



COMISIÓN EUROPEA

Bruselas, 23.11.2011
COM(2011) 818 final

LIBRO VERDE

sobre la viabilidad de la introducción de bonos de estabilidad

LIBRO VERDE

sobre la viabilidad de la introducción de bonos de estabilidad

1. JUSTIFICACIÓN Y REQUISITOS PREVIOS PARA LA INTRODUCCIÓN DE BONOS DE ESTABILIDAD¹

1.1. Contexto

El propósito del presente Libro Verde es lanzar una amplia consulta pública sobre el concepto de bonos de estabilidad en la que intervengan todas las partes interesadas, es decir, los Estados miembros, los operadores del mercado financiero, las asociaciones del sector de los mercados financieros, los profesionales del mundo académico, tanto en el interior de la Unión Europea como fuera de ella, así como el público en general, de modo que la Comisión Europea pueda determinar la forma adecuada de avanzar en la definición del mismo.

El documento analiza la viabilidad de que los Estados miembros de la zona del euro procedan a la emisión común de bonos soberanos (en lo sucesivo, «emisión común») y las condiciones necesarias para poder llevarla a cabo². En la actualidad, los Estados miembros de la zona del euro emiten deuda soberana de forma descentralizada, aplicando al efecto diversos métodos de emisión. La emisión común de bonos de estabilidad supondría para los Estados miembros la puesta en común de la emisión de deuda soberana y el reparto de los flujos de ingresos y de los costes derivados del servicio de la deuda que llevara aparejados el proceso. Esta forma de proceder modificaría significativamente la estructura del mercado de bonos soberanos de la zona del euro, que representa el mayor segmento del mercado financiero de la zona del euro en su conjunto (para obtener información pormenorizada sobre los mercados de bonos soberanos de la zona del euro, consúltese el anexo I).

El concepto de emisión común fue debatido por primera vez por los Estados miembros a finales de los años noventa, con motivo de la publicación de un informe del Grupo Giovannini (que asesoró a la Comisión sobre los cambios en el mercado de capitales derivados de la adopción del euro) en el que se proponían una serie de opciones con vistas a la emisión coordinada de deuda soberana en la zona del euro³. En septiembre de 2008, la

¹ En los debates públicos y en la documentación escrita se emplea generalmente el término «eurobonos». Dado que, en opinión de la Comisión, la principal característica de un instrumento semejante consistiría en reforzar la estabilidad financiera de la zona del euro, en el presente Libro Verde se ha optado por la denominación «bonos de estabilidad», coincidiendo con el término utilizado por el Presidente Barroso en su Discurso sobre el Estado de la Unión de 28 de septiembre de 2011.

² En principio, la emisión común podría ampliarse a los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, pero ello entrañaría un riesgo con respecto a los tipos de cambio. De todas formas, como gran parte de las obligaciones de varios de los Estados miembros no incluidos en la zona del euro ya están denominadas en euros, este riesgo no supondría un obstáculo insalvable. Es posible que todos los Estados miembros de la UE tengan interés en adherirse a un sistema de bonos de estabilidad, especialmente si ello puede contribuir a reducir y asegurar sus costes de financiación y tener efectos positivos sobre la economía a través del refuerzo del mercado interior. Desde la perspectiva de los bonos de estabilidad, cuanto mayor sea el número de Estados miembros participantes, mayor será la probabilidad de lograr efectos positivos, derivados fundamentalmente del aumento de la liquidez.

³ Grupo Giovannini: *Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area* (11/2000). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

Asociación Europea de Agentes del Mercado Primario (EPDA) publicó un documento de reflexión titulado «Un Bono Público Común Europeo»⁴ que reavivó el interés de los operadores del mercado con respecto a esta cuestión. El documento constataba que, casi diez años después de la introducción del euro, los mercados de bonos públicos de la zona del euro seguían registrando una gran fragmentación y analizaba las ventajas e inconvenientes de la introducción de una emisión común. En 2009, los servicios de la Comisión volvieron a debatir la cuestión relativa a la emisión común en su Informe EMU@10.

El agravamiento de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro ha intensificado el debate sobre la viabilidad de una emisión común⁵. Un nutrido grupo de políticos, analistas del mercado y profesionales del ámbito académico han propuesto la idea de una emisión común, que podría constituir un potente instrumento para hacer frente a los problemas de liquidez que registran varios Estados miembros de la zona del euro. En este contexto, el Parlamento Europeo solicitó a la Comisión que, en el marco de la adopción del paquete legislativo sobre la gobernanza económica de la zona del euro, investigara la viabilidad de una emisión común de bonos de estabilidad, haciendo hincapié en que dicha emisión exigiría además un mayor avance en el establecimiento de una política económica y presupuestaria común⁶.

Aunque, por lo general, la emisión común se había venido considerando una posibilidad a largo plazo, los debates más recientes se han orientado hacia la estimación de las ventajas que el sistema podría tener a corto plazo como instrumento para aliviar las tensiones en el mercado de deuda soberana. Según esta nueva visión, la introducción de los bonos de estabilidad no tendría lugar como resultado de un proceso de integración económica y presupuestaria, sino de forma paralela y a modo de coadyuvante del establecimiento y la aplicación del marco necesario para dicha convergencia. Un planteamiento paralelo de estas características exigiría un avance inmediato y decisivo en el proceso de integración económica, financiera y política dentro de la zona del euro.

El bono de estabilidad se diferenciaría de los demás instrumentos de emisión conjunta ya existentes. Los bonos de estabilidad se concebirían como un instrumento que, a través de la emisión común, permitiría responder a las necesidades cotidianas de financiación de las

⁴ Véase «A European Primary Dealers Association Report Points to the Viability of a Common European Government Bond». <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>.

⁵ Para forjarse una idea general de las contribuciones al debate sobre los bonos de estabilidad, véase el anexo 2.

⁶ Resolución del Parlamento Europeo, de 6 de julio de 2011, sobre la crisis financiera, económica y social: recomendaciones sobre las medidas e iniciativas que deberán adoptarse (INI/2010/2242): «...13. Pide a la Comisión que estudie la posibilidad de establecer un sistema eurobonos con vistas a determinar las condiciones en las que dicho sistema sería ventajoso para todos los Estados miembros participantes y para la zona del euro en su conjunto; señala que los eurobonos ofrecerían una alternativa viable al mercado de bonos del dólar estadounidense y podrían fomentar la integración del mercado europeo de deuda soberana, disminuir los costes de los empréstitos, aumentar la liquidez, la disciplina presupuestaria y la observancia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), promover reformas estructurales coordinadas y dar mayor estabilidad a los mercados de capitales, lo que sustentaría la idea del euro como "valor seguro" a escala mundial; recuerda que la emisión común de eurobonos requiere avanzar hacia una política económica y fiscal común; 14. Subraya, por consiguiente, que cuando se emitan eurobonos, la emisión debe limitarse a una ratio de la deuda del 60 % del PIB, con aplicación de responsabilidad solidaria como deuda soberana de primer rango, y que se vincule a incentivos de reducción de la deuda soberana a ese nivel; sugiere que el objetivo principal de los eurobonos ha de ser reducir la deuda soberana y evitar el riesgo moral y la especulación contra el euro; señala que el acceso a dichos eurobonos estaría supeditado a que se acuerden y apliquen programas cuantificables de reducción de la deuda;».

administraciones públicas de la zona del euro. En este sentido, sería preciso distinguirlos de otros bonos emitidos de forma conjunta en la Unión Europea y en la zona del euro, como, por ejemplo, los destinados a financiar la ayuda exterior a los Estados miembros y terceros países⁷. Por consiguiente, la emisión de bonos de estabilidad se llevaría a cabo a una escala mucho mayor y de forma más continuada que en el caso de las actuales modalidades de emisión nacional o conjunta.

La emisión de bonos de estabilidad podría centralizarse a través de una agencia única o mantenerse descentralizada a escala nacional, pero estableciendo una estrecha cooperación entre los Estados miembros. La distribución de los flujos de ingresos y de los costes derivados del servicio de la deuda conexos a los bonos de estabilidad reflejaría los respectivos porcentajes de emisión de los Estados miembros. En función del planteamiento que se decidiera aplicar para la emisión de bonos de estabilidad, los Estados miembros podrían asumir una responsabilidad conjunta y solidaria en relación con la totalidad o una parte de los costes derivados del servicio de la deuda, que llevaría aparejada la correspondiente mutualización de los riesgos de crédito.

Muchas de las implicaciones de la introducción de los bonos de estabilidad rebasan el ámbito puramente técnico e inciden en cuestiones relacionadas con la soberanía nacional y con el proceso de integración económica y política. Estas cuestiones incluyen el refuerzo de la coordinación de las políticas económicas y de la gobernanza unido a un mayor grado de convergencia económica y, de aplicarse ciertas opciones, a la necesidad de modificar el Tratado. Cuanto mayor fuera la mutualización del riesgo de crédito entre emisores soberanos, menores serían la volatilidad del mercado y la disciplina de mercado de los diferentes emisores. Así pues, sería preciso basar en mayor medida la estabilidad presupuestaria en la disciplina mediante procesos políticos. Además, algunos de los requisitos previos que deben cumplirse para que la implantación de los bonos de estabilidad resulte un éxito, como por ejemplo un nivel elevado de previsibilidad y estabilidad política, o el grado de respaldo por parte de las autoridades monetarias, rebasan con creces el ámbito puramente técnico.

Como contrapartida fundamental a la adopción de cualquier tipo de sistema de bonos de estabilidad habría que reforzar notablemente la supervisión presupuestaria y la coordinación política, a fin de evitar el riesgo moral, garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y reducir desequilibrios macroeconómicos perjudiciales.

Esta forma de proceder tendría necesariamente implicaciones en materia de soberanía presupuestaria, por lo que sería necesario plantear un debate de fondo en los Estados miembros de la zona del euro.

Las cuestiones que acaban de plantearse exigen un análisis en profundidad. Con la adopción del presente informe, la Comisión pretende por lo tanto poner en marcha el ineludible proceso de debate político y de consulta pública sobre la viabilidad de la introducción de bonos de estabilidad, así como sobre los requisitos previos necesarios para poder llevarla a cabo.

⁷ Como los bonos emitidos por la Comisión en virtud del Instrumento de Apoyo a la Balanza de Pagos /MEEF y los bonos emitidos por la FEEF, o la emisión de deuda para la financiación de grandes proyectos de infraestructuras de dimensión transfronteriza (por ejemplo, bonos para proyectos, que podría emitir la Comisión). En el anexo 3, se analizan los distintos tipos de emisión común y los demás instrumentos existentes, similares a los bonos de estabilidad.

