

## ¿Disciplina el mercado a los estados soberanos?

Pablo Guijarro\*

### Introducción

La crisis financiera iniciada en 2007 y económica acaecida desde final de 2008 han traído consigo un incremento sin precedentes de los niveles de endeudamiento y déficit público de los estados, especialmente en las economías desarrolladas. La situación demográfica y de reducido crecimiento a la que se enfrentan estas regiones en los próximos años han acentuado los temores acerca de la sostenibilidad de las cuentas públicas, provocando importantes tensiones en los mercados de deuda.

Se trata de una situación novedosa en la medida en la que los eventos de severo deterioro de las cuentas públicas y sus balances habían tenido lugar, especialmente, tras los períodos de guerra, en los cuales aparecen dos elementos claramente distintivos con respecto a la situación actual: rápida recuperación económica y rápida reducción del gasto público.

A día de hoy, las expectativas de recuperación apuntan a una salida muy gradual, no exenta de volatilidad, y la capacidad para reducir el gasto público es ciertamente reducida considerando el envejecimiento de la población y el deterioro del mercado laboral, por citar tan sólo dos ejemplos.

El caso del Área euro merece especial atención por cuanto esta situación es una de las más desafiantes que ha tenido lugar desde su establecimiento en 1999. Entra en juego no sólo la capacidad de financiación de los estados sino también la posibilidad de que entren en juego mecanismos sancionadores o de rescate para apoyar a las eco-

nomías que puedan atravesar mayores dificultades a la hora de hacer frente a sus necesidades de financiación.

En el presente artículo abordamos tres aspectos: por un lado la evolución reciente de las cuentas públicas en el Área euro, detallando la composición del déficit de las principales economías, con especial atención a la situación de España, para a continuación ofrecer una visión de los mecanismos de disciplina de los que dispone el mercado para evitar que los estados soberanos pongan en riesgo la sostenibilidad de las cuentas públicas y la capacidad de crecimiento futura. Culminamos la exposición con una breve mención a la evolución reciente de los mercados primarios de deuda en el Área euro, centrandolo en el estudio en los diferenciales de tipos de interés frente a Alemania y las perspectivas para estas variables en los próximos meses.

### 1. La mayor crisis da lugar a los desequilibrios públicos más acusados

En este apartado analizamos las implicaciones que ha tenido la crisis económica y financiera sobre las cuentas públicas de las economías desarrolladas, en particular en el seno del Área euro y con una atención especial para la economía española.

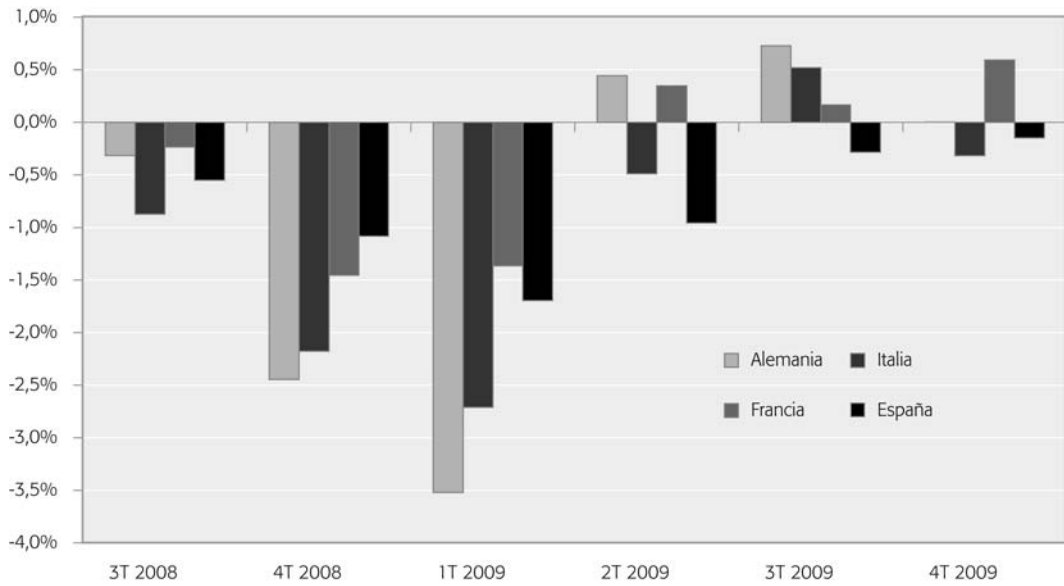
#### 1.1. Los estados, al rescate. El Área euro, ante un nuevo reto

Las extremas tensiones que registraron los mercados financieros a raíz de la caída de Lehman Brothers obligaron

\* Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

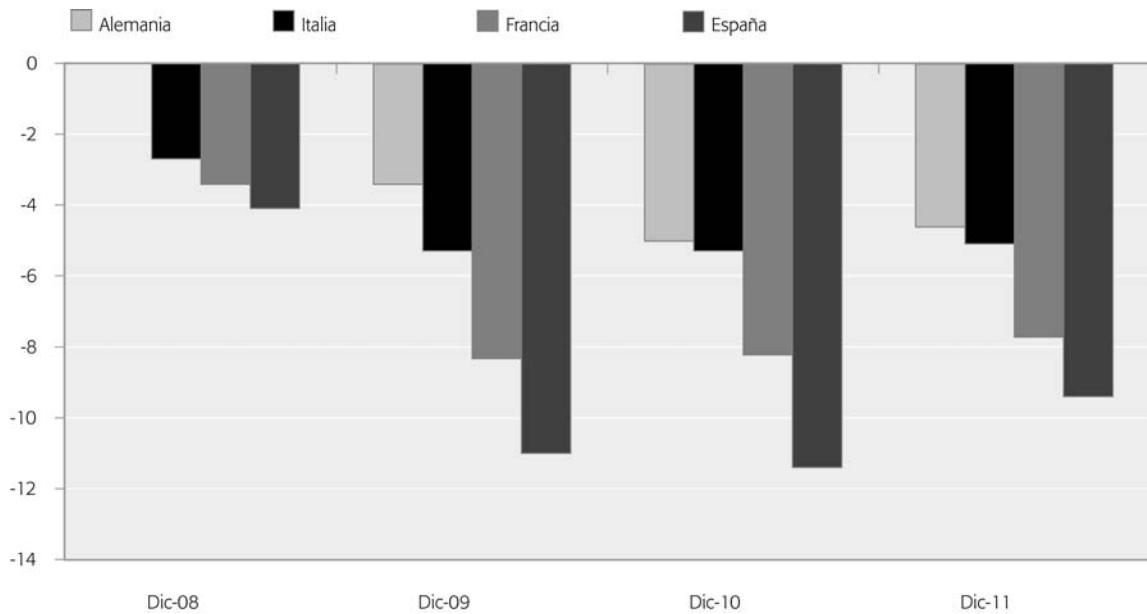
CRECIMIENTO DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DEL ÁREA EURO



Fuente: Afi, Eurostat.

