

## Los eurobonos: historia de un largo camino hacia la integración

Erik Jones\*

**Pese a ser un tema recurrente en las propuestas de reforma de la eurozona, la opción de los eurobonos no parece estar cuajando, al menos en lo que a su traslación a políticas se refiere. Algunos de sus rasgos vienen debatiéndose antes incluso de que existiera el euro. Las propuestas más recientes a favor de un instrumento mutualizado de deuda soberana presentan tanto ventajas como riesgos. En el terreno positivo, dicho instrumento aportaría mayor claridad jurídica en caso de reestructuración, a la vez que crearía una amplia clase de activos relativamente sin riesgo. En cambio, los riesgos relacionados con la seguridad jurídica, el control político, la responsabilidad financiera y, por último, el riesgo moral dificultan convencer de sus bondades a un público ya de por sí escéptico. En este contexto, la alternativa europea prevé avanzar hacia una mayor responsabilidad nacional y apoyarla con formas limitadas de préstamo sujetas a condicionalidad. La cuestión es si dicha alternativa será suficiente. Los mercados transfronterizos de capitales siguen siendo ineficientes para evaluar el riesgo soberano y neutralizar el riesgo moral –sobre todo, aunque no exclusivamente, dentro del área de la moneda única– y las salidas de capitales tienen consecuencias muy dañinas para las economías europeas. Por tanto, los eurobonos serán necesarios y el debate sobre su creación seguirá vivo.**

Cuatro días antes de que el presidente de la Comisión Europea, Jean Claude Juncker, pronunciase su discurso sobre el estado de la Unión ante el Parlamento Europeo el 13 de septiembre de 2017, el periodista Claudi Pérez (2017) publicó en *El País* un artículo según el cual dicha intervención incluiría la propuesta de la creación de

“eurobonos” para una fecha no posterior a 2025. De haberlo hecho, la propuesta habría sido una sorpresa: siete países han manifestado dudas respecto a compromisos que impliquen una garantía solidaria para el pago de las deudas. No obstante, la Comisión Europea parece decidida a seguir adelante con la propuesta. Como explicó un funciona-

\* Erik Jones es catedrático de European Studies and International Political Economy en la Johns Hopkins School of Advanced International Studies y *senior research fellow* en el Nuffield College, Oxford.

rio de la Comisión a Pérez, “los ‘eurobonos’ son una utopía, pero la UE [Unión Europea] y el euro también lo eran” (Pérez, 2017).

Finalmente, la propuesta sobre los eurobonos quedó fuera del discurso de Juncker<sup>1</sup>. En vez de ello, este urgió a completar la unión bancaria mediante la reducción de riesgos dentro de cada Estado miembro antes de construir mecanismos de mutualización de los riesgos; propuso transformar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en un Fondo Monetario Europeo; recomendó sustituir al comisario europeo de Economía y Asuntos Monetarios por un ministro europeo de Economía y Finanzas, asumiendo este además la función de presidente del Eurogrupo, con poderes reales para promover y apoyar reformas estructurales a nivel de los Estados miembros; sugirió que se asignase a este nuevo ministro europeo de Economía y Finanzas un presupuesto propio para la eurozona dentro del presupuesto de la Unión Europea (UE); e insistió en que todos los Estados miembros de la UE deberían aceptar el compromiso de adoptar el euro.

desarrollo de un activo seguro de la zona euro” entre las iniciativas a poner en marcha con la perspectiva de 2025<sup>2</sup>. Dicha propuesta recuerda a la incluida en el documento de reflexión sobre gobernanza económica de la Comisión Europea (2017: 21-22), que sugiere que un “activo europeo seguro” es uno de los instrumentos que podrían desarrollarse después de 2019. El objeto del presente artículo es explicar por qué la propuesta de los eurobonos es un tema recurrente en los debates sobre la reforma de la eurozona y por qué parece haber tenido tan poca traslación en medidas concretas de política. Los eurobonos ofrecen una serie de ventajas en términos de acceso al mercado, financiación de proyectos, disciplina de mercado y estabilidad financiera. El problema es que los economistas expertos en finanzas no han sido capaces de diseñar un instrumento que condense dichas ventajas sin comprometer la seguridad jurídica, el control político, el riesgo moral y la responsabilidad financiera. Aún peor, cada esfuerzo por aumentar la sofisticación de la propuesta solo ha contribuido a aumentar los temores a posibles consecuencias no intencionadas.