1.2. Justificación

El debate sobre la emisión común ha evolucionado considerablemente desde el lanzamiento del euro. En un principio, los argumentos que se esgrimían para justificar una emisión común ponían fundamentalmente de relieve las ventajas de una mayor eficiencia del mercado, lograda gracias al aumento de la liquidez en el mercado de bonos soberanos de la zona del euro y en el sistema financiero de dicha zona. Más recientemente, en el contexto actual de crisis de la deuda soberana, han ido cobrando mayor relevancia en el debate los aspectos relacionados con la estabilidad. En este nuevo contexto, las principales ventajas de una emisión común podrían ser las siguientes:

1.2.1. Gestión de la crisis actual y prevención de futuras crisis de la deuda soberana

La perspectiva de la introducción de bonos de estabilidad podría aliviar la actual crisis de la deuda pública, ya que los Estados miembros con elevados intereses podrían beneficiarse de la mayor calidad crediticia de los Estados miembros con intereses más bajos. Aunque la introducción de bonos de estabilidad podría llevar cierto tiempo (véase la sección 2), un acuerdo previo sobre la emisión común tendría probablemente una repercusión inmediata sobre las expectativas del mercado y, por consiguiente, los Estados miembros sometidos actualmente a presiones de financiación verían reducidos sus costes de financiación medios y marginales. Ahora bien, para que ese efecto fuese duradero, la hoja de ruta adoptada en relación con la emisión común de bonos debería ir acompañada de compromisos paralelos de reforzar la gobernanza económica, puesto que así se garantizaría la aplicación de los ajustes estructurales y presupuestarios necesarios para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

1.2.2. Refuerzo de la estabilidad financiera en la zona del euro

Los bonos de estabilidad incrementarían la resistencia del sistema financiero de la zona del euro frente a futuras perturbaciones adversas, reforzando de ese modo la estabilidad financiera. El sistema de bonos de estabilidad garantizaría un acceso más seguro a la refinanciación por parte de todos los Estados miembros que lo implantasen y evitaría una pérdida repentina de acceso al mercado como consecuencia del temor de los inversores a asumir riesgos injustificados y/o de su comportamiento gregario. Por consiguiente, los bonos de estabilidad contribuirían a mitigar la volatilidad del mercado y a reducir o eliminar la necesidad de adoptar medidas de apoyo y rescate onerosas en favor de los Estados miembros temporalmente excluidos de la financiación del mercado. Los efectos positivos de los bonos de este tipo están subordinados a la gestión de los posibles desincentivos de la aplicación de una disciplina presupuestaria. Este aspecto se aborda más en profundidad en las secciones 1.3 y 3.

El sistema bancario de la zona del euro saldría beneficiado de la disponibilidad de bonos de estabilidad. Normalmente, los bancos disponen de un importante volumen de bonos soberanos, puesto que estos constituyen inversiones de escaso riesgo, baja volatilidad, y dotadas de liquidez. Los bonos soberanos desempeñan asimismo la función de «colchones» de liquidez, debido a que pueden venderse a precios relativamente estables o aportarse como garantía en las operaciones de refinanciación. No obstante, la composición de la deuda soberana en manos de los bancos muestra un marcado carácter nacional, creándose un estrecho vínculo entre los balances de aquellos y los de sus respectivos países. Cuando la situación presupuestaria de un país sufre un deterioro importante, la calidad de las garantías reales disponibles en relación con su sistema bancario nacional se ve comprometida

inevitablemente, lo que expone a los bancos a riesgos a la hora de refinanciarse en el mercado interbancario y de acceder a los mecanismos del Eurosistema. Con la introducción de los bonos de estabilidad todos los bancos de la zona del euro gozarían de una fuente de garantías más sólidas, lo que reduciría su vulnerabilidad ante el deterioro de las calificaciones crediticias de cada Estado miembro en particular. Del mismo modo, los demás inversores institucionales (como, por ejemplo, las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones), que tienden a disponer de un porcentaje relativamente elevado de bonos soberanos nacionales, tendrían una cartera de activos más sólida y homogénea compuesta por bonos de estabilidad.

1.2.3. Facilitación de la transmisión de la política monetaria

Los bonos de estabilidad facilitarían la transmisión de la política monetaria de la zona del euro. La crisis de la deuda pública ha afectado al canal de transmisión de la política monetaria, ya que los rendimientos de los bonos del Estado son ahora muy dispares en unos mercados caracterizados por una elevada volatilidad. En algunos casos extremos, el funcionamiento del mercado se ha visto afectado y el BCE ha tenido que intervenir a través de un Programa para el Mercado de Valores. Los bonos de estabilidad originarían una mayor reserva de activos seguros y líquidos, lo que contribuiría a garantizar una transmisión coherente y correcta de las condiciones monetarias establecidas por el BCE a través del mercado de bonos de deuda pública hasta incidir en los costes de los empréstitos de las empresas y los hogares y, en último término, en la demanda agregada.

1.2.4. Mejora de la eficiencia del mercado

Los bonos de estabilidad fomentarían la eficiencia del mercado de bonos soberanos de la zona del euro y del sistema financiero general de dicha zona. La emisión de bonos de estabilidad brindaría la posibilidad de lograr un mercado de grandes dimensiones y dotado de una gran liquidez, con un rendimiento de referencia único, lo que contrastaría con la situación actual, caracterizada por la existencia de diversos rendimientos de referencia en función de los distintos países. La liquidez y la elevada calidad crediticia del mercado de bonos de estabilidad daría lugar a unos rendimientos de referencia bajos, que reflejarían un riesgo de crédito poco importante y bajas primas de liquidez (véase el recuadro 1). La existencia de un único conjunto de rendimientos de referencia de los bonos de estabilidad «sin riesgo» para todos los vencimientos contribuiría a un mayor desarrollo del mercado de bonos, estimulando la emisión por parte de los emisores no soberanos, como por ejemplo las empresas, los municipios y las sociedades financieras. Además, el contar con una referencia líquida de la zona de euro facilitaría el funcionamiento de muchos de los mercados de derivados denominados en euros. La introducción de los bonos de estabilidad podría servir asimismo de catalizador adicional de la integración de la liquidación de valores a escala europea, paralelamente a la implantación de la plataforma común europea de liquidación de valores del BCE (*Target2 Securities (T2S)*) y a la eventual adopción de medidas de regulación adicionales a nivel de la UE. Así pues, la introducción de los bonos de estabilidad podría contribuir de todas las formas mencionadas a la reducción de los costes de financiación de los sectores público y privado de la zona del euro y sostener de ese modo el posible crecimiento a largo plazo de la economía.

Recuadro 1: Rendimiento esperado de los bonos de estabilidad – Base empírica

La introducción de los bonos de estabilidad debería reforzar la liquidez del mercado de bonos públicos de la zona del euro, reduciendo por tanto la prima de liquidez que los inversores aplican implícitamente por la tenencia de bonos públicos. En el presente recuadro se intenta cuantificar la magnitud del ahorro de costes derivado de una reducción de la prima de liquidez. El segundo elemento del rendimiento esperado de los bonos de estabilidad, a saber, la posible prima de riesgo de crédito, se ha revelado más polémico. Tanto la prima de liquidez como la prima de riesgo de crédito de los bonos de estabilidad dependerán fundamentalmente de las decisiones que se adopten con respecto a su diseño y estructura de garantía.

Varios análisis empíricos han comparado el rendimiento de unos bonos emitidos conjuntamente con el rendimiento medio de los bonos existentes. Estos análisis parten del supuesto de que la emisión común no va a provocar una disminución de la prima de liquidez ni un refuerzo del riesgo de crédito, más allá de la media de las calificaciones de los Estados miembros. Carstensen (2011) estima que el rendimiento de los bonos comunes, si se tratara únicamente de una media ponderada de los tipos de interés de los Estados miembros, se situaría dos puntos porcentuales por encima del bono alemán a diez años. Otra estimación (Assmann, Boysen-Hogrefe, 2011) concluye que la diferencia de rendimiento frente a los bonos alemanes podría situarse entre 0,5 y 0,6 puntos porcentuales. La base de este razonamiento es que las variables presupuestarias son factores determinantes esenciales de los diferenciales de los bonos soberanos. En términos presupuestarios, la zona del euro tomada en su conjunto sería comparable a Francia. Así pues, el rendimiento de los bonos comunes equivaldría en general al de los bonos franceses. Un análisis efectuado por J.P. Morgan (2011) aplicando un enfoque comparable arroja como resultado un rendimiento similar, de entre 0,5 y 0,6 puntos porcentuales, aproximadamente. Otro análisis en este sentido realizado por el banco francés NATIXIS (2011) indica que los bonos comunes podrían tasarse en torno a 20 puntos básicos por encima de los actuales bonos con calificación AAA. Favero y Missale (2010) señalan que, una vez adaptados para tener en cuenta la prima correspondiente al tipo de cambio, los rendimientos de los EE.UU. constituyen un buen elemento de referencia para determinar el rendimiento de los bonos emitidos en común, habida cuenta de que, con la introducción de estos últimos, el mercado de bonos de la zona del euro se asemejaría al de los EE.UU. en términos de riesgo de crédito y de liquidez. Observan que, en los años anteriores a la crisis financiera, el rendimiento de los bonos públicos alemanes presentaba una desventaja de 40 puntos básicos con respecto a los bonos públicos de los EE.UU., que equivaldría a los beneficios en términos de liquidez obtenidos mediante la emisión de bonos en común en las mismas condiciones que los bonos de los EE.UU.

A fin de ofrecer una estimación de los beneficios que pueden lograrse con respecto a la prima de liquidez, la Comisión ha llevado a cabo un análisis estadístico de cada una de las emisiones de bonos soberanos en la zona del euro después de 1999. El volumen de la emisión se emplea como aproximación (puesto que se trata del indicador más extendido, aunque puede subestimar el beneficio potencial de la prima de liquidez) del grado de liquidez de una emisión de bonos, y el coeficiente de regresión determina los beneficios que pueden lograrse con la emisión de un mayor volumen de bonos⁸. El primer modelo se ha calculado utilizando datos sobre los Estados miembros de la zona del euro con una calificación AAA (denominados «AAA» en el cuadro) y el segundo, empleando los datos de todos los Estados miembros de la zona del euro disponibles (denominados «AA»). En el segundo modelo se controla asimismo la calificación de cada emisión. Según los resultados obtenidos, todos los coeficientes son significativos a niveles convencionales, y entre el 70 % y el 80 % de la variación queda explicada por la estimación.

⁸ Los volúmenes de emisión tal como figuran en Dealogic se han adaptado a fin de incorporar el volumen de emisiones adyacentes con un vencimiento y una fecha de liquidación similares. Para adaptarlos en función de las diferencias en las condiciones de mercado relacionadas con los plazos, se han introducido variables de control para estimar la repercusión del nivel de los tipos de interés (el tipo swap a 2 años) y de la estructura temporal (la diferencia entre los tipos swap a 10 años y a 2 años) existentes en el momento de cada emisión.

Cuadro: Estimaciones del modelo y variación del rendimiento debido a una prima de liquidez inferior

	<i>Promedio histórico 1999-2011</i>			<i>Condiciones de mercado 2011</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Rendimiento (%) – basado en el modelo	3.68	3.63	3.87	1.92	2.43	2.63
Con mercado de dimensión igual a los EEUU	-0.07	-0.09	-0.17	-0.07	-0.17	-0.17

A fin de evaluar el beneficio que se obtendría con respecto a la prima de liquidez, se han empleado los coeficientes resultantes del modelo de estimación para simular la caída potencial del rendimiento de los bonos emitidos según el volumen medio de emisión de los EE.UU. en vez de según el volumen medio de emisión de la zona del euro. Así pues, el volumen de emisión de los EE.UU. se utiliza como indicador del grado de liquidez que podría llegar a alcanzar un mercado de bonos de estabilidad. En el primer cálculo, el beneficio en términos de liquidez se ha obtenido a partir del rendimiento medio histórico de las «carteras» desde 1999. Para realizar la comparación, se han efectuado los mismos cálculos pero tomando como referencia las condiciones de mercado existentes en el verano de 2011.