Gráfico 2

DÉFICIT COMO % DEL PIB EN ECONOMÍAS DEL ÁREA EURO



Fuente: Afi, FMI.

a los estados a adoptar medidas de salvaguarda de la estabilidad financiera, basadas no sólo en la recapitalización de entidades, sino también en la concesión de avales para la deuda emitida por entidades financieras, la ampliación de la cobertura ofrecida por los fondos de garantía de depósitos y la compra de activos dañados.

Estas medidas no siempre han constituido un desembolso efectivo de dinero (a excepción de las recapitalizaciones y la adquisición de activos dudosos), pero sí han establecido una serie de compromisos contingentes que, en caso de materializarse, podrían generar importantes desembolsos por parte de los estados soberanos.

Toda vez que estas medidas han surtido efecto y han limitado el castigo a los activos financieros (las bolsas han recuperado terreno con intensidad, el mercado primario de deuda se ha reabierto y los diferenciales de crédito se han estrechado de forma significativa desde los máximos observados a principios de 2009), reduciendo la probabilidad de que los compromisos contingentes tengan que llevarse a cabo.

Sin embargo, y dado que a la crisis financiera le ha seguido una profunda crisis económica, los estados se han visto obligados también a adoptar medidas drásticas para contrarrestar el hundimiento de la iniciativa privada. En este caso sí que se trata de un incremento contundente del gasto público, más intenso en aquellas economías que han experimentado un mayor deterioro de su demanda interna.

Este incremento de los gastos, unido a la reducción de los ingresos derivada de la caída de la actividad económica, ha devenido en un pronunciado incremento del déficit público. Este aumento ha sido generalizado, tanto en las economías anglosajonas como en las de Europa continental, y ha encendido toda clase de alertas en forma de advertencias por parte de las agencias de *rating* y rebajas en la calificación crediticia de numerosas economías (España, Irlanda, Grecia).

Las advertencias no provienen tanto del deterioro que ha tenido lugar como de la capacidad que tienen los estados para corregir los desequilibrios en los que han incurrido. Y este último aspecto es el que se está ponderando en mayor medida, considerando que la recuperación del crecimiento va a ser muy gradual y que aparecen importantes factores de riesgo (como el desempleo y el envejecimiento de la población) que pueden provocar que el déficit se torne, no tanto en una consecuencia del hundimiento del ciclo como en un componente estructural susceptible de lastrear aún más el potencial de crecimiento de las economías.

En el caso del Área euro existe un problema añadido: una divergencia en los ratios de deuda y déficit público que amenaza con reducir sensiblemente la capacidad operativa del BCE en términos de gestión de la política monetaria y que, al mismo tiempo, puede generar desconfianza en la viabilidad futura de la región. No obstante, la aprobación de planes de austeridad por parte de Grecia para reducir su déficit público, así como el mecanismo de ayuda diseñado por el Eurogrupo y el FMI para reforzar la capacidad de financiación de Grecia en caso de que las condiciones del mercado así lo aconsejen, han reducido, aunque no eliminado, estos temores en la parte final de marzo.

## 1.2. España: el deterioro de la demanda interna se refleja con claridad en el sector público

En el caso particular de España, la crisis se ha hecho patente a través de un notable deterioro de la demanda interna. La corrección del PIB (3,6 puntos porcentuales durante 2009) oculta una caída notable de la inversión y del consumo privado, que se ha visto parcialmente compensada por la aportación del sector exterior (ver tabla 1).

En este sentido, los planes de apoyo del gobierno han consistido no tanto en la inversión en el capital de entidades financieras (como en Reino Unido o EEUU) sino en el diseño de mecanismos de apoyo para la financiación de las mismas y especialmente en el establecimiento de planes de estímulo a la demanda y a la creación de empleo (ver tabla 2).

El volumen de las medidas implantadas, combinado con la fuerte corrección que han experimentado los ingresos públicos con motivo de la recesión económica, han derivado en un deterioro muy significativo del balance público, que ha cerrado 2009 con un déficit del 9,4 por 100 en el caso de la Administración Central, y del 11,2 por 100 para el conjunto de las administraciones públicas (esto es, incluyendo Seguridad Social, comunidades autónomas y corporaciones locales).

España, como hemos comentado en el caso del Área euro, ha sufrido una rebaja en su calificación crediticia por parte de S&P, si bien tanto Fitch como Moody's han mantenido el *rating* de la deuda del Reino de España. Pese a todo, las advertencias son claras: una vez constatada la voluntad de limitar el deterioro de las cuentas públicas con el plan de austeridad presentado a principios de febrero de 2010, es preciso implantar medidas creíbles y efectivas durante los próximos años que permitan reducir gradualmente el déficit desde los niveles actuales hasta cotas menos preocupantes (en el entorno del 3 por 100). De lo contrario, no podemos descartar nuevas advertencias por

Tabla 1

## CRECIMIENTO Y COMPOSICIÓN DEL PIB EN ESPAÑA

	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09
<b>PIB</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,1</b>
<b>Consumo Final</b>	2,7	1,4	0,4	-1,0	-2,6	-3,2	-2,5	-2,3
Consumo privado	2,1	0,2	-1,3	-3,3	-5,5	-6,0	-5,0	-3,5
Consumo público	4,6	5,1	5,8	6,3	6,0	4,7	4,1	0,8
<b>PBCF</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>-14,9</b>	<b>-17,0</b>	<b>-16,0</b>	<b>-12,9</b>
Equipo	5,0	2,9	-3,0	-11,6	-24,0	-28,3	-23,8	-15,3
Construcción	-0,5	-4,1	-7,2	-10,2	-11,3	-11,6	-11,4	-10,2
Residencial	-2,7	-7,7	-13,2	-17,7	-23,5	-24,9	-25,2	-24,5
Otros productos	2,4	-1,2	-6,1	-11,8	-13,2	-17,6	-19,9	-18,5
<b>D. Nacional (1)</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-4,0</b>	<b>-6,4</b>	<b>-7,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,3</b>
<b>D. externa (1)</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>

(1) Aportación al crecimiento del PIB.