Dichos temores son quizá más importantes desde una perspectiva política que en términos de ingeniería financiera de los eurobonos. Técnicamente es posible una propuesta que concilie la maximización de las ventajas y la minimización de los riesgos; más difícil, sin embargo, es captar adeptos a dicha propuesta en un público ya de por sí escéptico. Los partidarios de los eurobonos no renunciarán a su convencimiento de las bondades de dichos instrumentos; el reto es encontrar la ruta política que les permita llegar hasta su objetivo. Además, este dilema no es exclusivo de Europa. Pese a la particular historia de la integración financiera y monetaria europea, cada país —y en especial, cada federación formada por varios estados— se ha enfrentado a dilemas similares en la construcción de un marco para asegurar la estabilidad financiera.

---

*Los economistas no han sido capaces de diseñar un instrumento que condense las ventajas de los eurobonos sin comprometer la seguridad jurídica, el control político, el riesgo moral y la responsabilidad financiera. Los temores a posibles consecuencias no intencionadas pesan tal vez más en la imagen política de los eurobonos que en su ingeniería financiera.*

---

Pese a su omisión del discurso, sería un error descartar por completo la idea de los eurobonos. En una carta de intenciones conjunta, el presidente Juncker y su vicepresidente, Frans Timmermans, citaron los “trabajos exploratorios para el posible

<sup>1</sup> El discurso puede consultarse en el sitio web oficial de la Comisión: [https://ec.europa.eu/commission/state-union-2017\\_en](https://ec.europa.eu/commission/state-union-2017_en)

<sup>2</sup> La carta de intenciones está disponible en el siguiente enlace: [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/letter-of-intent-2017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/letter-of-intent-2017_en.pdf)

## Las ventajas de los eurobonos

El término “eurobono” se ha utilizado desde hace mucho más tiempo que el que Europa tiene una moneda común. Dicho concepto se remonta a la creación de los mercados financieros *offshore* en Europa para que países con modelos de crecimiento basados en la exportación pudiesen reciclar su exceso de liquidez fuera de los entornos regulatorios financieros nacionales o de los controles de capitales. Con los años, este mismo término se ha utilizado para describir una serie de instrumentos diferentes cuyo fin era, respectivamente, la financiación conjunta de inversiones en infraestructuras; la mutualización de la deuda soberana; o la creación de un activo sin riesgo que sirviese como activo de garantía y refugio (cuadro 1). De ahí que cada vez que se emplea el término “eurobono”, exista la tentación de hacer énfasis en la acepción concreta con exclusión de aquellas otras que no son aplicables. Por ejemplo, cuando Wolfgang Munchau aludió en su blog *Eurointelligence* al mencionado artículo de *El País*, comenzó su exposición con una precisión: “no está claro si estamos refiriéndonos a verdaderos eurobonos, emitidos por una autoridad común con capacidad de emisión de deuda, o bien a una versión sintética a medio camino de valores respaldados por deuda soberana, los denominados ‘bonos europeos seguros’ o *ESBies* en anteriores encarnaciones de la misma idea”<sup>3</sup>. De hecho, la

carta de intenciones alude a ambos proyectos por separado.

No obstante, una retrospectiva del término eurobono pone de manifiesto las ventajas que potencialmente ofrece esta clase de instrumentos. Consideremos la acepción original de los eurobonos. En ella, se hacía alusión a una primera forma de integración de los mercados financieros en un momento en el que los mercados nacionales de capitales estaban estrictamente segregados. La intención era acceder a un universo de ahorros más amplio que el que estaba disponible en cualquier moneda nacional. También se pretendía acceder a un grupo de inversores capaces de gestionar instrumentos más sofisticados. Para las empresas de los países pequeños, el mercado de eurobonos jugaba un papel importante en igualar las reglas de juego, al acercar su coste del capital al de sus competidores de los países más grandes. Hasta que se introdujo la moneda única, los mercados de eurobonos también proporcionaron a los gobiernos de los países pequeños acceso a unos costes de financiación más competitivos (Choudhry, 2010: cap. 6).