La segunda línea del cuadro indica que los beneficios obtenidos en términos de rendimiento como consecuencia del mayor volumen de emisión se situarían en una horquilla comprendida entre 10 y 20 puntos básicos para la zona del euro, en función de la calificación crediticia lograda, pero no variarían demasiado en función de que se aplicaran unas condiciones de mercado históricas o recientes. En el caso de Alemania, el beneficio de rendimiento se situaría en unos 7 puntos básicos. Las simulaciones demuestran que el beneficio esperado con respecto a la prima de liquidez es bastante limitado y que disminuye para los Estados miembros que gozan ya de la calificación más elevada.

Aunque es evidente que los Estados miembros que en la actualidad se enfrentan a rendimientos elevados se beneficiarían tanto de la mutualización del riesgo de crédito como de la mayor liquidez de los bonos comunes, los Estados miembros con rendimientos bajos podrían verse confrontados a rendimientos más elevados si no mejora el riesgo de crédito de los actuales emisores con rendimientos elevados. En principio, los pagos marginales compensatorios podrían redistribuir los beneficios asociados a la prima de liquidez, pero si no se logra mejorar la gobernanza, la calidad global de los créditos de la deuda de la zona del euro podría de hecho sufrir un deterioro como consecuencia de una disciplina de mercado más laxa, hasta el extremo de que los Estados miembros que hoy en día disfrutan de rendimientos más bajos podrían sufrir un incremento de sus costes de financiación.

1.2.5. Fortalecimiento del papel del euro en el sistema financiero global

Los bonos de estabilidad facilitarían las inversiones de cartera en el euro y fomentarían un sistema financiero mundial más equilibrado. Aunque el mercado de bonos del Tesoro de los EE.UU. y el mercado de bonos soberanos de la zona del euro en su conjunto tienen dimensiones comparables, la fragmentación de las emisiones denominadas en euros hace que el volumen de bonos del Tesoro disponible sea mucho mayor que el de cualquiera de los emisores nacionales individuales en la zona del euro. Como promedio, desde 1999, el volumen de emisión de bonos del Tesoro de los EE.UU. a diez años ha duplicado aproximadamente el volumen de emisión del bono alemán a diez años y ha sido aún mayor que el de los bonos emitidos por cualquier otro Estado miembro de la UE. Según los datos disponibles, el volumen de operaciones en el mercado al contado del Tesoro de los EE.UU. representa asimismo un múltiplo del correspondiente al mercado de la zona del euro, en el que la liquidez se ha transferido al segmento de los productos derivados. La elevada liquidez es uno de los factores que contribuyen al papel tan prominente y privilegiado que desempeña el Tesoro de los EE.UU. en el sistema financiero mundial (respaldado por el dólar estadounidense como única divisa de reserva internacional), lo que supone un polo de atracción para los inversores institucionales. En consecuencia, los mayores volúmenes de emisión y la mayor liquidez de los mercados secundarios que llevaría aparejados la emisión de bonos de estabilidad reforzaría la posición del euro como divisa de reserva internacional.

1.3. Requisitos previos

Los bonos de estabilidad aportarían notables ventajas en términos de estabilidad financiera y eficiencia económica, pero sería fundamental hacer frente a sus posibles inconvenientes. A tal fin, sería preciso cumplir una serie de requisitos previos importantes de índole económica, jurídica y técnica. A continuación, se pasa a analizar estas condiciones, que podrían implicar la modificación del Tratado y la introducción de adaptaciones sustanciales en el diseño institucional de la UEM y de la Unión Europea.

1.3.1. Limitación del riesgo moral

La introducción de bonos de estabilidad no debe conducir a una relajación de la disciplina presupuestaria entre los Estados miembros de la zona del euro. Uno de los rasgos característicos del periodo transcurrido desde la adopción del euro ha sido la falta de coherencia de la política presupuestaria en cuanto a disciplina de mercado de los Estados miembros participantes. Al efectuar un análisis retrospectivo se observa que los resultados presupuestarios de los Estados miembros no justificaban el elevado grado de convergencia de los rendimientos de los bonos de la zona del euro durante la primera década de existencia de esta moneda. La corrección llevada a cabo desde 2009 ha sido brusca y, posiblemente, algo excesiva. Pese a esta falta de coherencia, la experiencia más reciente ha confirmado que los mercados pueden disciplinar las políticas presupuestarias nacionales de la zona del euro. Con el establecimiento de algunas formas de bonos de estabilidad, esta disciplina se relajaría o desaparecería por completo, puesto que los Estados miembros pondrían en común el riesgo de crédito correspondiente a una parte o a la totalidad de su deuda pública, lo que traería consigo un riesgo moral. Este riesgo moral inherente a la emisión común surge debido a que el riesgo de crédito derivado de la falta de disciplina presupuestaria individual se repartiría entre todos los participantes.

La emisión de bonos de estabilidad podría relajar la disciplina de mercado, por lo que sería necesario introducir cambios sustanciales en el marco de gobernanza económica de la zona del euro. Habría que conceder garantías adicionales para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Estas garantías tendrían que orientarse no solo hacia la disciplina presupuestaria, sino también hacia la competitividad económica (véase la sección 3). Aunque con la adopción del nuevo paquete de gobernanza económica ya se han aportado garantías importantes, que se reforzarán aún más con los nuevos reglamentos basados en el artículo 136⁹, podría resultar necesario incrementar aún más estas garantías en el contexto de los bonos de estabilidad –en particular, en caso de que se decidiera proceder a una mutualización del riesgo de crédito. Si los bonos de estabilidad llegaran a percibirse como instrumentos para eludir la disciplina impuesta por el mercado, su aceptabilidad por los Estados miembros y los inversores se vería cuestionada.

Aunque una actuación prudente en materia presupuestaria en época de prosperidad y una rápida corrección ante cualquier desviación de la senda trazada constituyen el núcleo de una política responsable y orientada hacia la estabilidad, la experiencia ha demostrado que los grandes desequilibrios presupuestarios, incluida la pérdida de competitividad, pueden tener un efecto muy perjudicial sobre las finanzas públicas. Así pues, es preciso que la coordinación reforzada de las políticas que se requiere con vistas a la introducción de los bonos de estabilidad se aplique también a la corrección de desequilibrios macroeconómicos nocivos.

Garantizar una elevada calidad crediticia y que todos los Estados miembros se beneficien de los bonos de estabilidad

Para que los inversores aceptaran los bonos de estabilidad, estos habrían de tener una elevada calidad crediticia. El diseño y la emisión de los bonos de estabilidad deberían llevarse a cabo de tal forma que los inversores los consideraran una inversión muy segura. Por consiguiente, cuanto más elevada fuera la calificación de los bonos de estabilidad, mayor sería

⁹ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre disposiciones comunes para el seguimiento y la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los Estados miembros de la zona del euro.

su aceptación y su éxito. Una calificación inferior podría tener una repercusión negativa sobre el precio de los mismos (rendimiento mayor que en otros casos) y sobre la voluntad de los inversores de absorber en grado suficiente unos importantes volúmenes de emisión. Así ocurriría concretamente si prosiguiera la emisión de bonos nacionales con la calificación AAA por parte de los Estados miembros y, por tanto, estos coexistieran y compitieran con los bonos de estabilidad. También sería preciso lograr una elevada calidad crediticia a fin de que los bonos de estabilidad se convirtieran en elementos de referencia internacional y para apoyar el desarrollo y el correcto funcionamiento de los mercados de opciones y de futuros conexos¹⁰. En este contexto, la génesis de los bonos de estabilidad debería ser lo suficientemente transparente como para permitir a los inversores fijar el precio de las garantías subyacentes. De lo contrario, existiría el riesgo de que los inversores juzgasen con escepticismo el nuevo instrumento y que los rendimientos de los Estados miembros con mayor solvencia crediticia fueran considerablemente superiores a los actuales.

También será importante lograr una elevada calidad crediticia a fin de garantizar la aceptación de los bonos de estabilidad por parte de todos los Estados miembros de la zona del euro. Una de las cuestiones fundamentales es determinar la forma de distribuir los riesgos y beneficios entre los Estados miembros. De aplicarse ciertos tipos de bonos de estabilidad, los Estados miembros cuya capacidad crediticia se encuentra en la actualidad por debajo de la media podrían obtener costes de financiación inferiores, mientras que los Estados miembros que gozaran ya de una calificación crediticia elevada podrían llegar incluso a registrar pérdidas netas en caso de que el efecto de la mutualización de los riesgos se impusiera sobre las repercusiones positivas de la liquidez. Por consiguiente, para que aquellos Estados miembros que ya cuentan con una calificación AAA apoyaran la introducción de los bonos de estabilidad, sería preciso garantizar una calidad crediticia también elevada en relación con el nuevo instrumento, de modo que dichos Estados miembros no vieran aumentar los costes de financiación de su deuda. Como ya se ha explicado, ello se lograría mediante una reducción eficaz del riesgo moral. La aceptación de los bonos de estabilidad podría garantizarse, además, mediante un mecanismo de redistribución de algunas de las ventajas de financiación entre los Estados miembros con calificaciones superiores e inferiores (véase el recuadro 2).

La calificación crediticia de los bonos de estabilidad dependería en primer lugar de la calidad crediticia de los Estados miembros participantes y de la estructura de la garantía subyacente¹¹.

- De adoptarse una estructura de *garantía mancomunada (no solidaria)*, cada Estado miembro garante sería responsable de su parte proporcional de deuda en el marco del mecanismo de bonos de estabilidad en función de una clave de reparto específica¹². Siempre que los Estados miembros siguieran obteniendo calificaciones específicas, la rebaja de la calificación de un Estado miembro de grandes dimensiones llevaría aparejada

¹⁰ La experiencia en relación con la calificación de los bonos de la FEEF ha demostrado que mediante la aplicación de instrumentos tales como el mantenimiento de colchones de efectivo, de capital para la absorción de pérdidas y sobregarantías del volumen de la emisión se logró una calificación de los bonos superior a la garantía media aportada por los Estados miembros participantes. Aunque dichos elementos fueron difíciles de gestionar en el caso de la FEEF, podrían revelarse útiles a la hora de reforzar la calificación del crédito de los bonos de estabilidad

¹¹ En esta sección, los términos *garantía mancomunada* y *garantía mancomunada y solidaria* se emplean en un sentido económico que podría no ser idéntico a su definición jurídica..

¹² Como, por ejemplo, la clave para el presupuesto de la UE o la clave para la suscripción del capital del BCE.

probablemente la correspondiente rebaja del bono de estabilidad, si bien este hecho no tendría necesariamente repercusión sobre la calificación de otros Estados miembros. En las actuales circunstancias, en las que solo seis Estados miembros de la zona del euro gozan de la calificación AAA, un bono de estabilidad dotado de la estructura de garantía mencionada no lograría muy probablemente la calificación crediticia AAA, e incluso podría obtener una calificación equivalente a la del Estado miembro peor calificado, salvo que se procediera a una mejora crediticia.

