

Los eurobonos, o cómo despistar a los mercados



A FONDO

**Juan Pedro
Marín Arrese**

Los medios comunitarios son caldo de cultivo para los más audaces intentos de lograr la cuadratura del círculo. El último invento de esta fábrica de atajos son los eurobonos, pócima curativa basada en la simple receta de crear un pool común del riesgo, socializando los problemas de solvencia de los que se encuentran en apuros. Tan ingenioso ardid para despistar a los mercados elimina de un plumazo el nocivo afán de los inversores por distinguir a los prestatarios según su calificación crediticia.

Hay que reconocer que la idea no carece de atractivo por más que implique quebrantar los más elementales principios de mercado. Sólo hace falta convencer a Alemania para que se convierta en deudor de último recurso, obstáculo no tan fácil de vencer por más que algunos lancen prematuramente las campanas al vuelo.

Temeridad

Pero aunque así fuera, prescindir de toda señal fiable para asignar los recursos financieros se antoja una temeridad. Una eliminación artificial del riesgo país, lejos de limitarse a aliviar las tensiones de la deuda pública, ejercería un efecto arrastre sobre la captación de fondos por empresas y particulares. Hemos presenciado una indudable fase de *overshooting* en los diferenciales, pero pensar que un movimiento pendular en sentido opuesto resultaría saludable, equivale a hacerse trampas en el solitario. Queda todavía demasiado apalancamiento embalsado para restar incentivos al indispensable ajuste. Pretender vivir de espaldas al mercado no resuelve los problemas, sólo los encapsula, con el riesgo de un rebrote más virulento en el futuro. Haría bien Alemania en resistir la presión, los reproches de insolidaridad a que se ve sometida. Nadie pretende elevar a categoría de dogma la infalibilidad de unos mercados que se equivocan con excesiva frecuencia, ora cotizando

no hace mucho la deuda griega o irlandesa a tan escaso margen de la alemana, ora sometiéndonos a excesivo castigo. En tales casos, se puede, se debe incluso, intervenir para estallar la burbuja especulativa antes de que forme una bola de nieve imparable. El BCE ha mostrado que actuaciones puntuales bastan para pillar en renuncio a más de un temerario aficionado a las apuestas bajistas.

Cobra así pleno sentido que el fondo de rescate privilegie un enfoque *front load* que desaliente preventivamente toda seguridad de fácil ganancia. Pero transformar estas actuaciones selectivas en la iguala del riesgo que suponen los eurobonos, amén de eliminar todo vestigio de responsabilidad fiscal, instalaría un estado permanente de excepción del que resultaría difícil salir. Otra cosa sería si, fruto de un elevado proceso de integración y convergencia, países del núcleo duro de la eurozona decidiesen emitir deu-

Prescindir de toda señal fiable para asignar los recursos financieros se antoja una temeridad

da en común unificando sus Tesoros. Sólo un emisor suficientemente homogéneo permite a la vez calificar su riesgo intrínseco y evitar que se transfiera a terceros. Este paso serviría además de acicate a los menos aventajados de la clase para acelerar la realización de sus deberes pendientes y ponerse al día. El riesgo de desestabilizar a quienes quedarán fuera de esta modalidad de cooperación reforzada no resultaría mayor que vernos confrontados a la solvencia alemana en la actualidad.

Sin duda, el proyecto de Merkel y Sarkozy de unificar la cobertura de sus respectivas emisiones tardará algún tiempo en fructificar. Pero parece bastante más sensata y respetuosa con los principios de mercado que la iniciativa de los eurobonos. Reducir artificialmente el coste de endeudarse constituye una abierta invitación a actitudes laxas que, tarde o temprano, nos pasarán factura.

Economista