Una versión más reciente de los eurobonos puso el foco no solo en garantizar el acceso a unos mercados de capitales europeos más amplios, sino también en cómo resolver los problemas asociados a las grandes inversiones en infraestructu-

Cuadro 1

### Las cuatro caras de los eurobonos

<i>Eurobonos como:</i>	<i>Emitidos en:</i>	<i>Denominados en:</i>	<i>Emitidos por:</i>	<i>Garantizados por:</i>
Acceso a mercados exteriores de capital	Mercados <i>offshore</i>	Moneda extranjera	Empresas o gobiernos	Emisores individualmente
Fuente de financiación de proyectos	Mercados <i>offshore</i> o internos	Euros	Organizaciones internacionales como el BEI	Organizaciones internacionales con capital aportado por los Estados miembros
Deuda soberana mutualizada	Mercados internos	Euros	Gobiernos con autorización	Garantía mutualizada
Activos sintéticos	Mercados de titulización	Euros	Entidades financieras	Estructura por tramos

Fuente: Elaboración propia.

<sup>3</sup> Se puede acceder al blog *Eurointelligence* en la dirección [www.eurointelligence.com](http://www.eurointelligence.com)

ras transeuropeas, que demandaban un abordaje colectivo. Por su gran envergadura, estos proyectos crean externalidades positivas para otros países, más allá del propio lugar donde se desarrollan las obras. Es, por tanto, lógico que dichos países también se impliquen en su financiación, e incluso asuman los riesgos de posibles desbordamientos del presupuesto o la quiebra del proyecto. El Banco Europeo de Inversiones y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo pueden ayudar a su vez a resolver esos problemas de acción colectiva. La diferencia de usar los eurobonos tiene que ver con el apalancamiento y, de nuevo, con el coste relativo del capital. Un instrumento único respaldado por la capacidad recaudatoria conjunta de los gobiernos de los Estados miembros de la UE tendría más fácil acceder a financiación en fases contractivas del ciclo y utilizar dichos proyectos de inversión a gran escala para estimular la economía, además de para modernizar las infraestructuras (De Grauwe y Moesen, 2009). También resultaría más fácil para los gobiernos europeos recapitalizar los bancos en dificultades que tuvieran grandes carteras de activos y una sustancial exposición transfronteriza (Gros y Micossi, 2008).

Pero las tensiones actuales en el debate sobre los eurobonos no se refieren a los eurobonos utilizados por empresas o gobiernos en los mercados *offshore*, ni por las organizaciones internacionales para financiar inversiones supranacionales en infraestructuras, pues estos no plantean, en principio, un problema sustancial. En cambio, otras dos propuestas de eurobonos —una tendente a mutualizar la deuda soberana existente y otra orientada a titular la deuda soberana con el fin de crear un “activo seguro” europeo— son diferentes, pues afectan al corazón de la gestión de la economía de la eurozona. Las nuevas versiones de los “eurobonos” suscitan cuestiones complejas relativas al riesgo moral y a la estabilidad financiera.

Así, por ejemplo, el concepto de coste del capital se puede contemplar desde dos ángulos. Las empresas o los gobiernos que ya disfrutaban del acceso a costes de financiación competitivos pondrán gran empeño en asegurarse de no perder dichos beneficios. Esta preocupación subyace

en una propuesta diferente de eurobonos, según la cual los gobiernos disfrutarían de un acceso solo limitado a los mercados de crédito a través de la emisión de instrumentos de deuda soberana mutualizada, con el corolario de que, una vez excedido su techo de endeudamiento, perderían dicho acceso privilegiado. La lógica no es diferente a la de cualquier otra línea de crédito concedida a las empresas o particulares: endeudarse dentro de unos límites resulta menos caro que cuando dichos márgenes se traspasan. De ahí que la idea sea crear un umbral claro, superado el cual entraría en juego la disciplina del mercado (Jones, 2010; Delpla y von Weizsäcker, 2010).

Imponer límites al acceso de los gobiernos a los instrumentos de deuda soberana mutualizada ofrece otras dos ventajas adicionales. Primero, tiene un efecto señalizador para los inversores sobre qué deudas serán probablemente reestructuradas en caso de que un soberano atravesase dificultades de pago. Cualquier deuda que supere los límites gozará de menor rango de prelación en el mercado que la contraída a través de instrumentos de deuda soberana mutualizada. La otra ventaja es que la propuesta crearía una cuantiosa clase de activos de muy bajo riesgo de impago, al incorporar la garantía solidaria de los soberanos. Dichos instrumentos podrían utilizarse para operaciones rutinarias de tesorería en bancos y grandes empresas, podrían servir como activos de garantía en el acceso a las líneas de liquidez facilitadas por las entidades de contrapartida y los bancos centrales, y podrían desempeñar una función de refugio en caso de desencadenarse una huida a los activos de calidad por turbulencias o incertidumbre en los mercados financieros.