- Con una estructura de garantía mancomunada (no solidaria) respaldada mediante consideración preferente y garantías reales, cada Estado miembro garante seguiría siendo responsable de su parte proporcional de emisión de bonos de estabilidad. No obstante, a fin de garantizar en todo momento el reembolso de los bonos de estabilidad, incluso en caso de impago, los Estados miembros podrían considerar la aplicación de una serie de mejoras crediticias. En primer lugar, podría aplicarse una mayor prelación a la emisión de bonos de estabilidad. En segundo lugar, estos bonos se podrían garantizar parcialmente mediante garantías reales (por ejemplo, efectivo, oro, acciones de empresas públicas, etc). En tercer lugar, podrían reservarse fuentes de ingresos específicas para la cobertura de los costes del servicio de la deuda relacionados con los bonos de estabilidad. De esta forma, los bonos de estabilidad obtendrían una triple A, aunque la calificación de los bonos nacionales emitidos por los Estados miembros con menor solvencia experimentarían probablemente un deterioro relativo.
- Con una estructura de garantía mancomunada y solidaria, cada Estado miembro garante sería responsable no solo de la parte proporcional de bonos de estabilidad por él emitidos, sino de la de cualquier otro Estado miembro que no pudiera hacer frente al pago de su deuda¹³. Incluso con una estructura de garantía de estas características, no puede descartarse totalmente que la calificación de **los bonos de estabilidad se viera afectada si un número limitado de Estados miembros con calificación AAA** se viera obligado a garantizar un elevado volumen de deuda de otros Estados miembros con peores calificaciones. Existe asimismo el riesgo de que en situaciones extremas se produzca una serie de rebajas de la calificación en cascada; por ejemplo, rebajar la nota de uno de los grandes Estados miembros con calificación AAA podría provocar una rebaja de la nota del bono de estabilidad, lo que a su vez afectaría de forma negativa a las calificaciones crediticias de los demás Estados participantes. Por consiguiente, sería esencial establecer las adecuadas salvaguardias a fin de garantizar la disciplina presupuestaria entre los Estados miembros participantes mediante el establecimiento de un marco de gobernanza económica reforzado (y estableciendo la posibilidad de otorgar mayor prelación a los bonos de estabilidad frente a los bonos nacionales, en caso de que estos últimos siguieran existiendo).

Recuadro 2: Posible redistribución de las ventajas de financiación entre los Estados miembros

Podría hacerse frente a la probabilidad de riesgo moral asociado a la emisión de bonos de estabilidad con garantías solidarias mediante un mecanismo de redistribución de algunas de las ventajas de financiación derivadas de dicha emisión. Gracias a un mecanismo de ese tipo, la emisión de bonos de estabilidad propuesta podría resultar beneficiosa para todos los

¹³ No obstante, en tales circunstancias, los Estados miembros participantes tendrían derecho a presentar una reclamación contra el Estado miembro que no pagara su deuda.

Estados miembros de la zona del euro. A continuación se ilustra el funcionamiento del mecanismo mediante un ejemplo simplificado en el que intervienen dos Estados miembros:

La deuda pública de ambos Estados miembros asciende, respectivamente, a 2 000 millones EUR, pero mientras el Estado miembro A paga un rendimiento del 2 % sobre las emisiones nacionales con un vencimiento a cinco años, el Estado miembro B paga un rendimiento del 5 % en relación con esas mismas emisiones. La emisión de bonos de estabilidad permitiría financiar íntegramente a ambos Estados miembros, con un vencimiento a cinco años y a un tipo de interés del 2 %. El reparto de la emisión de bonos de estabilidad sería del 50 % para cada Estado miembro.

Parte de la ventaja de financiación de la que disfrutaría el Estado miembro B gracias a la emisión de bonos de estabilidad podría redistribuirse al Estado miembro A. Por ejemplo, se podría financiar un descuento equivalente a 100 puntos básicos en favor del Estado miembro A a partir de la prima de 300 puntos básicos del Estado miembro B. Por consiguiente, el bono de estabilidad serviría para financiar al Estado miembro A a un tipo de interés del 1 % y al Estado miembro B a un tipo de interés del 3 %. Ambos Estados miembros verían reducidos sus costes de financiación en relación con la emisión nacional.

Evidentemente, habría que formular el mecanismo de distribución interna de las ventajas de la emisión de bonos de estabilidad, aunque este seguiría vinculado a unos resultados presupuestarios relativos dentro del marco de gobernanza económica de la zona del euro.

1.3.2. Garantizar la coherencia con el Tratado de la UE

Para lograr que la introducción de los bonos de estabilidad se lleve a cabo con éxito, resulta fundamental garantizar su coherencia con el Tratado de la UE. En primer lugar, los bonos de estabilidad deben respetar la prohibición de rescatar a los Estados miembros que contempla el Tratado. La compatibilidad de los bonos de estabilidad con el actual marco legal del Tratado dependerá de la forma específica elegida. Algunas opciones podrían exigir la introducción de cambios en las disposiciones pertinentes del Tratado. El artículo 125 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) prohíbe a los Estados miembros asumir las deudas de otro Estado miembro.

En principio, la emisión de bonos de estabilidad con garantías mancomunadas y solidarias supondría una infracción a la prohibición de proceder a un rescate. En esa situación, un determinado Estado miembro sería considerado efectivamente responsable, independientemente de cuál fuera su clave de reparto «regular», en caso de que otro Estado miembro no fuera capaz de hacer frente a sus compromisos financieros. Entonces sería necesario introducir modificaciones en el Tratado. Estas modificaciones podrían efectuarse a través del procedimiento simplificado, si se creara una agencia común de gestión de la deuda de la zona del euro inscrita en una estructura intergubernamental, pero más probablemente habría que recurrir al procedimiento ordinario, si la agencia estuviera sujeta directamente a la legislación de la UE, puesto que supondría ampliar las competencias de la UE. Salvo que se estableciera una disposición específica en el Tratado, la adopción de un enfoque basado en la legislación de la UE exigiría probablemente la aplicación del artículo 352 del TFUE, que implica una votación por unanimidad en el Consejo y la aprobación del Parlamento Europeo. La emisión de bonos de estabilidad y la mayor coordinación en los ámbitos económico y presupuestario, necesaria para garantizar su éxito requerirían también con toda probabilidad la

introducción de cambios importantes en la legislación nacional de una serie de Estados miembros¹⁴.

La emisión de bonos de estabilidad con aportación de garantías mancomunadas pero no solidarias sería posible en el marco de las actuales disposiciones del Tratado. Por ejemplo, un incremento significativo del volumen de préstamos autorizado en el marco del MEDE y la modificación de las condiciones de préstamo a fin de volver a prestar los importes obtenidos en los mercados a todos los Estados miembros de la zona del euro podrían llevarse a cabo de forma compatible con el artículo 125 del TFUE, siempre que se siguiera respetando el carácter proporcional de la clave de reparto asociada al MEDE. Ese mismo razonamiento podría hacerse extensivo a las emisiones que llevara a cabo una eventual agencia común de gestión de la deuda, cuyas responsabilidades quedarían limitadas de forma estrictamente proporcional.

También sería preciso modificar el Tratado en caso de que se barajara la posibilidad de introducir un marco de gobernanza económica de la zona del euro que permitiera un grado de intervención mucho mayor. En función de las características específicas de los bonos de estabilidad, habría que reforzar la supervisión y la gobernanza presupuestaria y económicas en los Estados miembros participantes, a fin de evitar que surgiera un riesgo moral. La adopción de más cambios cualitativos en materia de gobernanza, además de los incluidos en las propuestas del paquete de 23 de noviembre, exigirán probablemente la introducción de cambios en el Tratado. En la sección 3 se analizan más en profundidad las opciones de reforzar la gobernanza presupuestaria.

2. OPCIONES CON RESPECTO A LA EMISIÓN DE BONOS DE ESTABILIDAD

Se han propuesto muy diversas opciones por lo que a emisión de bonos de estabilidad se refiere, sobre todo, desde que se inició la crisis de la deuda pública en la zona del euro. Ahora bien, todas ellas pueden agruparse de forma general en tres grandes planteamientos, basados en el grado de sustitución de la emisión nacional (total o parcial) y en la naturaleza de la garantía subyacente (mancomunada y solidaria o simplemente mancomunada). Los tres planteamientos generales son los siguientes¹⁵:

- (1) Plena sustitución de la emisión de bonos nacionales por la emisión de bonos de estabilidad con garantías mancomunadas y solidarias.
- (2) Sustitución parcial de la emisión de bonos nacionales por la emisión de bonos de estabilidad con garantías mancomunadas y solidarias.

¹⁴ Por ejemplo, la sentencia del Tribunal Constitucional de Alemania de 7 de septiembre de 2011 prohíbe al órgano legislativo de ese país instaurar un mecanismo permanente «que conduzca a la asunción de deudas por las decisiones voluntarias de otros Estados miembros, en particular si ello tuviera consecuencias cuyo impacto fuese difícil de estimar». Asimismo exige que, incluso en el caso de aplicarse un sistema de gobernanza intergubernamental, el Parlamento siga controlando las decisiones fundamentales en materia de política presupuestaria.

¹⁵ También sería posible introducir un cuarto planteamiento consistente en la plena sustitución por bonos de estabilidad y la aportación de garantías mancomunadas pero no solidarias, aunque dicha posibilidad no se contempla, ya que en la práctica no sería muy diferente de las modalidades de emisión ya existentes. Además, podrían plantearse soluciones híbridas como, por ejemplo, una estructura de garantías proporcionales en relación con las obligaciones de deuda, combinada con una garantía solidaria limitada destinada a cubrir insuficiencias de liquidez a corto plazo.

- (3) Sustitución parcial de la emisión de bonos nacionales por la emisión de bonos de estabilidad, con garantías mancomunadas pero no solidarias.

A continuación, se analiza cada uno de los tres enfoques en términos de beneficios y en relación con los requisitos previos señalados en la sección 1.

2.1. *Planteamiento nº 1: plena sustitución de la emisión de bonos nacionales por la emisión de bonos de estabilidad con garantías mancomunadas y solidarias*

Aplicando este planteamiento, la financiación pública en la zona del euro quedaría totalmente cubierta mediante la emisión de bonos de estabilidad y se suprimiría la emisión de bonos nacionales. Aunque los Estados miembros podrían emitir bonos de estabilidad de forma descentralizada a través de un procedimiento coordinado, cabría también aplicar una solución más eficaz consistente en la creación de una agencia común de gestión de la deuda para la zona del euro¹⁶. Esta agencia centralizada emitiría bonos de estabilidad en el mercado y distribuiría los beneficios obtenidos entre los Estados miembros en función de sus respectivas necesidades de financiación. Paralelamente, la agencia procedería al servicio de los bonos de estabilidad recogiendo los pagos del principal y los intereses por parte de los Estados miembros. Los bonos de estabilidad se emitirían con garantías mancomunadas y solidarias aportadas por todos los Estados miembros, lo que implicaría la mutualización de su riesgo crediticio. Habida cuenta de la naturaleza mancomunada y solidaria de las garantías, la calificación crediticia de los Estados miembros de la zona del euro de mayores dimensiones tendría un papel preponderante a la hora de determinar la calificación de los bonos de estabilidad, lo que parece indicar que, si hoy mismo se procediera a una emisión de bonos de estabilidad, estos tendrían una elevada calificación crediticia. No obstante, es preciso analizar con mayor detenimiento el diseño de garantías cruzadas integradas en los bonos de estabilidad, así como las implicaciones en términos de calificación crediticia y de rendimientos.