Fuente: Afi, INE.

Tabla 2

## DETALLE DE LOS PRINCIPALES PLANES DE ESTÍMULO ADOPTADOS POR EL GOBIERNO DE ESPAÑA

Concepto	Importe	Impacto
Fondo Estatal de Inversión Local	8.000	Crecimiento del empleo → aumento del consumo
Medidas de apoyo a sectores estratégicos	3.000	Mejora de la competitividad
FEIL 2010 nuevos sectores de la economía	5.000	Aumento de la competitividad, crecimiento del empleo → aumento del consumo
Plan 2000E para el automóvil	100	Reactivación del consumo
Ayuda a los parados	642	Garantizar rentas mínimas → aumento del consumo
Becas para los parados	21	Mejora del capital humano → aumento de la competitividad
Otras	1.471	
<b>Total medidas estímulo empleo</b>	<b>18.234</b>	

Fuente: Afi, Ministerio de Economía y Hacienda.

parte de las agencias de calificación crediticia e incluso, alguna rebaja adicional de *rating* durante los próximos años.

## 2. Los mecanismos de disciplina para los estados soberanos

Una vez establecidas las líneas que han definido el comportamiento de las cuentas públicas durante los últimos trimestres en los principales países del Área euro,

abordamos una cuestión directamente relacionada con ellas: la existencia de mecanismos de disciplina para los estados soberanos. Esta cuestión podría responderse afirmativamente en el caso del Área euro dada la existencia del Tratado de Maastricht y los criterios de admisión que se planteaban en él (una deuda pública no superior al 60 por 100 y un déficit público inferior al 3 por 100).

Sin embargo, la práctica nos ha demostrado que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no se ha cumplido y que los mecanismos de control institucional no han funcio-

nado como podría esperarse *a priori* en la medida en la que, incluso antes del estallido de la actual crisis financiera, distintos países habían violado sus cláusulas (entre ellos, Alemania).

Por ello, en el presente apartado abordaremos desde un punto de vista más teórico la existencia de mecanismos de disciplina por parte de los mercados financieros. Esto es, si un endeudamiento creciente lleva a un incremento del coste de financiación absoluto de los estados e incluso si tiene traslado al coste diferencial frente a Alemania. El ejercicio habrá de completarse en un momento futuro con la segunda derivada: si el incremento de los costes de financiación y de la percepción de riesgo por parte del mercado ha devenido en una reducción contundente de los desequilibrios en los que han incurrido los estados soberanos.

## 2.1. Aproximación teórica

Desde un punto de vista teórico, si los tipos de interés de los estados soberanos incluyen prima de riesgo, el incremento del endeudamiento debería traducirse en presión al alza en los costes de financiación de los tesoros. La disciplina de mercado en este sentido es especialmente relevante en el ámbito de la UME, en el que los gobiernos pueden emitir deuda pero no tienen la posibilidad de monetizarla.

Diferentes autores han llevado a cabo el estudio de si efectivamente el mercado ejerce mecanismos de disciplina sobre los tesoros. En relación con EEUU, por ejemplo, Goldstein y Woglom (1991), Bauyoumi, Goldstein y Woglom (1995) y Poterba y Rueben (1997) han probado que el diferencial entre el coste de financiación de 39 estados y Nueva Jersey guarda relación directa con su nivel de endeudamiento. Alesina, De Broeck, Prati y Tabellini (1992) replican el estudio para 12 países de la OCDE, y encuentran que existe relación entre el diferencial público y privado y el nivel de deuda pública. Finalmente, otro ejemplo lo encontramos en Lemmen (1999), quien a partir de series de tipos de interés para Australia, Canadá y Alemania demuestra que los diferenciales de tipos de interés están positivamente correlacionados con la *ratio* de deuda pública sobre PIB. Alexander y Anker (1997), Lemmen y Goodhart (1999), Lonning (2000), Copeland y Jones (2001) y Codogno, Favero y Missale (2003) muestran a lo largo de sus estudios una relación consistente entre la deuda pública y los tipos de interés.

En este sentido, nuestro objetivo será plantear reflexiones sencillas acerca de si existe un mecanismo de disciplina. Para ello intentaremos determinar si existe relación

entre el coste del endeudamiento (absoluto o frente a Alemania) y diferentes *ratios* financieras: el nivel de endeudamiento y el déficit público (sobre PIB) y las *ratios* de servicio de la deuda entre otros. A partir de este punto planteamos distintas relaciones para países integrantes del Área euro, con el fin de determinar si existe o no, en el seno de la UME, un mecanismo de disciplina de mercado.

Estas variables fiscales reflejan la calidad del gobierno como prestatario. Deuda sobre PIB y déficit público aparecen recogidas en el Tratado de Maastricht, mientras que la *ratio* de servicio de la deuda en relación con los ingresos está más próxima a lo que constituyen medidas de la calidad crediticia en el ámbito de las finanzas corporativas (en este caso tiene una mayor implantación la *ratio* de servicio de la deuda en relación con el *cash flow*).

A efectos de llevar a cabo el análisis, tomaremos información suministrada por la Comisión Europea relativa a los niveles de deuda pública y déficit público, así como los costes de financiación absolutos y diferenciales frente a Alemania desde 1996. Utilizaremos como base del análisis una muestra integrada por Austria, España, Irlanda, Grecia, Holanda, Francia e Italia.