Esta huida a la calidad revistió una importancia crítica en el contexto de la crisis financiera europea. Explica por qué el capital salió tan rápidamente de los países de la periferia de la eurozona y también por qué Estados Unidos resistió aparentemente mejor. En EE.UU., los inversores pudieron desplazar sus fondos hacia instrumentos con garantía del Tesoro estadounidense; en cambio, en Europa, tuvieron que transferir el capital de un país a otro (Jones, 2016). Dichas salidas de capitales transfronterizas jugaron un papel importante, por ejem-

plo, en la crisis en España, no solo presionando al alza los costes de la deuda pública, sino también reforzando el círculo de retroalimentación entre las finanzas del Estado y la recapitalización de los bancos (Royo, 2013: cap. 6).

Un instrumento de deuda soberana mutualizada no es el único medio para crear una clase amplia de activos relativamente sin riesgo. Otra técnica consistiría en la titulización, creando activos sintéticos respaldados por carteras de instrumentos de deuda soberana de distintos países. Esta técnica evitaría el riesgo de introducir una garantía solidaria para el pago de las deudas. También haría posible asignar la responsabilidad de la creación de dichos activos a proveedores de servicios financieros del sector privado en lugar de depender de organizaciones internacionales o agencias públicas (Brunnermeier *et al.*, 2016). Por último, un “bono europeo seguro” sintético ofrecería muchas de las ventajas de las versiones predecesoras de los eurobonos, al permitir acceder al *pool* de capital más amplio disponible en Europa, reduciendo los costes relativos de financiación. Dicho activo podría reducir el riesgo moral que podría surgir en el caso de un instrumento de deuda soberana mutualizada, el cual se asemeja más a un aval gubernamental; también haría más fácil financiar inversiones en infraestructuras y, cuando fuera necesario, introducir estímulos macroeconómicos y (si se decide) recapitalizar a los bancos, y aportaría mayor claridad al mercado sobre qué instrumentos estarían sujetos a riesgo de impago. Estas ventajas podrían redundar en beneficio de todos los países de la eurozona, incluidos aquellos que actualmente se oponen a la medida. Por desgracia, en los debates europeos no se incide lo suficiente en este aspecto.

## Los inconvenientes de los eurobonos

Al igual que con las ventajas, uno puede hacerse una idea de los inconvenientes de los eurobonos a partir de las diversas propuestas surgidas a lo largo de la historia. Los peligros de endeudarse

en los mercados *offshore* son un buen ejemplo: dichos mercados no solo ofrecen a los deudores acceso al crédito por encima de su capacidad de reembolso, también les obligan a operar en otras divisas y ordenamientos jurídicos que no pueden controlar completamente. Estas desventajas quedaron de manifiesto en la segunda mitad del siglo XX, cuando el recurso a los mercados internacionales de capitales era más la excepción que la norma. Los deudores descubrieron los riesgos que corrían, aun cuando optasen por ignorarlos, como el precio a pagar por acceder a una oferta más amplia de crédito disponible (Strange, 1986). En ese sentido, el vínculo entre eurobonos e incremento del riesgo moral era obvio.

La situación se tornó más complicada con la introducción del euro. La existencia de una moneda que era a la vez nacional y extranjera resultaba difícil de comprender, y las implicaciones derivadas de dicha doble naturaleza para el endeudamiento en los mercados internacionales no pudieron anticiparse a ambos lados de la relación crediticia. Ello hizo que para la mayoría de los economistas fuera posible suponer que los exiguos diferenciales que se pagaban por los instrumentos de deuda soberana denominada en euros constituían una compensación adecuada para los inversores por los diferentes riesgos de liquidez y de impago asumidos en un soberano u otro (Codogno, Favero y Missale, 2003). Con la perspectiva del tiempo, se antoja más difícil de aceptar dicha interpretación de los diferenciales. Además, los economistas han entendido mejor que las autoridades monetarias nacionales que no pueden garantizar el reembolso de la deuda de un gobierno a golpe de emisión de dinero, de igual forma que los gobiernos nacionales no tienen capacidad para reestructurar las condiciones de cumplimiento de los contratos suscritos en el extranjero. Los Estados participantes en la eurozona podían reembolsar su deuda denominada en una moneda extranjera y sin embargo no gozar de la autonomía típicamente asociada al endeudamiento doméstico. El riesgo moral continuó presente, solo que esta vez no era tan manifiesto<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> De Grauwe (2016: 228-232) argumenta que el riesgo moral quedó reducido porque los gobiernos internalizaron el peligro asociado a unas restricciones presupuestarias más duras. Esta es una idea plausible si bien no anula la problemática más amplia.

