Económico de Información Comercial Española

12 números anuales

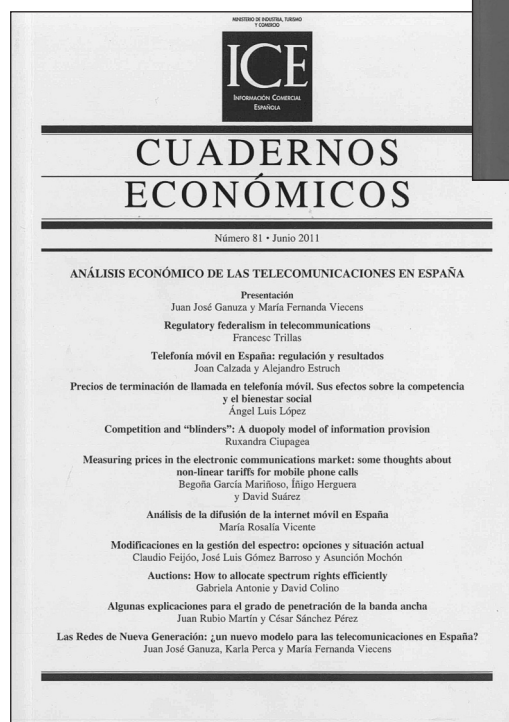
Artículos y documentos sobre economía española, comunitaria e internacional, con especial énfasis en temas sectoriales y de comercio exterior.



Información Comercial Española Revista de Economía

6 números anuales

Artículos originales sobre un amplio espectro de temas tratados desde una óptica económica, con especial referencia a sus aspectos internacionales.



Cuadernos Económicos de ICE

2 números anuales

Artículos de economía teórica y aplicada y métodos cuantitativos, que contribuyen a la difusión y desarrollo de la investigación económica.