## 2.2. El análisis en el seno del Área euro

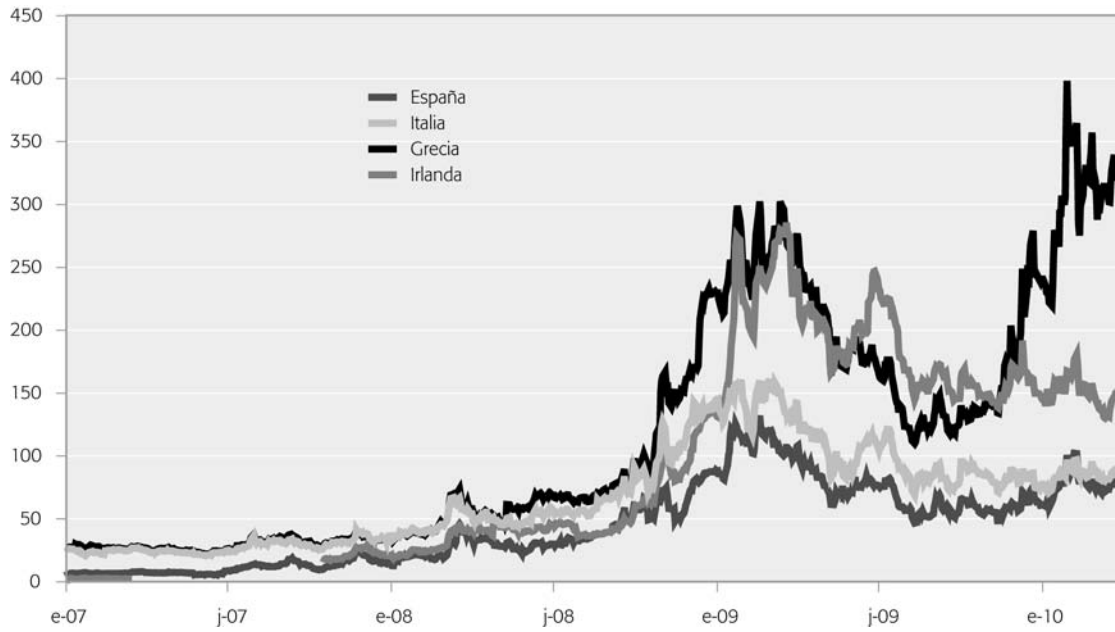
El deterioro de las cuentas públicas que hemos analizado en el primer apartado y las dificultades que algunos países pueden tener para corregirlo han motivado un incremento de los costes de financiación de los estados soberanos y una ampliación de los diferenciales frente a Alemania después de un período de tres años en el cual la convergencia en los costes de financiación había sido la nota predominante.

En este sentido, y antes de avanzar en nuestra aproximación teórica, es preciso señalar que, además de la potencial disciplina que el mercado puede ejercer sobre un país, en el caso del Área euro es importante destacar que puede existir, además de una prima por riesgo de crédito, otra por liquidez. Tradicionalmente, este efecto de liquidez ha venido aparejado al hecho de que Alemania se ha financiado, incluso en los momentos de bonanza, a tipos de interés iguales o ligeramente inferiores a los del resto de países del Área euro.

En la actualidad, la identificación de este componente de liquidez es importante en la medida en la que podría reflejar falta de integración del mercado, más que diferencias estructurales en el endeudamiento público de cada país. Es cierto que la mayor dispersión que se ha producido en el endeudamiento público desde el inicio de la crisis financiera

Gráfico 3

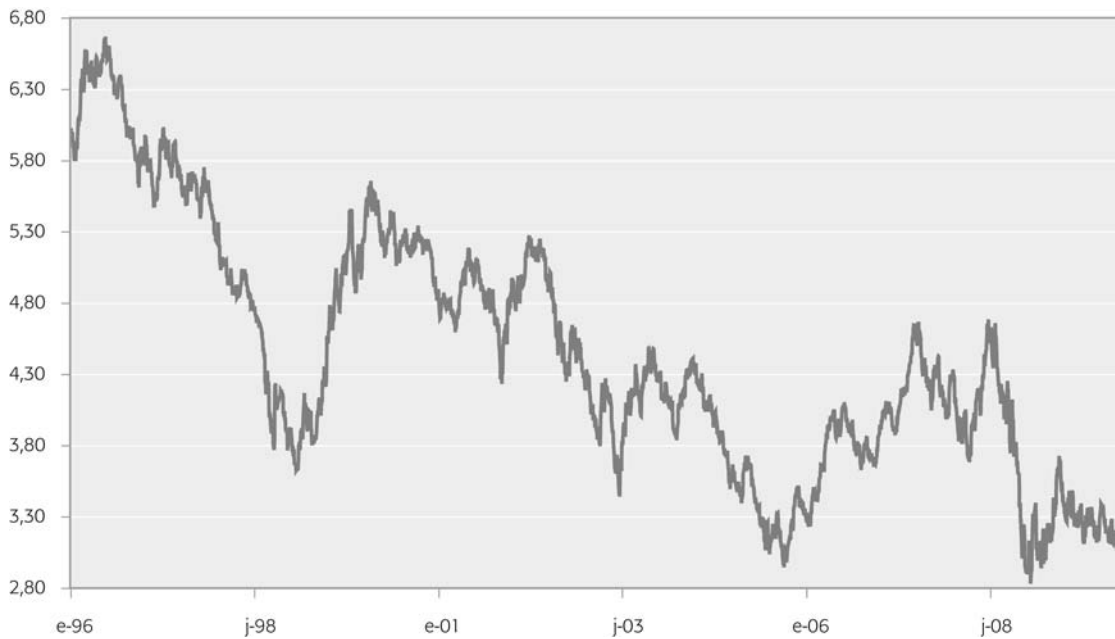
**EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE DEUDA SOBERANA FRENTE A ALEMANIA. PERIFERIA. 10 AÑOS, PUNTOS BÁSICOS**



Fuente: Afi, Bloomberg.

Gráfico 4

**EVOLUCIÓN DE LA TIR DE ALEMANIA**



Fuente: Afi, Bloomberg.

puede haber acentuado este componente de liquidez puesto que cuestiona la homogeneidad del mercado de deuda pública euro, al aparecer diferentes riesgos soberanos y distintas tendencias de corrección de los déficit incurridos.

Si observamos la relación entre los costes de financiación actuales de los distintos estados utilizados en la muestra y su nivel de déficit y deuda pública, observaremos que un sencillo análisis de regresión nos ofrece una conclusión sensata: la pendiente de la recta de regresión es positiva en ambos casos, de modo que, a mayor desequilibrio de las cuentas públicas y en los niveles de endeudamiento, el coste de financiación frente a Alemania aumenta.