Este planteamiento es el que permitiría obtener más ventajas de la emisión de bonos de estabilidad. La plena sustitución de los bonos nacionales por los bonos de estabilidad garantizaría la total refinanciación de todos los Estados miembros independientemente del estado en que se encontraran sus finanzas públicas. De esta forma, se podrían resolver los graves problemas de liquidez que padecen algunos Estados miembros y se evitaría su repetición en el futuro. Este enfoque crearía asimismo un mercado de bonos de estabilidad muy amplio y homogéneo, lo que aportaría importantes beneficios en términos de liquidez y de reducción de la prima de riesgo de liquidez. El nuevo sistema de bonos de estabilidad aportaría un bono de referencia común para la zona del euro y ofrecería, por tanto, un marco de referencia más eficaz a la hora de valorar el riesgo del sistema financiero de la zona en su conjunto. Gracias a la aportación de garantías reales de elevada calidad y de carácter público a las entidades financieras, se incrementarían al máximo los beneficios derivados de la emisión común con respecto al refuerzo de la resistencia del sistema financiero de la zona del euro y a la mejora de la transmisión de la política monetaria. De aplicarse este planteamiento, los bonos de estabilidad dotarían al sistema financiero global de un segundo mercado refugio con una liquidez y un tamaño comparables a los del mercado del Tesoro de los EE.UU. y, por tanto, contribuirían con gran eficacia a la promoción del papel internacional del euro.

¹⁶ Para pasar revista a las ventajas e inconvenientes de una emisión centralizada o descentralizada, véase la sección 5 del presente Libro Verde.

Al mismo tiempo, este planteamiento llevaría aparejadas mayores probabilidades de riesgo moral. Efectivamente, algunos Estados miembros podrían aprovecharse de la disciplina impuesta por otros sin que ello tuviese consecuencia alguna sobre sus costes de financiación. Por tanto, la aplicación de este enfoque debería ir acompañada del establecimiento de un marco muy sólido que garantizara disciplina presupuestaria, competitividad económica y reducción de los desequilibrios macroeconómicos a escala nacional. Un marco de estas características exigiría un avance significativo en la integración económica, política y financiera con respecto a la situación actual. Ahora bien, sin dicho marco, es poco probable que este planteamiento tan ambicioso se concretara en unos resultados aceptables para los Estados miembros y los inversores. Habida cuenta de las garantías conjuntas y solidarias que habría que aportar y de la solidez que debería conferirse al marco subyacente de disciplina presupuestaria y de competitividad económica, este planteamiento exigiría con toda probabilidad la modificación del Tratado.

De acuerdo con este planteamiento, sería preciso delimitar la deuda pública que se emitiría en forma de bonos de estabilidad. En varios Estados miembros, la emisión de bonos no solo corre a cargo de las administraciones centrales, sino de las regionales y municipales¹⁷. En principio, se podría optar por incluir la emisión a nivel subnacional. La ventaja más evidente sería la ampliación de los posibles beneficios en términos de estabilidad del mercado, liquidez e integración. Esta forma de actuar sería asimismo coherente con la idea de la UE de supervisión presupuestaria, que abarca en su integridad la deuda y el déficit públicos de las administraciones públicas. Por otro lado, la emisión en común por las administraciones centrales exclusivamente podría suponer una solución más segura y transparente. Generalmente, el acceso a los datos de las administraciones centrales resulta más fácil, al contrario que en el caso de las administraciones locales. Además, la emisión solo cubriría los déficits plenamente controlados por las administraciones centrales. Desde la óptica del mercado, dichos bonos de estabilidad sustituirían únicamente a los bonos de la administración central más conocidos, lo que facilitaría la evaluación y valoración de los nuevos bonos de estabilidad¹⁸.

A su vez, el proceso de implantación progresiva con arreglo a este planteamiento podría organizarse de formas distintas, en función del ritmo de introducción. De optarse por una implantación acelerada, las nuevas emisiones se llevarían a cabo íntegramente en forma de bonos de estabilidad, al tiempo que los bonos públicos en circulación podrían convertirse en nuevos bonos de estabilidad, por ejemplo, mediante el cambio de una determinada cantidad de bonos nacionales por nuevos bonos de estabilidad. La principal ventaja de esta opción sería la creación casi inmediata de un mercado dotado de liquidez con una curva completa de rendimientos de referencia. La readquisición de bonos heredados podría paliar asimismo los graves problemas de financiación que sufren actualmente los Estados miembros, como su importante nivel de endeudamiento y sus elevados tipos de interés. No obstante, la operación podría revelarse complicada y requeriría una calibración minuciosa de los tipos de conversión, con objeto de minimizar los riesgos de perturbación del mercado. Una opción alternativa podría consistir en un enfoque más gradual, es decir, la nueva emisión, total o solo parcial, por parte de cada Estado miembro, de grandes volúmenes de nuevos bonos de estabilidad, mientras que los bonos públicos de la zona del euro aún existentes seguirían en circulación en el mercado secundario. Ello permitiría una adaptación gradual del mercado a este nuevo

¹⁷ Así ocurre, concretamente, en Alemania y, en menor medida, en España y Francia.

¹⁸ Como consecuencia de esta cobertura de los bonos de estabilidad, los Estados miembros tendrían que comprometerse a no emitir bonos nacionales u otros bonos soberanos, al igual que sus órganos subestatales, siempre que estos participaran en el sistema de emisión común.

instrumento y el desarrollo de instrumentos de análisis y fijación de precios, lo que reduciría a su vez el riesgo de perturbaciones en el mismo. Ahora bien, con esta opción, el pleno desarrollo del mercado de bonos de estabilidad se retrasaría varios años (en función de los vencimientos de los bonos en circulación) y las posibles ventajas conexas tardarían en aparecer. Por su parte, el segmento de los bonos heredados en circulación iría desapareciendo gradualmente, siendo sustituido por los bonos de estabilidad y los bonos nacionales de nueva emisión. Así pues, la liquidez global de ese segmento iría reduciéndose con el tiempo, lo que supondría un incremento de la prima de liquidez de los bonos heredados.

La aplicación de este planteamiento podría llevar un tiempo considerable debido a la necesidad de introducir cambios en el Tratado.

2.2. Planteamiento nº 2: Sustitución parcial de la emisión de bonos nacionales por la emisión de bonos de estabilidad con garantías mancomunadas y solidarias

De acuerdo con este planteamiento, la emisión de bonos de estabilidad contaría con el respaldo de garantías mancomunadas y solidarias, pero solo sustituiría una porción limitada de la emisión nacional. La parte no cubierta por la emisión de bonos de estabilidad permanecería sujeta a las garantías nacionales respectivas. Este planteamiento de emisión común se conoce como «enfoque azul-rojo»¹⁹. Así pues, el mercado de los bonos soberanos de la zona del euro se compondría de los elementos distintos:

- *Bonos de estabilidad* («bonos azules»). Los bonos de estabilidad se emitirían solo hasta unos límites predeterminados, por lo que no cubrirían necesariamente la totalidad de las necesidades de refinanciación de todos los Estados miembros. Se beneficiarían de una garantía mancomunada y solidaria y se aplicaría un tipo de refinanciación uniforme para todos los Estados miembros²⁰.
- *Bonos públicos nacionales* («bonos rojos»). El resto de los bonos necesarios para financiar los presupuestos de los Estados miembros se emitiría a escala nacional y con garantías nacionales. En consecuencia, por lo menos de hecho, los bonos nacionales estarían subordinados a los bonos de estabilidad, al estar estos últimos cubiertos por las garantías mancomunadas y solidarias²¹. El volumen de la emisión nacional por parte de cada Estado miembro dependería del volumen de la emisión común de bonos de estabilidad que se hubiera acordado y de sus propias necesidades globales de refinanciación. Dependiendo de la dimensión de los mercados y emisiones de bonos nacionales residuales y de la calidad crediticia de cada país, los bonos nacionales tendrían sus propias características en términos de liquidez y crédito y, por tanto, distintos rendimientos de mercado, a lo que también contribuiría el hecho de que la mayor parte del crédito soberano se concentraría en

¹⁹ Véase el trabajo de J. Delpa, y J. von Weizsäcker (2010), que propusieron un tope de deuda del 60 % debido a los criterios de Maastricht.

²⁰ A semejanza del planteamiento nº 1, la emisión de bonos de estabilidad se llevaría a cabo de manera descentralizada, pero es probable que su gestión fuera más eficaz si se encomendara a una agencia central de gestión de la deuda.

²¹ El carácter subordinado de los bonos nacionales solo podría aplicarse a los bonos nacionales de nueva emisión, es decir, a los emitidos después de la introducción de los bonos de estabilidad. Por el contrario, los bonos nacionales en circulación, *antiguos* o *heredados*, tendrían que tener el mismo rango que los bonos de estabilidad, ya que, desde el punto de vista técnico, un cambio de rango equivaldría al impago.

los bonos nacionales, amplificando el riesgo de crédito²². La mayor presión del mercado sobre la emisión nacional aportaría disciplina de mercado.

Uno de los aspectos cruciales de este planteamiento lo constituirían los criterios específicos para determinar la proporción respectiva de los bonos de estabilidad y los bonos nacionales. Las principales opciones serían las siguientes:

- *Un sistema simple basado en reglas:* Por ejemplo, cada Estado miembro tendría derecho a emitir bonos de estabilidad hasta un importe equivalente a un porcentaje específico de su PIB, que probablemente reflejaría el criterio del Tratado del 60 %. Un aspecto importante que conviene considerar es la cantidad de riesgo que se concentraría en la parte nacional (y subordinada), lo que dependería del volumen de la emisión común (cuanto mayor sea la proporción de los bonos de estabilidad, mayor riesgo se concentrará en la emisión nacional residual). Para evitar un excesivo riesgo de crédito de la emisión nacional, manteniendo al mismo tiempo los beneficios de liquidez que aportaría la emisión común, podría resultar conveniente establecer el tope en un nivel más prudente.
- *Un sistema más flexible ligado al cumplimiento de políticas:* El importe máximo de la emisión de bonos de estabilidad de un Estado miembro podría fijarse como se ha indicado más arriba, pero el tope estaría en todo momento ligado al cumplimiento por su parte de las normas y recomendaciones derivadas del marco de gobernanza de la zona del euro. El incumplimiento por parte de un Estado miembro se sancionaría mediante la reducción (posiblemente automática) de su tope de emisión de bonos de estabilidad (véase también la sección 3). Este sistema serviría también como un estabilizador casi automático de la calidad crediticia de los bonos de estabilidad, ya que se reduciría la cuota respectiva de los Estados miembros menos cumplidores en materia presupuestaria.

Una de las consideraciones esenciales sería la credibilidad del tope de emisión de bonos de estabilidad. Una vez agotada la cuota de bonos azules por parte de un Estado miembro, sus costes de financiación podrían aumentar sustancialmente. Esto podría dar lugar a presiones políticas para la subida del tope. De no existir salvaguardias sólidas frente a tales presiones, la anticipación de un tope «elástico» podría anular en gran medida el efecto de disciplina de este planteamiento. Así pues, con independencia de los criterios establecidos para determinar el tope de la emisión de bonos de estabilidad, sería esencial que el tope se mantuviera y no se ajustara de manera arbitraria, por ejemplo, en respuesta a presiones políticas.