La propuesta de reforzar la solvencia del endeudamiento soberano con una garantía solidaria del resto de Estados miembros hizo aflorar de nuevo el problema del riesgo moral, sobre todo en el contexto de una crisis económica y, en especial, si ello se articula como un vehículo para incurrir en déficit y rescatar a los bancos. Se puede perdonar a los participantes del mercado que subestimasen el precio del riesgo de impago durante los años iniciales del euro, pero los políticos nacionales no podían ignorar que, para algunos de ellos, resultaría imposible reembolsar las deudas una vez que dichos riesgos de impago se hicieron evidentes. De ahí que cuando la Comisión Europea (2011) mencionó la posibilidad de una garantía solidaria en su *Green Paper* sobre bonos de estabilidad europeos, los críticos reaccionasen inmediatamente en contra por entender que se trataba de una transferencia *ex ante* de solvencia desde aquellos países con más probabilidades de atender sus deudas a aquellos otros con menos probabilidades o disposición para hacerlo, y una transferencia de recursos *ex post* una vez declarado el impago de los compromisos contraídos (Matthijs y McNamara, 2015).

---

*Cualquier situación que hiciese recaer de nuevo el riesgo en los acreedores manteniendo simultáneamente el mismo acceso al mercado para los deudores incentivaría a estos últimos a aprovecharse de las nuevas formas de debilidad de los acreedores.*

---

En este punto, la experiencia de los eurobonos como forma primigenia de liberalización de los mercados de capitales es de nuevo importante. Como argumentó Susan Strange a mediados de la década de los ochenta, la creación de mercados *offshore* desplazó gran parte del riesgo asociado al crédito internacional desde los acreedores a los deudores (Strange, 1986: 48-49). Esto creó un riesgo moral en la medida en que los deudores hacían caso omiso de dichos riesgos. Cualquier situación que hiciese recaer de nuevo el riesgo en los acreedores manteniendo simultáneamente

el mismo acceso al mercado para los deudores sería aún peor, porque incentivaría a los deudores a aprovecharse de las nuevas formas de debilidad de los acreedores.

Un problema análogo de riesgo moral surge cada vez que los Estados miembros de la UE asumen un compromiso financiero solidario (Newman, 2015). El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), son un botón de muestra; el balance del Banco Central Europeo (BCE) y su red de bancos corresponsales es otro. De ahí que la oposición política a los eurobonos no sea un fenómeno aislado; también se extiende al uso de los recursos del MEDE para la recapitalización directa de las entidades financieras con problemas, a la compra directa de activos en el mercado por el BCE y a la provisión de liquidez de emergencia (ELA) por parte de los bancos centrales nacionales. Pero esta oposición no es universal ni tampoco es inquebrantable. Mientras que algunos países con una prima de riesgo escasa o nula en sus costes de financiación, como Alemania y Países Bajos, se oponen, otros con primas de riesgo más altas, como España o Italia, siguen siendo favorables a su creación. Con todo, al menos por ahora, la oposición a los eurobonos persiste, no solo en lo que respecta a los eurobonos *per se*, sino también en relación con cualquier otro compromiso que conlleve una responsabilidad solidaria de pago de las deudas. Por tanto, es importante situar el debate sobre la propuesta de los eurobonos en un contexto político más amplio.