Si centramos el foco del análisis en cada uno de los países de nuestra muestra, partiendo de los niveles de déficit público y su relación con el coste de financiación diferencial frente a Alemania, observaremos que los países de

la periferia (España, Grecia e Irlanda) son aquellos en los que el nivel de penalización del mercado es muy superior. La pendiente de la recta de regresión es en estos casos mucho más pronunciada que la correspondiente a Francia, Holanda e incluso la propia Italia, con unos niveles de déficit público muy superiores a los que registran países tradicionalmente considerados como del núcleo del Área euro, por su mayor estabilidad y fortaleza estructural.

En el caso del endeudamiento público como porcentaje del PIB, la relación es ciertamente más difusa, aunque la pendiente de la recta de regresión sigue siendo coherente con la existencia de cierta penalización por parte del mercado a medida que los niveles de apelación a la financiación por parte de los Estados se incrementan.

Sin embargo, en el caso de la deuda pública es preciso considerar que países como Alemania o Francia han regis-

Gráfico 5

**DEUDA PÚBLICA COMO % DEL PIB EN EL ÁREA EURO**

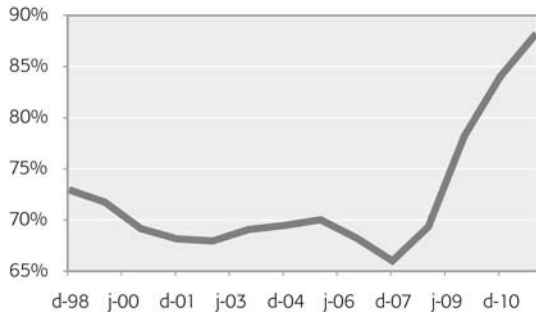


Gráfico 6

**DÉFICIT PÚBLICO COMO % DEL PIB EN EL ÁREA EURO**

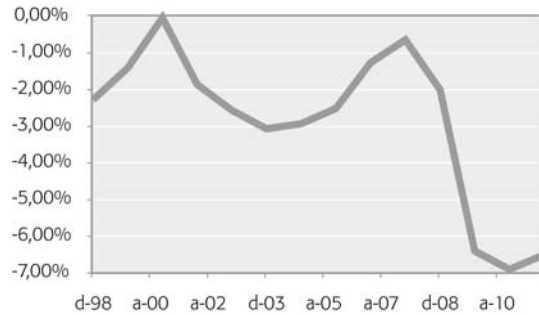


Gráfico 7

**DÉFICIT PÚBLICO Y DIFERENCIAL FRENTE A ALEMANIA (10 AÑOS, PUNTOS BÁSICOS). CONJUNTO DEL ÁREA EURO**

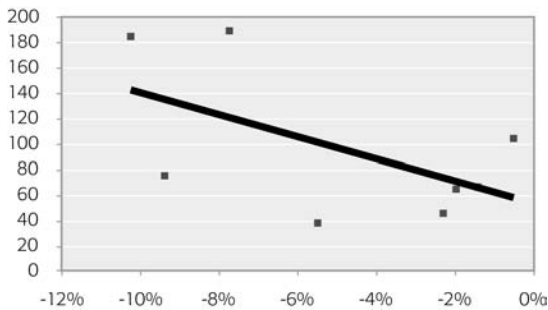
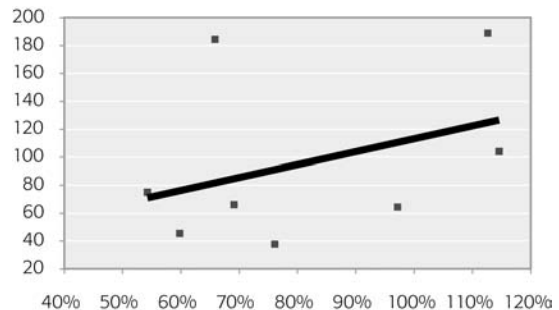


