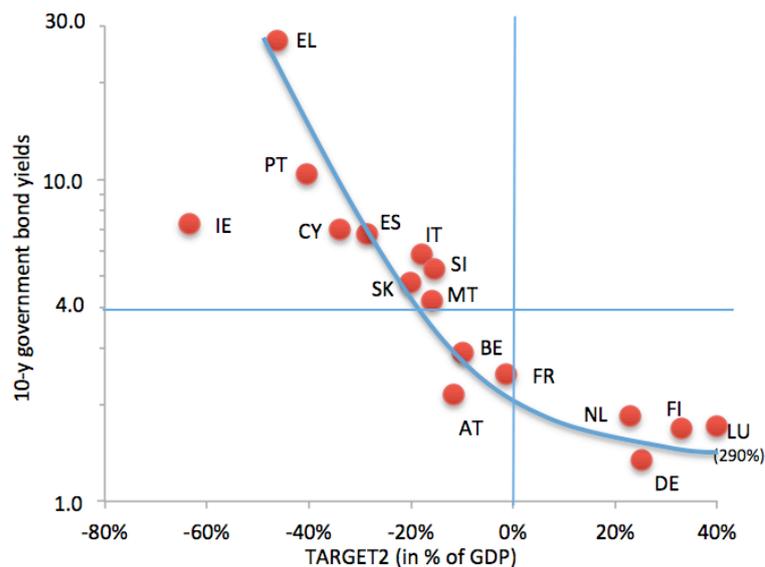


Cuatro citas y una solución para el euro

En estas dos semanas se han concentrado cuatro citas importantísimas que pueden (y deben) cambiar el presente y el futuro de la eurozona. Acabamos de tener una cumbre del G20, una reunión del eurogrupo y un encuentro entre Merkel, Hollande, Monti y Rajoy. Y tenemos a la vista la próxima cumbre de jefes de estado y de gobierno de la Unión Europea, del 28 y 29 de Junio. A la espera de las conclusiones de esta cumbre, en las tres citas anteriores se han producido avances necesarios pero claramente insuficientes

La eurozona está viviendo posiblemente el momento más crucial desde su creación. Los diferenciales soberanos de la deuda se han disparado hasta alcanzar los niveles más elevados desde el inicio de la crisis de la deuda. Y, en muchos estados miembros, el acceso al capital extranjero en los mercados financieros internacionales casi ha desaparecido, lo que obliga a aumentar su dependencia respecto a la liquidez del BCE, como ventanilla de último recurso. Mientras tanto, otros miembros de la eurozona se benefician de una demanda que busca refugio en sus activos financieros. La eurozona ha entrado en una situación que ha ido ganando velocidad en los últimos meses, generando un círculo vicioso de expectativas que se autocumplen.

Nos encontramos pues ante un proceso divergente en tipos de interés y en la apelación al BCE, que parece estar partiendo la eurozona en dos, como muy bien ilustra el gráfico siguiente. En el eje vertical se representan los tipos de interés de la deuda pública a 10 años (sorprendentemente en una escala que tiene que ser logarítmica para poder representar bien a todos los países de la eurozona juntos). En el eje horizontal la posición acreedora o deudora de cada país con el Eurosistema, en porcentaje de su PIB. Son las dos caras de una misma moneda, del mismo problema económico.



Al comienzo de la crisis, todos los países estaban muy cerca unos de otros: las primas de riesgo eran insignificantes y casi todos los países se encontraban en equilibrio en su endeudamiento con el Eurosistema. A lo largo de estos años, se ha ido produciendo una

divergencia entre países, que se ha ido acelerando poco a poco. Al principio el problema parecía acotado a los tres países que fueron intervenidos: Grecia, Irlanda y Portugal. Pero desde agosto del año pasado hemos ido constatando con una preocupación creciente cómo Italia y España, economías demasiado grandes para ser ignoradas, derivaban en la misma dirección, mientras otros lo hacían en la contraria.

El proceso se ha ido acelerando y crea una heterogeneidad insostenible con efectos devastadores sobre las economías de muchos de los miembros de la eurozona. Con las actuales tensiones financieras resulta una misión imposible que los ajustes fiscales y reformas estructurales que están llevando a cabo muchos países tengan efectos positivos sobre la recuperación económica. Dados los desequilibrios existentes, las divergencias en las condiciones financieras e la ineficacia de los programas de ajustes y reformas, no resulta extraño que los mercados estén apostando porque algunos países puedan abandonar el euro.

Y es en esta situación, que parece no tener freno, en la que se producen estas cuatro importantes citas para los países europeos. El reto de la próxima cumbre es revertir por completo la tendencia actual de los mercados, asegurar menores niveles y volatilidades de las primas de riesgo y anclar las expectativas de los agentes económicos para recuperar el atractivo de los mercados de deuda europeos y la demanda de los inversores internacionales. Una cumbre que debe dar lugar a una estrategia que elimine por completo el riesgo de ruptura del euro y que restaure el funcionamiento de los mercados financieros, asegurando tres objetivos. Primero, la consistencia de las medidas que deben adoptarse a corto plazo con una hoja de ruta a largo bien diseñada. Segundo, unas primas de riesgo determinadas por los fundamentos económicos de cada país y no por las expectativas de ruptura del euro. Tercero, el anclaje de las expectativas en los mercados financieros.

De acuerdo con esta estrategia, los eurobonos u otra forma de mutualización parcial del riesgo soberano debería ser parte de la solución a largo plazo. Pero mientras se avanza hacia esa solución de largo plazo, la eurozona necesita una alternativa eficaz. A corto plazo, la solución más obvia pasa por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El MEDE debe intervenir en los mercados de deuda soberana para anclar las expectativas de las primas de riesgo soberano, de la misma manera que el BCE ancla las expectativas de inflación, permitiendo que los estados miembros puedan seguir emitiendo deuda en los mercados primarios, con mucha menos incertidumbre. Con el fin de aumentar su eficacia, el MEDE no debería tener estatus preferente y debería contar con el acceso ilimitado a la liquidez del BCE si ello fuera necesario.

Mientras el MEDE no esté totalmente operativo el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el BCE tendrán que intervenir en los mercados de deuda soberana, pero con un claro compromiso político y con el apoyo total de los países de la eurozona de que se trataría de una solución temporal, de manera que toda su cartera de bonos soberanos puedan ser traspasada al MEDE en cuanto sea posible.

En definitiva, la eurozona necesita que de la próxima cumbre europea salgan buenas soluciones y que sean eficaces desde un primer momento, para que se pueda seguir avanzando en el proceso de construcción europea. Los avances que algunos líderes posponen para el futuro podrían no llegar a producirse si la unión monetaria colapsara. Ahora el tiempo es esencial y los líderes europeos deben tomar las medidas necesarias para garantizar que la confianza en el euro se recupera lo antes posible, dando un gran salto adelante y definitivo en el proceso de construcción de la Unión Europea.

Rafael Doménech

Economista Jefe de Economías Desarrolladas de BBVA Research