Sin ese contexto más amplio, no se entendería fácilmente la razón de una oposición tan férrea a una forma de eurobonos con acceso restringido, que asegura que los Estados miembros hagan frente a la disciplina del mercado cuando se excedan en su endeudamiento (entendido como la asunción de un nivel de deuda más allá de los límites hasta los que rige el compromiso de pago solidario). Tal propuesta parecería abordar el problema del riesgo moral al colocar límites estrictos al endeudamiento mutualizado. Pero, para unos políticos preocupados por el riesgo moral, la existencia de límites para acceder a obligaciones de

deuda soberana mutualizada no tranquiliza más que las restricciones aplicables a las compras de activos por el BCE o a la provisión de ELA. O lo que es lo mismo, la promesa de devolución de las obligaciones de deuda soberana mutualizada o su calificación como deuda preferente en el mercado no tienen más credibilidad que el compromiso de restituir las ayudas para la recapitalización directa de bancos privados con recursos europeos. Dichos instrumentos solo deberían estar disponibles *in extremis*, según esta teoría, y no deberían formar parte sistemática de las finanzas públicas europeas, por el riesgo a generar nuevas formas de dependencia financiera y (potenciales) conflictos intergubernamentales. Para los escépticos de los compromisos solidarios, los sucesivos pulsos mantenidos entre el BCE e Irlanda, Chipre y Grecia sobre la provisión de liquidez de emergencia demuestran con qué rapidez pueden escalar dichos conflictos (Jones, 2013, 2015a).

No obstante, sin alguna clase de instrumento de deuda soberana mutualizada es difícil ver cómo los jefes de estado o de gobierno de Europa podrán crear un *pool* común de activos sin riesgo que sea lo bastante grande y líquido para facilitar las operaciones rutinarias de tesorería y liquidez y para servir como refugio durante periodos de turbulencias. La titulización de los instrumentos de deuda existentes ayuda algo a evitar crear un compromiso de pago solidario (Brunnermeier *et al.*, 2017); pero la titulización de deuda soberana amenaza con crear otra serie de distorsiones en los mercados nacionales de deuda pública y en el balance de los bancos de los países periféricos, que hacen la propuesta ineficaz cuando no contraproducente (Minenna, 2017). Además, en ausencia de un activo sin riesgo común, los mercados financieros europeos siguen siendo vulnerables a los denominados episodios de *sudden stop* (frenazo súbito de los flujos exteriores y cierre de las vías de financiación) provocados por la huida transfronteriza de capitales. Estos problemas se suelen asociar más típicamente a países en desarrollo que acceden a los mercados *offshore* que a economías industriales avanzadas. Y por último, mientras que el programa de compras de activos del BCE podría haber ayudado a atenuar los ries-

gos ligados a la falta de un activo seguro europeo, el impacto positivo del BCE es limitado y no puede mantenerse indefinidamente. Así pues, dada la estructura de la integración financiera europea tanto dentro como fuera de la zona del euro, el problema de los *sudden stops* es ahora también relevante para los europeos (Jones, 2015c).

## Tecnología, política y la alternativa europea

El concepto de eurobonos que se discute hoy en día, como posible activo sin riesgo común y mecanismo para fomentar la disciplina de mercado dentro de la eurozona, no deja de reaparecer en los debates relacionados con la reforma de la eurozona, por las implicaciones que tuvieron aquellos otros eurobonos de los que se hablaba a finales del siglo XX como medio para contribuir al libre flujo de capitales. Dicho de otro modo, los eurobonos son necesarios porque los mercados transfronterizos de capitales siguen siendo ineficientes a la hora de evaluar el riesgo soberano y evitar el riesgo moral —sobre todo, pero no exclusivamente, en una zona con una moneda común— y porque las salidas transfronterizas de capitales tienen unas consecuencias devastadoras para las economías europeas (Jones, 2015b).

---

*Los eurobonos son necesarios porque los mercados transfronterizos de capitales siguen siendo ineficientes a la hora de evaluar el riesgo soberano y evitar el riesgo moral —sobre todo, pero no exclusivamente, en una zona con una moneda común— y porque las salidas transfronterizas de capitales tienen unas consecuencias devastadoras para las economías europeas.*