Este planteamiento respecto a los bonos de estabilidad es menos ambicioso que el primero —la emisión exclusiva de bonos de estabilidad—, por lo que aporta menos beneficios económicos y financieros. Debido a su mayor prelación sobre los bonos nacionales y a la estructura de garantía, los bonos de estabilidad tendrían un riesgo de crédito muy reducido, lo que se reflejaría en una elevada calificación crediticia (AAA). Así pues, el rendimiento de los bonos de estabilidad sería comparable a los rendimientos AAA de la deuda pública existentes en la zona del euro. Por tanto, aportaría a su vez beneficios en términos de estabilidad financiera de la zona del euro, de transmisión de la política monetaria y de la función internacional del euro, aunque estos beneficios serían menores que si se optara por el planteamiento más ambicioso de la sustitución completa de la emisión nacional por los bonos de estabilidad. Teniendo en cuenta que la fase de despliegue de la emisión de bonos de

²² Delpla y von Weizsäcker argumentan que, debido al elevado riesgo de impago, la deuda roja debería mantenerse en gran medida al margen del sistema bancario, quedando excluida de las operaciones de refinanciación del BCE y sujeta a estrictos requisitos de capital en el sistema bancario.

estabilidad hasta alcanzar el tope convenido se prolongaría con toda probabilidad varios años, en la fase inicial todos los Estados miembros podrían tener un acceso muy amplio a los mercados financieros a través de los bonos de estabilidad. Esta situación paliaría las posibles restricciones de liquidez de algunos Estados miembros, pero, en ese periodo, tendría las mismas implicaciones en términos de riesgo moral que las analizadas en la sección 2.1 respecto a la emisión exclusiva de bonos de estabilidad. Si se tiene en cuenta que esos Estados miembros se verían obligados a restablecer la emisión nacional al alcanzar el tope de los bonos de estabilidad, deberían ofrecer garantías de que, durante ese periodo, realizarán los ajustes presupuestarios y reformas estructurales necesarios para dar confianza a los inversores y, de este modo, mantener el acceso a los mercados tras el periodo inicial. Con todo, aumentarían los rendimientos de los bonos nacionales de nueva emisión, gracias a su rango subordinado. En última instancia, en el supuesto de que se hubiera alcanzado una proporción razonablemente elevada de emisión de bonos de estabilidad, el mercado probablemente tendría liquidez, pero en menor medida que si se emitieran exclusivamente bonos de estabilidad, puesto que los bonos nacionales residuales también tendrían una cierta cuota de mercado.

Por otro lado, los requisitos previos de la emisión de bonos de estabilidad serían algo menos estrictos de optarse por este planteamiento. La fijación de un tope para la emisión de bonos de estabilidad contribuiría a reducir el riesgo moral, ya que se mantendría cierto grado de disciplina de mercado gracias a la emisión nacional residual. Con todo, la relación entre riesgo moral, disciplina de mercado y riesgo de contagio a la hora de determinar cuál sería el tope adecuado para los bonos de estabilidad no es lineal. Un tope relativamente bajo (que implicaría una proporción elevada de emisión nacional residual) limitaría el riesgo moral, pero podría colocar a los Estados miembros con altos niveles de deuda en una situación de vulnerabilidad frente al riesgo de impago catastrófico de su emisión nacional. Tal impago catastrófico acarrearía un riesgo de contagio al conjunto de la zona del euro. Un tope relativamente alto (que implicaría una proporción reducida de emisión nacional residual) conllevaría una mayor probabilidad de riesgo moral pero seguiría dejando cierto margen al impago en un Estado miembro dado, con menos efectos catastróficos y menos riesgo de contagio al conjunto de la zona del euro. A fin de respaldar la emisión de bonos de estabilidad, seguiría necesitándose un marco robusto que preservara la disciplina presupuestaria y la competitividad económica a escala nacional, si bien la disciplina de mercado que aportaría el mantenimiento de la emisión nacional podría implicar una transferencia de soberanía menos drástica que si se optara por el planteamiento de la emisión exclusiva de bonos de estabilidad. Entretanto, la elección del tope determinaría también la probable calidad crediticia de los bonos de estabilidad. Un tope relativamente bajo respaldaría la calidad crediticia de los bonos de estabilidad al limitar la cantidad de deuda cubierta por las garantías mancomunadas y solidarias, más sólidas²³. Con casi total seguridad, la garantía mancomunada y solidaria sobre los bonos de estabilidad exigiría modificar el Tratado.

A su vez, el proceso de implantación con arreglo a este planteamiento podría organizarse de formas distintas, en función del ritmo de introducción. De optarse por una implantación acelerada, una proporción determinada de deuda pública en circulación en la

²³ La propuesta de Bruegel establece el tope en el 60 % del PIB, utilizando como referencia el criterio de Maastricht, pero se han formulado otras propuestas con topes incluso inferiores. De hecho, se ha alegado que un tope suficientemente bajo garantiza prácticamente un riesgo de impago nulo de los eurobonos. En relación con el coste de los riesgos de impago normalmente se asume que, en caso de impago, puede recuperarse el 40 % de la deuda. Aplicando esta consideración a la deuda soberana, un tope por debajo del valor de recuperación avalaría el servicio de la deuda emitida en el marco del modelo de emisión común bajo cualquier condición.

zona del euro sería sustituida por bonos de estabilidad en una fecha especificada previamente utilizando factores predeterminados. De este modo, se establecería con rapidez una masa crítica de bonos de estabilidad en circulación y un mercado lo suficientemente líquido con una curva completa de rendimientos de referencia. No obstante, esta opción podría implicar que, en su mayoría, los Estados miembros alcanzaran el tope en el momento del cambio y se vieran obligados a seguir acudiendo a los mercados de capitales con bonos nacionales. En las condiciones de mercado actuales, esto podría ser una desventaja para algunos Estados miembros. De optarse por una introducción más progresiva, toda (o casi toda) la emisión bruta nueva de los Estados miembros se haría en bonos de estabilidad hasta que se alcanzara el tope fijado. Durante varios años se emitirían solo (o casi exclusivamente) bonos de estabilidad, por lo que este planteamiento contribuiría a aliviar la presión de los mercados y daría tiempo a los Estados miembros vulnerables a que sus reformas surtieran efecto. No obstante, el periodo de transición plantea problemas específicos, ya que los países muy endeudados tienen normalmente refinanciaciones de mayor alcance y más frecuentes. Salvo que se acuerden otros mecanismos, la sustitución de sus títulos de deuda por bonos de estabilidad hasta alcanzar el tope será más rápida que el promedio, mientras que, en el caso de los países cuya deuda se sitúa por debajo del tope, llevará más tiempo. En consecuencia, el riesgo individual, que posiblemente estaría cubierto por una garantía mancomunada y solidaria, tendría un sesgo al alza en la fase de transición, mientras que, por otro lado, el efecto en términos de liquidez, que compensaría a los países con calificación AAA, seguiría siendo reducido. Posiblemente, este rasgo específico deba reflejarse en los mecanismos de gobernanza. Por ejemplo, una alternativa podría consistir en la fijación de toques anuales predeterminados que fueran ascendiendo progresivamente desde cero hasta el valor deseado a largo plazo.

Dada la necesidad de modificar el Tratado, la aplicación de este planteamiento exigiría un periodo de tiempo considerable, como en el caso del planteamiento nº 1, si bien el hecho de que se necesitaran menos cambios en la gobernanza económica y presupuestaria, debido a la menor dependencia con respecto a los mercados en términos de señales y disciplina, podría simplificar y acortar el proceso de aplicación.

Recuadro 3: Pacto de amortización de la deuda y bonos seguros

Como ejemplo específico del planteamiento de la emisión parcial de bonos de estabilidad, el consejo alemán de expertos económicos (*Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*) presentó en su informe anual 2011/2012²⁴ una propuesta de bonos seguros que forma parte de una estrategia más amplia para la reducción de la deuda en la zona del euro cuyo objetivo es restablecer el nivel del endeudamiento del sector público por debajo del límite del 60 % fijado en el Tratado de Maastricht.

Uno de los pilares de esta estrategia es el denominado fondo de amortización de la deuda. Este fondo mutualizaría la deuda pública que excediera del 60 % del PIB de cada Estado miembro de la zona del euro. Se basaría en la responsabilidad solidaria. Cada país participante, de acuerdo con una senda de saneamiento definida, estaría obligado a amortizar la deuda transferida durante un periodo de 20 a 25 años. La responsabilidad solidaria durante la fase de reembolso significa que se crearían bonos seguros. En la práctica, el fondo de amortización emitiría bonos seguros y los ingresos serían utilizados por los países participantes para cubrir sus necesidades de financiación corrientes, acordadas previamente,

²⁴ Publicado el 9 de noviembre de 2011, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, apartados 9-13 y 184-197.

para la amortización de los bonos en circulación y para nuevas emisiones de empréstitos. Así pues, la transferencia de deuda se produciría gradualmente durante un periodo aproximado de cinco años. Los Estados miembros con una deuda superior al 60 % del PIB no se verían, por tanto, obligados a buscar financiación en el mercado durante la fase inicial, siempre y cuando respetaran la senda acordada de reducción de la deuda. Tras la fase inicial, los niveles de deuda en circulación en la zona del euro comprenderían: i) deuda nacional, hasta un 60 % del PIB del país, y ii) deuda transferida al fondo de amortización equivalente a la deuda restante en el momento de la transferencia. Quedan flecos pendientes, por ejemplo en relación con el riesgo del fondo y con el impacto de la cobertura con garantías reales de los bonos del fondo sobre la prelación de hecho.

El pacto de amortización de la deuda del consejo de expertos combina la emisión común (temporal) con unas normas estrictas en materia de ajuste presupuestario. No constituye una propuesta de bonos de estabilidad en el sentido del presente Libro Verde, ya que la emisión común sería temporal y solo se utilizaría respecto a los Estados miembros con una deuda pública superior al 60 % del PIB. Más bien, propone introducir una herramienta de financiación temporal que daría tiempo, y respiro financiero, a todos los Estados miembros del euro para situar su deuda por debajo del 60 % del PIB. Una vez alcanzado este objetivo, el fondo y los bonos seguros se liquidarían de forma automática. Así pues, los bonos seguros son una herramienta de crisis en lugar de una vía de integración permanente de los mercados de los bonos públicos de la zona del euro. Pese a su carácter temporal, el pacto de rescate de la deuda podría contribuir a la resolución del problema actual de endeudamiento excesivo.

2.3. Planteamiento nº 3: Sustitución parcial de la emisión de bonos nacionales por la emisión de bonos de estabilidad con garantías mancomunadas pero no solidarias

Según este planteamiento, los bonos de estabilidad sustituirían solo en parte a los bonos nacionales y se respaldarían con garantías proporcionales de los Estados miembros de la zona del euro²⁵. Este planteamiento difiere del planteamiento nº 2 en que los Estados miembros mantendrían la responsabilidad sobre su respectiva cuota de emisión de bonos de estabilidad, así como sobre su emisión nacional. No obstante, los problemas en relación con el reparto entre los bonos de estabilidad y la emisión nacional, incluida la determinación del tope de emisión de los primeros, serían en gran medida los mismos.

