

TRIBUNA: LUIS GARICANO Y TANO SANTOS

Préstamos conjuntos sin unión fiscal, una propuesta para la eurozona

LUIS GARICANO Y TANO SANTOS 27/09/2011

Europa se enfrenta a una crisis existencial. En el corto espacio de dos años, la zona euro ha pasado de ser una fuente de estabilidad en el sistema europeo a convertirse en un desierto plagado de Estados en gravísimas dificultades fiscales y de sistemas financieros mucho menos sólidos de lo imaginado.

En algunos países, la mala situación fiscal se deriva precisamente de un intento de rescatar a los grandes bancos en dificultades. A su vez, la fragilidad de muchos bancos europeos es debida en parte a la existencia en sus balances de grandes carteras de deuda soberana emitida por países en mala situación fiscal.

Pero si esta deuda representa riesgos claros, ¿por qué el interés de los bancos en tenerla en sus carteras? El problema radica en las "reglas" de juego del sistema financiero: los "ratios" de capital que los bancos deben alcanzar tratan a la deuda pública nacional como si estuviera totalmente libre de riesgo, independientemente de la salud fiscal del emisor.

Igualmente, cuando los bancos europeos la utilizan en el Banco Central Europeo (BCE) para obtener liquidez logran descuentos generosos por ella. No es de extrañar por tanto que muchos bancos hayan orientado preferentemente sus carteras hacia la deuda soberana, dado que les permiten obtener mayores beneficios con el mismo coste de capital regulatorio. En el origen de la espiral descendente de fragilidad entre bancos y Estados hay por tanto un grave fallo en la regulación, que en gran medida distorsiona el mercado de deuda soberana en Europa.

Romper el peligroso bucle entre bancos y Estados requiere la creación de un activo seguro de Europa que permita que los bancos salgan del

"negocio" de prestar directamente a sus países. Sin embargo, y contrariamente a lo que comúnmente se cree, no es necesaria la creación de eurobonos, con el respaldo solidario de todos los Estados europeos y su capacidad fiscal, algo que comprensiblemente despierta muchos recelos entre algunos países.

Nuestra propuesta es la creación de lo que denominamos Bonos Europeos Seguros, o ESBies en su abreviatura inglesa. Ello requeriría la creación de una Agencia Europea de Deuda (AED) que compraría los bonos de los países miembros. La participación de cada país en estas emisiones se establecerían de acuerdo con una regla estricta, que representaría el tamaño relativo de los diferentes Estados miembros. La Agencia Europea de Deuda tendría estos bonos en su balance, y a cambio emitiría dos activos.

El primer activo, los ESBies, concederían el derecho más senior a los pagos de la deuda en la cartera de la AED. De esta manera, incluso en el peor de los casos (por ejemplo, que se produjera un incumplimiento parcial por parte de Grecia, Portugal e Irlanda, y una reducción del pago por parte italiana y española), el pago de la ESBies no se vería comprometido. Además, la AED podría ofrecer una garantía adicional sobre los ESBies, usando un capital adicional desembolsado inicialmente por los Estados miembros.

El segundo activo absorbería el primer tramo de las pérdidas. Solamente cuando la capacidad de absorción de pérdidas de este tramo se agotase se podría utilizar el capital adicional desembolsado para evitar que los ESBies asumiesen pérdida alguna. Esto es, los ESBies solo absorberían pérdidas una vez agotado este segundo activo y una vez agotado el capital de la AED.

El éxito de la ESBies requeriría dos cambios reglamentarios. Primero, el BCE debería aceptarlos como su principal herramienta en operaciones de política monetaria. Segunda, los reguladores deberían dar a los ESBies una ponderación de riesgo cero, y establecer, de una forma gradual, ponderaciones de todos los bonos soberanos que reflejen su riesgo de incumplimiento.

Para un país poco endeudado como España, la AED compraría una parte muy significativa de su deuda y mejoraría sustancialmente su acceso al mercado. Además, al reducir sustancialmente el riesgo de contagio entre bancos y países, y eliminar los escenarios apocalípticos en los que el

proyecto de la UEM se derrumba, los ESBies contribuirían sustancialmente a estabilizar los mercados. Por otra parte, mediante la corrección de los errores regulatorios que se encontraban en el origen de la crisis, nuestra propuesta establece las bases de una zona euro más fuerte en el largo plazo. Nada de ello requeriría transferencias entre los países miembros ni la asunción de responsabilidades de los ciudadanos de un país por los riesgos de otro, más allá del capital inicial de la AED.