Gráfico 8

**DEUDA PÚBLICA (% DEL PIB) Y DIFERENCIAL FRENTE A ALEMANIA (10 AÑOS, PUNTOS BÁSICOS). CONJUNTO DEL ÁREA EURO**



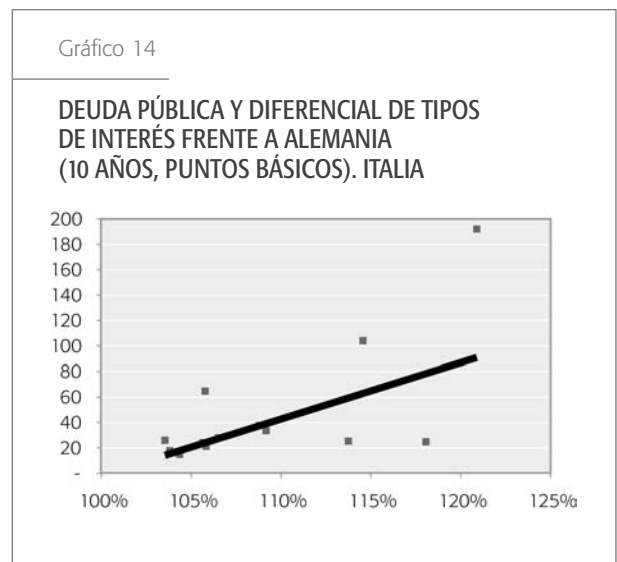
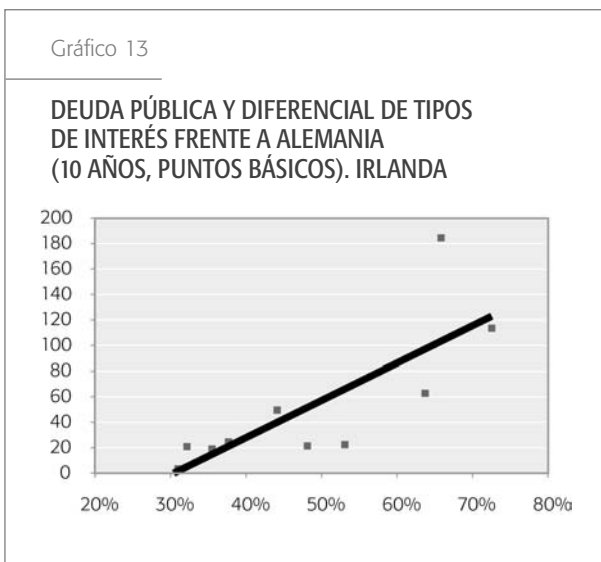
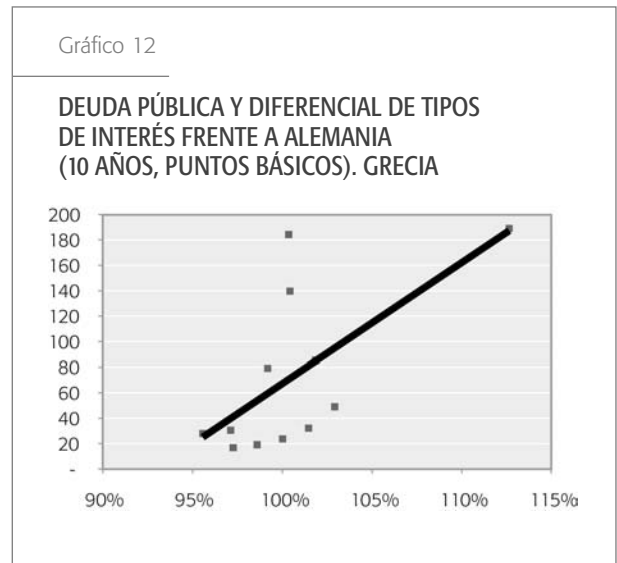
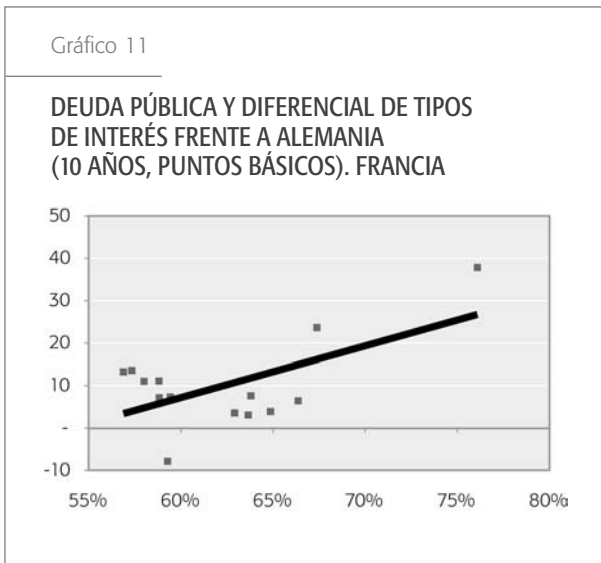
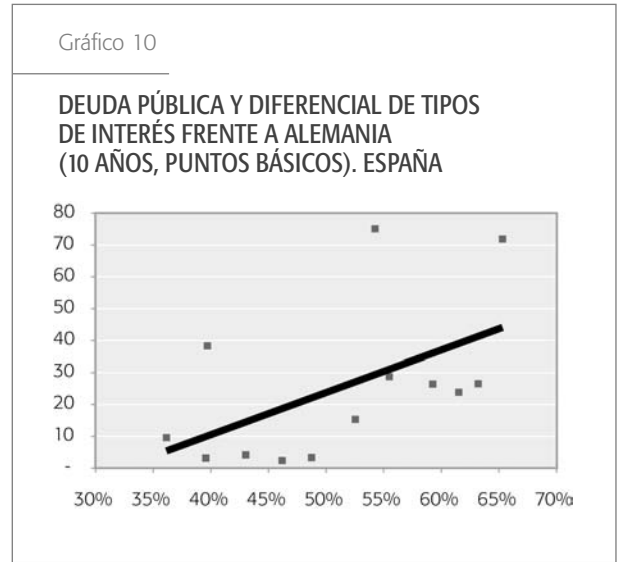
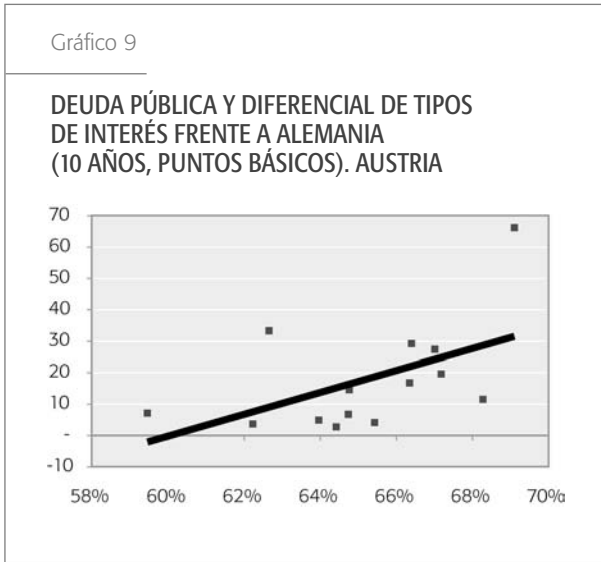




Gráfico 15

**DEUDA PÚBLICA Y DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE A ALEMANIA (10 AÑOS, PUNTOS BÁSICOS). HOLANDA**

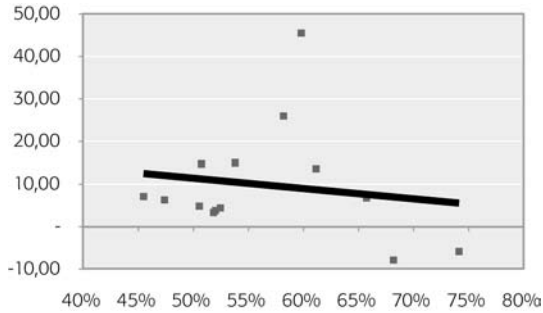


Gráfico 16

**VARIACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO E INCREMENTO DEL DIFERENCIAL A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA ENTRE 2007 Y 2009**