---

En términos técnicos, la creación de un tipo de eurobonos que diera a los gobiernos de los Estados miembros acceso limitado a la financiación con un compromiso de pago solidario reforzaría la estabilidad de la integración de los mercados financieros europeos y, por tanto, sería beneficiosa. Dichos

eurobonos permitirían a los gobiernos nacionales acceder a mercados de capitales más profundos, les facilitarían internalizar las externalidades asociadas a la inversión en proyectos transnacionales, permitirían el gasto público con fines anticíclicos, cortarían el vínculo entre las finanzas del Estado y los rescates a los bancos, establecerían una clara distinción entre endeudamiento público responsable y endeudamiento público excesivo (que puede ser objeto de reestructuración), y proporcionarían un *pool* profundo y líquido de activos para garantizar la liquidez del sistema financiero, aportando un activo refugio en caso de huidas de capitales. Los eurobonos no son la única manera de crear un activo sin riesgo común en Europa. Pero, en defecto de una autoridad gubernamental centralizada con poderes de emisión de deuda y recaudación de impuestos, alguna forma de instrumento de deuda soberana mutualizada es la vía más sencilla para crear una clase de activos sin riesgo suficientemente grande para cumplir los requisitos funcionales del mercado financiero integrado de Europa. Por tanto, si la Comisión se plantea seriamente explorar la creación de un activo europeo seguro, es indudable que se fijará en la opción de mutualizar la deuda.

No obstante, en términos políticos cualquier forma de compromiso solidario dentro de la Unión Europea —incluidas las obligaciones de deuda soberana mutualizada— crea posibilidades de abuso que generan desconfianza entre los gobiernos de los Estados miembros y su electorado. Esto quiere decir que, aunque los eurobonos pudieran ser necesarios, ello no implica que vayan a ser creados. Y no existe ninguna solución técnica evidente a esta falta de confianza. Por otra parte, la titulización de instrumentos de deuda soberana existentes cumple algunos de los objetivos, al eludir el delicado asunto del aseguramiento solidario de las obligaciones, pero no consigue resolver los fallos más estructurales del modelo de integración del mercado financiero europeo.

La alternativa que la Comisión Europea propone es avanzar hacia una mayor responsabilidad

nacional y complementarla con formas limitadas de crédito sujetas a condicionalidad. Estos son los elementos incluidos en el discurso sobre el estado de la Unión de Juncker de 2017. Pueden encontrarse en las expresiones que utiliza para aludir a la importancia de “[reducir] los riesgos que persisten en los sistemas bancarios de algunos de los Estados miembros” o en la advertencia de que “la reducción y la distribución de riesgos deben ir estrechamente de la mano”. La propuesta de transformar el MEDE en un Fondo Monetario Europeo y de crear un Ministro europeo de Economía y Finanzas entra también en este campo<sup>5</sup>. La promesa implícita de que la unión bancaria de Europa incluirá un día un sistema de garantía de depósitos común, si los Estados miembros hacen antes sus deberes en casa, parece ir más allá de esta visión limitada de la alternativa europea. No obstante, es tan fácil encontrar críticos a un sistema de garantía de depósitos común en Europa como a cualquier otro tipo de compromiso que implique una garantía solidaria (Brundsen, 2015). La alternativa europea se aleja consistentemente de la amenaza de riesgo moral en ese sentido.

La pregunta que cabe hacerse es si la alternativa europea será suficiente para contener la dinámica inherente a un mercado financiero integrado. Seguramente la respuesta no se halle en Europa, al menos de momento. En cambio, puede encontrarse en otros países.

La integración del mercado financiero solía producirse dentro de países individuales, en lugar de entre ellos, a medida que el gobierno del país respectivo buscaba la forma de liberar el capital atrapado en jurisdicciones de ámbito inferior al nacional. En esos casos, el equilibrio entre avance tecnológico y reticencia política era a menudo el mismo. Los gobiernos nacionales pueden concebir fácilmente mecanismos de endeudamiento colectivos, pero son reacios a acudir en rescate de ciudades, provincias o regiones “irresponsables”. Algunas veces, en su búsqueda de un equilibrio apropiado, han llegado a un equilibrio institucional muy similar a la alternativa europea propuesta

<sup>5</sup> La cita procede de la versión inglesa del discurso. En el texto original, estos pasajes se encuentran en alemán.

hoy, donde los gobiernos locales y regionales conservan la responsabilidad sobre sus finanzas y entidades financieras. A menudo, esos equilibrios nacionales demostraron ser precarios, y bastó un *shock* económico potente para forzar el ritmo de los cambios tecnológicos en favor de compromisos más estrechos de solidaridad de deudas. El sistema de bancos que componen la Reserva Federal estadounidense tiene su origen en dicha dinámica; otro tanto sucede con el sistema del seguro federal de depósitos. La evolución de las entidades financieras unidas por lazos de solidaridad en el Reino Unido y Canadá fue similar, aunque su materialización en el tiempo fuera diferente (Jones y Underhill, 2014).