Este planteamiento aportaría menos beneficios que la emisión común, pero también exigiría el cumplimiento de menos condiciones previas. Dada la garantía mancomunada pero no solidaria, se mitigaría el riesgo moral. Los Estados miembros no podrían emitir beneficiándose de la posible mayor calidad crediticia de otros Estados miembros. Además, el hecho de que se siguieran emitiendo bonos nacionales exponería a los Estados miembros al escrutinio y juicio del mercado, lo que sería un elemento disuasorio adicional, incluso en algunos casos poderoso, frente a un comportamiento presupuestario irresponsable. Si bien este planteamiento ofrecería una utilidad más limitada para impulsar la eficiencia y la estabilidad de los mercados financieros, su despliegue sería más fácil y rápido. Teniendo en cuenta que las garantías serían mancomunadas pero no solidarias, los Estados miembros con primas de riesgo elevadas se beneficiarían mucho menos de la solvencia crediticia de los Estados miembros con rendimientos más bajos que en los otros dos planteamientos, especialmente el primero. En este sentido, la posible contribución del planteamiento nº 3 a mitigar una crisis de la deuda soberana en la zona del euro y sus posibles implicaciones para el sector financiero sería mucho más limitada. Con todo, a diferencia de los otros dos planteamientos, podría contribuir a resolver la crisis actual de la deuda soberana gracias a que, probablemente, su implantación sería más rápida.

El aspecto esencial de este planteamiento sería la naturaleza de la garantía que respaldaría los bonos de estabilidad. En ausencia de una mejora crediticia, la calidad crediticia de unos bonos de estabilidad respaldados por garantías mancomunadas pero no solidarias sería, como máximo, la media (ponderada) de las calidades crediticias de los Estados miembros de la zona del euro. Incluso podría verse determinada por la calidad crediticia del Estado miembro peor calificado, salvo si los bonos tuvieran una prioridad reconocida sobre la emisión nacional de todos los Estados miembros (véase *infra*). Cabe presumir que esto reduciría el grado de aceptación del instrumento entre los inversores y los Estados miembros mejor calificados y socavaría las ventajas de los bonos de estabilidad, sobre todo su resistencia en momentos de tensión financiera.

A fin de elevar el grado de aceptación de los bonos de estabilidad en el marco de este planteamiento, podría mejorarse la calidad de las garantías subyacentes. Los Estados miembros podrían otorgar prioridad al servicio de la deuda de los bonos de estabilidad. Además, podrían facilitar garantías reales, tales como efectivo, reservas de oro que en la mayoría de los países de la Unión rebasan con creces sus necesidades, así como dedicar ingresos fiscales específicos al servicio de los bonos de estabilidad. En mayor medida que el

²⁵ Este planteamiento fue considerado en el informe del Grupo Giovanni (2000), aunque sobre la base de la emisión descentralizada, y fue propuesto más recientemente por De Grauwe y Moesen (2009), Monti (2010) y Juncker y Tremonti (2010).

planteamiento nº 2, donde la parte común está respaldada por garantías mancomunadas y solidarias, la viabilidad de esta opción depende de la mayor prelación del emisor común y del establecimiento de un límite prudente para dicha emisión común. De ahí se deriva la necesidad de analizar de manera detallada las implicaciones de esta opción para los bonos actualmente en circulación, respecto a los cuales pueden existir cláusulas de obligación negativa, y de buscar soluciones adecuadas.

Mientras que, en condiciones normales, el coste total de la deuda de un país se mantendría o bajaría, el coste marginal de la deuda subiría. Esta subida debería ayudar a contener el riesgo moral y a impulsar la disciplina presupuestaria, incluso en ausencia de cualquier forma específica de gobernanza o supervisión presupuestaria reforzadas. De este modo, los bonos de estabilidad proporcionarían un enlace y fortalecerían la efectividad del paquete de gobernanza recién adoptado si los importes por financiar mediante la emisión común se determinaran en estrecha relación con los objetivos presupuestarios establecidos en los programas de estabilidad y crearan incentivos sólidos para reducir con rapidez los niveles globales de la deuda²⁶. Además, se eliminaría la necesidad de modificar el Tratado a este respecto. No obstante, es muy probable que el mantenimiento de la calidad crediticia de los bonos de estabilidad exigiera legislación derivada para establecer la mayor prelación de los bonos de estabilidad.

Las alternativas respecto al tratamiento de los bonos heredados, así como sus respectivas ventajas e inconvenientes, serían similares a las descritas en el análisis del segundo planteamiento.

Este planteamiento podría aplicarse con relativa rapidez. No exigiría modificaciones del Tratado de la UE, y la legislación derivada podría servir para reforzar el principio de prelación. Además, la sustitución de los bonos nacionales por los bonos de estabilidad sería solo parcial.

2.3.1. Combinación de los tres planteamientos

Teniendo en cuenta que el alcance, los objetivos y el periodo de tiempo necesario para su aplicación son distintos en los tres planteamientos, otra posibilidad sería combinarlos. El primer planteamiento puede considerarse el más ambicioso; aportaría los mejores resultados en términos de integración del mercado y fortalecimiento de la estabilidad, pero podría requerir un periodo de tiempo considerable para su aplicación. Inversamente, el tercer planteamiento, diferente en su alcance y en la estructura de garantía, parece ofrecer más facilidad para un despliegue más rápido. Así pues, se observa un cierto conflicto entre el nivel de ambición y el alcance de los bonos de estabilidad, por un lado, y la posible rapidez de aplicación, por otro. Para resolverlo, podrían combinarse las distintas opciones como etapas sucesivas de un proceso de aplicación gradual: una introducción relativamente rápida basada en un planteamiento parcial y en una estructura de garantías mancomunadas, combinada con una hoja de ruta hacia un mayor desarrollo de este instrumento y la correspondiente

²⁶ En términos similares, aunque probablemente con la exigencia de modificar el Tratado, Bini-Smaghi propuso un eurobono con garantías proporcionales, pero transfiriendo el derecho a emitir deuda desde los Estados miembros hacia una agencia supranacional. La deuda podría emitirse hasta los niveles acordados por el Consejo en el contexto de la aprobación anual de los programas de estabilidad, lo que imposibilitaría la emisión de deuda para cubrir gastos por encima del límite de deuda fijado cada año. Por esta vía se crearía un «freno del endeudamiento» que forzaría al país en cuestión a tomar rápidamente una decisión cuando su deuda se aproximara demasiado al límite acordado.

gobernanza reforzada. Esta hoja de ruta política inicial podría contribuir a garantizar la aceptación de los bonos de estabilidad en el mercado desde el principio.

2.3.2. *Repercusiones en los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro y en terceros países*

La participación en los bonos de estabilidad se plantea habitualmente respecto a los Estados miembros de la zona del euro²⁷. Esto se debe al lógico deseo de los Estados miembros de emitir deuda y de sostener los mercados en su propia moneda, así como al hecho de que los eurobonos podrían inscribirse en un contexto de mayor integración económica y política. Con todo, esos Estados miembros se verían afectados por la introducción de los bonos de estabilidad junto con un marco reforzado de gobernanza económica. La estabilidad financiera en la zona del euro, impulsada por los bonos de estabilidad, también estabilizaría de manera directa y sustancial los mercados y entidades financieras de esos países. Lo mismo sería aplicable a cualquier tercer país en la medida de sus vínculos económicos y financieros con la zona del euro. Por otro lado, la creación mediante los bonos de estabilidad de un mercado muy extenso y sólido de activos seguros podría dinamizar la competencia entre mercados financieros, en interés de los inversores.

Cuadro 1: Resumen de las tres opciones principales

	(Opción 1)	(Opción 2)	(Opción 3)
<i>Características principales</i>			
– Grado de sustitución de la emisión nacional por los bonos de estabilidad	Plena	Parcial	Parcial
– Estructura de garantía	Mancomunada y solidaria	Mancomunada y solidaria	Mancomunada (no solidaria) con refuerzos
<i>Efectos principales</i>			
– Sobre los costes medios de financiación 1/ para los bonos de estabilidad en conjunto 2/ efectos transfronterizos	1/ Efecto medio positivo derivado del gran volumen de liquidez, contrarrestado por un elevado riesgo moral. 2/ Mercado desplazamiento de las ventajas, de los países mejor calificados a los peor calificados.	1/ Efecto medio positivo derivado de un volumen medio de liquidez y un riesgo moral limitado. 2/ Desplazamiento más limitado de las ventajas, de los países mejor calificados a los peor calificados. Cierta presión del mercado sobre los EM con deuda elevada y calificación crediticia de alto riesgo.	1/ Efecto medio positivo, menor efecto en términos de liquidez y políticas más equilibradas gracias a una mayor disciplina de mercado. 2/ Ningún efecto transfronterizo. Mayor presión del mercado sobre los EM con deuda elevada y calificación crediticia de alto riesgo.

²⁷ Aun cuando en el planteamiento nº 3 la participación de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro parece concebible.

– Sobre el posible riesgo moral (sin gobernanza reforzada)	Elevado	Medio pero sólidos incentivos del mercado con miras a la disciplina presupuestaria.	Reducido, sólidos incentivos del mercado con miras a la disciplina presupuestaria.
– Sobre la integración financiera de Europa	Elevado	Medio	Medio
– sobre el atractivo de los mercados financieros de la UE en el mundo		Medio	Medio
– Sobre la estabilidad de los mercados financieros		Elevado, pero con algunos problemas en caso de niveles insostenibles de emisión nacional	Reducido, pero podría ayudar a resolver la crisis actual gracias a su rápida aplicación.
Consideraciones jurídicas	Probable modificación del Tratado	Probable modificación del Tratado	No requeriría modificaciones del Tratado. La legislación derivada podría ser útil.
Plazo mínimo necesario para su aplicación	Largo	Medio a largo	Corto

3. MARCO PRESUPUESTARIO DE LOS BONOS DE ESTABILIDAD

3.1. Contexto

El marco de supervisión presupuestaria ya se ha fortalecido con la reciente reforma del PEC, que incorpora nuevos mecanismos coercitivos. Además, está previsto que se refuerce aún más a corto plazo, especialmente en los Estados miembros de la zona del euro sujetos a PDE o que soliciten o reciban ayuda financiera, en consonancia con las recientes conclusiones de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro y con la propuesta de la Comisión de dos nuevos reglamentos basados en el artículo 136:

- La propuesta de Reglamento sobre normas comunes para la supervisión y evaluación previa de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los Estados miembros de la zona del euro, que persigue el triple objetivo de: a) complementar el Semestre Europeo con un calendario presupuestario común para sincronizar mejor las etapas clave de la preparación de los presupuestos nacionales; b) complementar el sistema de supervisión multilateral de las políticas presupuestarias (componente preventivo del PEC) con requisitos de vigilancia adicionales para garantizar la plena integración de las recomendaciones políticas de la UE en materia presupuestaria en la preparación de los presupuestos nacionales, y c) complementar el procedimiento de corrección del déficit excesivo de los Estados miembros (componente corrector del PEC) mediante una vigilancia más estrecha de las políticas presupuestarias de aquellos que estén sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, a fin de asegurar una corrección de los déficit excesivos duradera en el tiempo.
- La propuesta de Reglamento sobre la supervisión reforzada, en virtud de la cual un Estado miembro de la zona del euro quedará sujeto a supervisión reforzada cuando sufra o tenga riesgo de sufrir una grave perturbación financiera, a fin de garantizar el rápido restablecimiento de la normalidad y de proteger a los demás Estados miembros de la zona del euro de todo posible efecto indirecto negativo.

Estos dos nuevos Reglamentos, junto con los profundos cambios que se derivan de la reforma del PEC, constituyen una base sólida para reforzar la coordinación de las políticas presupuestarias de los Estados miembros de la zona del euro.