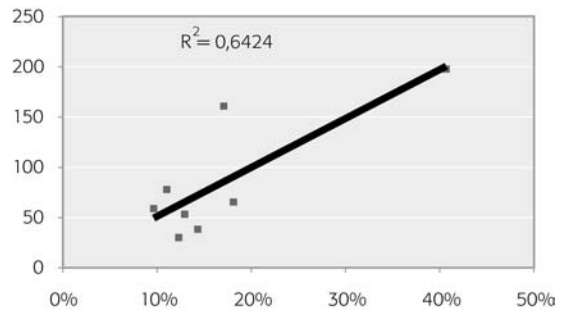


Gráfico 17

**DÉFICIT PÚBLICO Y DIFERENCIAL DE DEUDA PÚBLICA FRENTE A ALEMANIA (10 AÑOS, PUNTOS BÁSICOS). AUSTRIA**

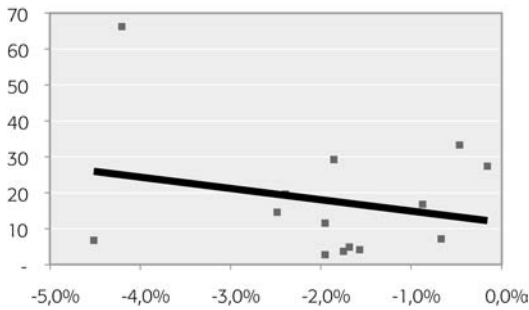


Gráfico 18

**DÉFICIT PÚBLICO Y DIFERENCIAL DE DEUDA PÚBLICA FRENTE A ALEMANIA (10 AÑOS, PUNTOS BÁSICOS). ESPAÑA**

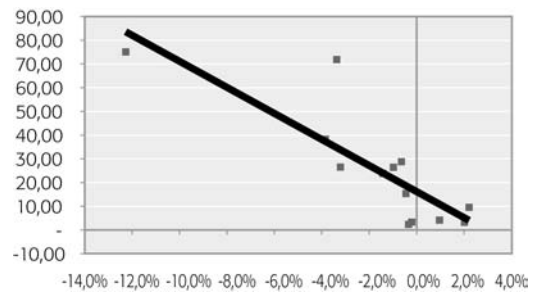


Gráfico 19

**DÉFICIT PÚBLICO Y DIFERENCIAL DE DEUDA PÚBLICA FRENTE A ALEMANIA (10 AÑOS, PUNTOS BÁSICOS). FRANCIA**

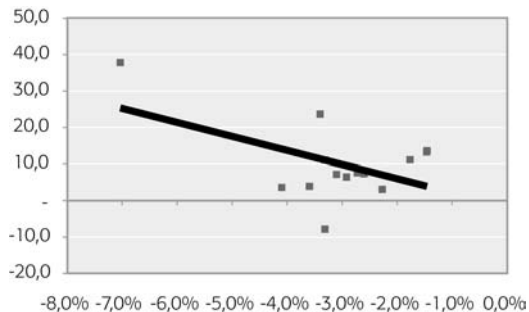
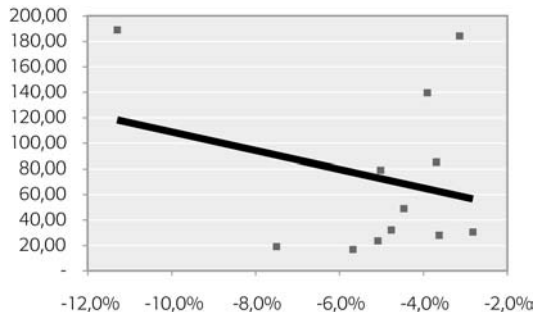
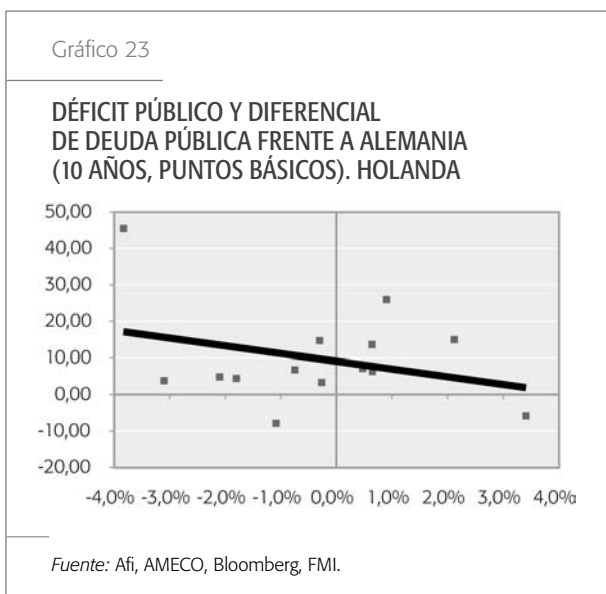
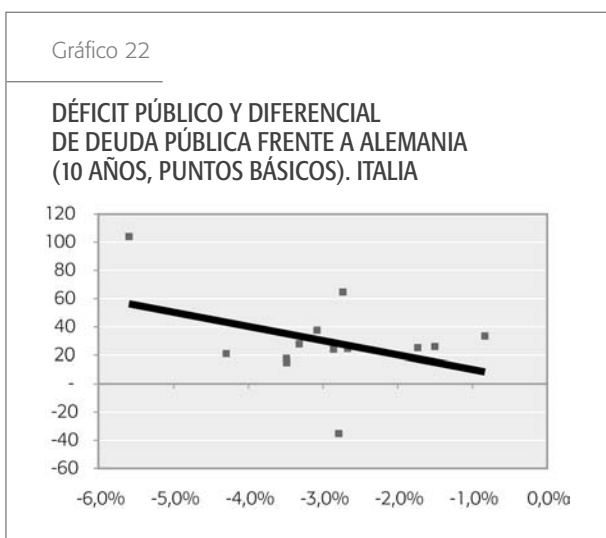
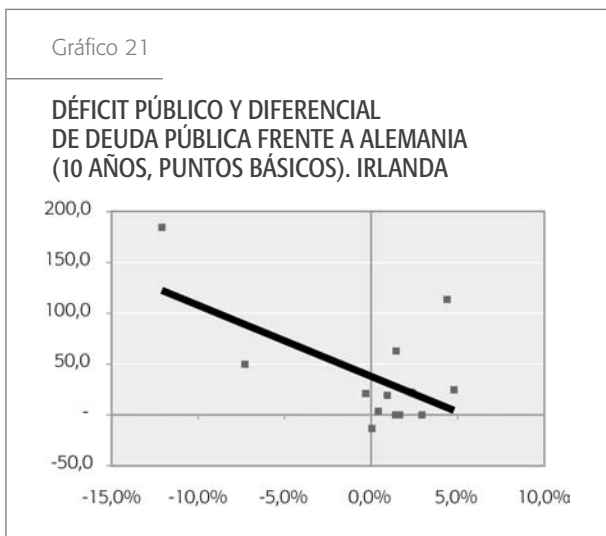


Gráfico 20

**DÉFICIT PÚBLICO Y DIFERENCIAL DE DEUDA PÚBLICA FRENTE A ALEMANIA (10 AÑOS, PUNTOS BÁSICOS). GRECIA**





trado durante la última década niveles de endeudamiento muy superiores a los observados en Irlanda o España, circunstancia que limita la representatividad de este análisis en la medida en la que, a primera vista, pudiera parecer que el mercado penaliza más a los países de la periferia sin importar la gestión de su presupuesto.