La moraleja de esta historia es que los eurobonos como forma de obligación de deuda soberana mutualizada no desaparecerán probablemente del debate, por mucho que en este momento no sean una opción popular. Mientras la integración del mercado financiero europeo siga expuesta a la posibilidad de salidas transfronterizas de capitales y episodios de *sudden stop*, el debate sobre los eurobonos, pese a la oposición que generan, seguirá vivo.

## Referencias

- BRUNDSSEN, J. (2015), "Germany Warns on Eurozone Bank Deposit Plan", *Financial Times* (8 December).
- BRUNNERMEIER, M. K., et al. (2016), "ESBies: Safety in Tranches", *ESRB Working Paper Series*, 21, Frankfurt: European Systemic Risk Board (September).
- (2017), "A Safe Asset for Europe", *Financial Times* (28 April).
- CHOUHDRY, M. (2010), *An Introduction to Bond Markets*, Fourth Edition, Chichester, UK: John Wiley & Sons, 2010.
- CODOGNO, L.; FAVERO, C., y A. MISSALE (2003), 'Yield Spreads on EMU Government Bonds,' en R. BALDWIN, G. BERTOLA y P. SEABRIGHT, (eds.), *EMU: Assessing the Impact of the Euro*, London: Blackwell Publishing: 211-240.
- DE GRAUWE, P. (2016), *Economics of Monetary Union*, eleventh edition, Oxford: Oxford University Press.
- DE GRAUWE, P., y W. MOESEN (2009), "'Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond", *Intereconomics* (May/June): 132-135
- DELPLA, J., y J. VON WEIZSÄCKER (2010), "The Blue Bond Proposal", *Bruegel Policy Brief* 2010/03, Brussels: Bruegel (May).
- EUROPEAN COMMISSION (2011), "Green Paper on the Feasibility of Stability Bonds", Brussels: European Commission COM(2011) 818 (November).
- (2017), "Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union", Brussels: European Commission COM(2017) 291 (May).
- GROS, D., y S. MICOSSI (2008), "A Call for a European Financial Stability Fund", *VoxEU* (30 October).
- JONES, E. (2010), "A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard", *ISPI Policy Brief*, 180, Milan: ISPI (March).
- (2013), "The Euro Crisis: No Plan B", *Survival*, 55:3 (June/July): 81-94.
- (2015a), "The Euro: Irreversible or Conditional?", *Survival*, 57:5 (October/November): 29-46.
- (2015b), "The Forgotten Financial Union: How You Can Have a Euro Crisis without a Euro", en M. MATTHIJS y M. BLYTH, (eds.), *The Future of the Euro*, Oxford: Oxford University Press: 44-69.
- (2015c), "Getting the Story Right: How You Should Choose Between Different Interpretations of the European Crisis (and Why You Should Care)", *Journal of European Integration*, 37:7, 817-832.
- (2016), "Financial Markets Matter More than Fiscal Institutions for the Success of the Euro", *International Spectator*, 51:4 (December): 29-39.
- JONES, E., y G. R. UNDERHILL (2014), "Theory of Optimum Financial Areas: Retooling the Debate on the Governance of Global Finance", *SWIFT Institute Working Paper*, 2013-001, London: The SWIFT Institute (November).

MATTHIJS, M., y K. R. McNAMARA (2015), "The Euro Crisis' Theory Effect: Northern Saints, Southern Sinners, and the Demise of the Eurobond", *Journal of European Integration*, 37:2: 229-245.

MINENNA, M. (2017), "Why ESBies Won't Solve the Euro Area's Problems", *Financial Times*, (25 April).

NEWMAN, A. (2015), "The Reluctant Leader: Germany's Euro Experience and the Long Shadow of Reunification", en M. Matthijs y M. Blyth (eds.), *The*

*Future of the Euro*, Oxford: Oxford University Press: 117-135.

PÉREZ, C. (2017), 'Bruselas impulsa su propio Fondo Monetario para apuntalar el euro', *El País*, (9 September).

ROYO, S. (2013), *Lessons from the Economic Crisis in Spain*, Basingstoke, UK: Palgrave.

Strange, S. (1986), *Casino Capitalism*, Oxford: Basil Blackwell.