Esta afirmación no es del todo cierta, puesto que lo que el mercado está penalizando, sin duda ninguna, es no tanto el nivel absoluto del endeudamiento público como la variación relativa que ha experimentado en los últimos años. Así, países como España o Irlanda están soportando una prima elevada con respecto a los países del núcleo que obedecen al rápido deterioro experimentado por sus balances públicos en los últimos dos años. De hecho, si observamos el gráfico 16, podremos tomar conciencia de que el mero análisis estadístico vuelve a mostrar un incremento de los costes de financiación diferenciales frente a Alemania en aquellos países con un deterioro relativo del endeudamiento superior.

### 3. La situación actual de los mercados de deuda pública en el Área euro. Perspectivas para 2010

Una vez descritos los resultados del análisis estadístico, procedemos a contextualizar el mismo, aunque en una fase muy prematura aún, Hemos comentado en la introducción del apartado 2 que la disciplina impuesta por los mercados no debe interpretarse sólo en una dirección (mayor endeudamiento, mayor coste de financiación) sino también en la contraria (penalización de los mercados, reacción de los estados).

La situación actual del Área euro ilustra dos elementos diferenciales: el primero, la necesidad de reformular, en adelante, los mecanismos de control institucionales para evitar que se produzcan casos de manipulación estadística como el observado en Grecia y al mismo tiempo reforzar la disciplina fiscal de los estados, y el segundo, la influencia de los mercados en la actuación de los gobiernos.

Sólo así puede entenderse la rápida reacción con la que los países objeto de mayor castigo desde diciembre de 2009 han tratado de contrarrestar la penalización en sus costes de financiación. Grecia, Irlanda, Portugal y España han planteado a la Comisión Europea planes, más o menos ambiciosos y en su mayor parte realistas, para consolidar sus cuentas públicas durante los próximos cuatro años y evitar tensiones aún mayores no sólo en su tipo de financiación sino también en el seno del Área euro con motivo de la desconfianza de los inversores.

A raíz de estas actuaciones, y a la espera de la concreción de algunas medidas así, como el análisis de su eficacia, podemos considerar que la segunda derivada en los mecanismos de disciplina de los mercados sí ha funcionado: a mayor penalización, no sólo actual sino también esperada, mayor reacción por parte de los gobiernos para atajar las presiones.

Con todo, no podemos afirmar taxativamente que las presiones en los mercados de deuda pública vayan a desaparecer. Nos encontramos en una situación inaudita por la magnitud de las necesidades de financiación que afrontan todos los países desarrollados sin excepción, y la apelación a los mercados se va a traducir necesariamente en divergencias en los costes soportados por unos y otros. Esta reacción no sólo va a obedecer a la mayor o menor voluntad de los gobiernos por consolidar sus cuentas públicas, sino a un mero hecho de capacidad de absorción de papel por parte de los inversores. Y más en un entorno en el que pueden empezar a aparecer diferencias notables en las velocidades de recuperación de unos países y otros que acrecienten las dificultades para corregir desequilibrios.

Así, en la segunda mitad de 2010, y a medida que el BCE vaya retirando gradualmente sus medidas extraordinarias de liquidez, las presiones en los mercados de financiación van a incrementarse, de modo que consideramos que los diferenciales frente a Alemania en general, y el de España en particular, podrían ampliarse de nuevo reflejando la menor capacidad de absorción de papel por parte del mercado en un entorno de menor apoyo de las entidades financieras. En todo caso, este deterioro será menor que en el supuesto de no haberse adoptado ningún tipo de medida de consolidación fiscal.

#### 4. Conclusión

Pese a lo reducido de nuestra muestra en términos temporales y regionales, la evolución de los costes de fi-

nanciación absolutos y de los diferenciales frente a Alemania en el seno del Área euro reflejan la existencia de cierta disciplina impuesta por el mercado a aquellos países en los cuales el deterioro de las cuentas públicas y la capacidad para corregirlo es mayor.

Hemos comprobado la primera manifestación de la disciplina de los mercados, un mayor coste de financiación para aquellos países con peor perfil de sus cuentas públicas, y constatado, aunque sólo de manera preliminar, la influencia de las reacciones del mercado en las actuaciones de los gobiernos. Queda por contrastar si, efectivamente, los planes de consolidación planteados surten el efecto buscado y logran, en último extremo, reducir la presión que venimos observando en los diferenciales de financiación desde finales de 2008 en el seno del Área euro.

#### Bibliografía

- AFONSO, A. y STRAUCH, R. (2003). "Interest Rate Swap Spreads and Policy Events: Some Evidence from the EU".
- ALESINA, A., DE BROECK, M., PRATI, A. y TABELLINI, G. (1992). "Default Risk on Government Debt in OECD Countries", *Economic Policy* 15, p. 427-451.
- ALEXANDER, V. y ANKER, P. (1997). "Discipline and the Question of Convergence of National Interest Rates in the European Union", *Open Economies Review* 8, p. 335-352.
- BERNETH, K., VON HAGEN, J. y SCHUKNECHT, L. (2004). "Sovereign Risk Premia in the European Government Bond Market", Working Paper Series, 369/ Junio de 2004.
- CODOGNO, L., FAVERO, C. y MISSALE, A. (2003). "Yield Spreads on EMU Government Bonds", *Economic Policy* 18, p. 503-532.
- GOLDSTEIN, M., y WOGLOM G. (1992). *Market Based Fiscal Discipline in Monetary Unions: evidence from the US Municipal Bond Market*, M. Canzoneri, V. Grilli, and P. Masson (ed.) "Establishing a Central Bank", Cambridge University Press, 1992.