Con todo, los bonos de estabilidad pueden generar un riesgo moral y exigen un refuerzo adicional del marco presupuestario, dependiendo de la opción seleccionada. Cabe determinar tres dimensiones de un marco reforzado:

- Más allá de las propuestas recientes, estaría justificado reforzar la supervisión e intervención en el diseño y la aplicación de las políticas presupuestarias nacionales, lo que aseguraría plenamente el servicio de los bonos de estabilidad.
- Al mismo tiempo, la mera existencia de los bonos de estabilidad podría alterar radicalmente los procesos presupuestarios, sobre todo a través de los mecanismos de asignación, y ofrecer una herramienta para la ejecución efectiva de un marco aplicable a las políticas presupuestarias basado en reglas.

- Podrían exigirse condiciones presupuestarias para la incorporación al sistema de los bonos de estabilidad, lo que tendría el efecto de reforzar la credibilidad de los dos planes de ajuste actuales, y ello a velocidad de crucero.

3.2. Más supervisión e intervención en las políticas presupuestarias nacionales

Las reformas del marco de supervisión recientes y previstas sientan una base sólida para la limitación de estos riesgos, pero no son suficientes. El reforzamiento del marco podría aplicarse a la supervisión de la UE y a los marcos presupuestarios nacionales.

En consonancia con los cambios que están en proceso de debate, el reforzamiento implicaría un examen más detallado de los proyectos de presupuesto, no solo de los países con dificultades presupuestarias, sino de todos los Estados miembros participantes. La aprobación de los presupuestos por parte de la UE podría resultar necesaria para los Estados miembros participantes en determinadas circunstancias, tales como un elevado endeudamiento o altos niveles de déficit. Además, se requeriría un marco de supervisión de la ejecución presupuestaria mucho más estricto, que podría incluir la presentación periódica de información en «citas» presupuestarias comunes, el desarrollo de mecanismos de alerta basados en marcadores presupuestarios y la posibilidad real de corregir desviaciones durante la ejecución del presupuesto, por ejemplo mediante la planificación explícita de reservas presupuestarias *ex ante* y la supeditación de la entrada en vigor de medidas nuevas costosas a la correcta ejecución presupuestaria.

En un plazo relativamente breve se reforzarán los marcos presupuestarios nacionales, gracias a la entrada en vigor de la Directiva sobre los marcos presupuestarios (que, de hecho, podría acelerarse). Por otro lado, están en curso los debates para tomar medidas más ambiciosas, entre las que figuran la introducción de normas que trasladen el marco del PEC a la legislación nacional, preferentemente a nivel constitucional, y de mecanismos coercitivos adecuados. Otras posibles vías para reforzar los marcos nacionales serían adoptar marcos vinculantes a medio plazo, designar organismos independientes que evalúen las hipótesis subyacentes de los presupuestos nacionales e implantar mecanismos de coordinación efectivos entre diferentes niveles de la Administración Pública. A este último respecto, la mutualización de la deuda a escala europea podría ser una razón adicional para aproximar la gestión de la deuda de los distintos subsectores de la Administración Pública.

Los marcos nacionales están llamados también a desempeñar un papel importante en el respaldo a la supervisión de la Unión. Por ejemplo, la fijación de calendarios comunes para la preparación de los presupuestos facilitaría la supervisión de la UE (y, de hecho, podría resultar necesaria para organizar en la práctica la asignación de los bonos de estabilidad). Igualmente, la correcta vigilancia de la ejecución presupuestaria a escala de la UE dependerá de la existencia de mecanismos nacionales sólidos, lo que podría requerir la adopción de normas comunes de control y divulgación.

Debería implantarse un sistema que garantizara de manera creíble el pleno servicio de la deuda de todos los Estados miembros que se beneficiaran de la emisión de bonos de estabilidad. Esto implica que el servicio de los bonos de estabilidad o, más en concreto, el pago de intereses sobre la emisión común, no debería ponerse en entredicho en ninguna circunstancia. Una de las opciones disponibles a tal fin sería conceder un amplio poder de intervención a nivel de la UE en caso de dificultades financieras graves, lo que incluiría la posibilidad de someter al Estado miembro incumplidor a algún tipo de «administración». Otra opción, ya mencionada en la sección anterior y que probablemente interferiría menos en la

soberanía nacional, consistiría en introducir una cláusula aplicable a los países participantes sobre la prioridad del servicio de la deuda en el sistema de los bonos de estabilidad sobre cualquier otro gasto de los presupuestos nacionales. Esas normas deberían tener una eficacia jurídica plena, presumiblemente a nivel constitucional. Además, y en consonancia con lo anterior, las obligaciones para con el sistema de los bonos de estabilidad deberían tener mayor prelación sobre las posibles emisiones nacionales nuevas (restantes).

3.3. Los bonos de estabilidad como elemento de un marco presupuestario mejorado

Si bien los bonos de estabilidad pueden generar riesgo moral, pueden también cambiar de raíz las condiciones en que se formulan y aplican las políticas presupuestarias. Esto se debe, fundamentalmente, a que las orientaciones europeas sobre las políticas presupuestarias nacionales quedarían plasmadas en cifras tangibles por el mero proceso de fijar las asignaciones de préstamos a los Estados miembros participantes. De hecho, fuera cual fuera la opción elegida, el funcionamiento de los bonos de estabilidad exigiría la fijación previa de topes a la emisión nacional de deuda, los cuales, a su vez, restringirían los presupuestos nacionales, o por lo menos incidirían en ellos, especialmente si se optara por los planteamientos de mayor alcance (por ejemplo, el primero), con arreglo a los cuales los bonos de estabilidad cubrirían, en principio, todas o casi todas las necesidades nuevas de financiación de los países participantes. Desde esta perspectiva, puede considerarse que los bonos de estabilidad no solo son una fuente potencial de riesgo moral, sino también un motor para una mejor coordinación de las políticas presupuestarias mediante la ejecución efectiva de un marco basado en reglas.

Si los bonos de estabilidad proporcionaran toda o casi toda la financiación pública (planteamiento nº 1), un conjunto de principios unívocos debería guiar las asignaciones correspondientes.

- (1) *Las asignaciones máximas deberían basarse en normas presupuestarias suficientemente sólidas*, contando con el marco del PEC como base natural. En este contexto, las normas proporcionarían incentivos poderosos para adoptar un comportamiento presupuestario responsable.
- (2) *Las orientaciones deberían abordar el grado de flexibilidad necesario* para resolver acontecimientos inesperados y minimizar el riesgo de políticas procíclicas. Una de las cuestiones esenciales sería determinar si la flexibilidad presupuestaria para responder a situaciones de crisis, bien de un país determinado, bien de la zona del euro, se traduciría en la emisión adicional de bonos de estabilidad o debería confiarse a la emisión nacional (dentro de las posibilidades reales). Cuanta más flexibilidad se permita dentro del sistema, mayor será la necesidad de contar con mecanismos restrictivos (tales como cuentas de control), a fin de garantizar que la flexibilidad se mantenga dentro de los límites acordados y evitar una «espiral de deuda».
- (3) *Probablemente, las normas deberían incorporar también cierta forma de «respuesta gradual» frente a una evolución presupuestaria insostenible.* Esta gradación podría adoptar la forma de una supervisión reforzada o de una intervención en las políticas presupuestarias nacionales, como se ha señalado anteriormente.

Además, podrían incorporarse al sistema incentivos financieros con miras al desarrollo de políticas presupuestarias equilibradas. Mientras que los rendimientos de los bonos de estabilidad se basarían en el mercado, los costes de financiación podrían diferir de un Estado

miembro a otro, en función de sus posiciones o políticas presupuestarias o de la solvencia crediticia en el mercado, tal como reflejarían las primas de riesgo de las emisiones nacionales respecto a las emisiones comunes. Esto estimularía la aplicación de políticas presupuestarias sostenibles dentro del sistema, a semejanza de la disciplina de mercado aunque de manera menos drástica y más coherente que en el caso de los mercados. Tal incentivo, que sería automático si se optara por las garantías mancomunadas, podría complementarse con tipos «punitivos» en caso de desviaciones respecto a los planes.

3.4. Requisitos presupuestarios para la incorporación al sistema

Para hacer realidad la idea de los bonos de estabilidad como instrumentos que aportarían estabilidad, podrían aplicarse requisitos presupuestarios y macroeconómicos a los Estados miembros para su ingreso y permanencia en el sistema. Por ejemplo, se podría denegar el acceso a los bonos de estabilidad a los Estados miembros que no hubieran respetado sus compromisos del PEC o del marco presupuestario reforzado. Como alternativa, a los Estados miembros que incumplieran sus objetivos presupuestarios podría exigírseles la aportación de garantías (adicionales) para una nueva emisión de bonos de estabilidad o podría aplicárseles un interés extra. El acceso podría también limitarse en función del grado de incumplimiento; por ejemplo, cada punto porcentual del PIB de desviación del presupuesto de las Administraciones Públicas podría reducir, en un número determinado de puntos porcentuales del PIB, el derecho a emitir bonos de estabilidad.

Cabe esperar algunas ventajas de este planteamiento:

- En primer lugar, en la medida en que deseen adherirse al sistema de los bonos de estabilidad, los Estados miembros tendrían incentivos adicionales para aplicar íntegramente los esfuerzos de saneamiento y reforma que ya han iniciado, a semejanza de los esfuerzos de convergencia que realizaron para adaptarse al euro.
- En segundo lugar, los mercados financieros y la sociedad en general considerarían más creíbles los planes de saneamiento ante la perspectiva de los bonos de estabilidad. En efecto, la perspectiva de ingresar en el sistema de los bonos de estabilidad podría incrementar la confianza en un plazo relativamente corto. A su vez, el restablecimiento de la confianza facilitaría los ajustes presupuestarios en algunos países.
- Por último, unos requisitos presupuestarios estrictos de ingreso y permanencia en el sistema de los bonos de estabilidad contribuiría a reducir los coeficientes de deuda y las necesidades de financiación de los países *ex ante*. De esta manera podrían reducirse las primas de riesgo y los rendimientos de los bonos de estabilidad.

Un enfoque de este tipo implicaría que los Estados miembros necesitarían mantener posibilidades de financiación residuales en caso de no cumplir esos requisitos, por lo que los bonos de estabilidad no sustituirían necesariamente la totalidad de la emisión de bonos en los Estados miembros de la zona del euro. Por otro lado, sería preciso designar una institución u organismo responsable de vigilar el cumplimiento de los criterios de ingreso (por ejemplo, la agencia nacional de gestión de la deuda, aunque no necesariamente).

4. CUESTIONES RELACIONADAS CON LA APLICACIÓN

4.1.1. Estructura de organización

Sería preciso decidir algunas cuestiones técnicas respecto a la organización de la emisión de bonos de estabilidad. Lo más importante sería determinar la estructura institucional de las operaciones de financiación, es decir, si se establecería una agencia de gestión de la deuda centralizada o si las funciones básicas las ejercerían los Tesoros nacionales y las agencias nacionales de gestión de la deuda. Si se optara por la gestión descentralizada, la emisión debería llevarse a cabo en condiciones y con procedimientos uniformes, lo que exigiría un elevado grado de coordinación. Aunque el planteamiento centralizado evitaría la necesidad de coordinar la emisión de bonos, seguiría requiriendo la transmisión de información detallada y fiable sobre las necesidades de financiación de los Estados miembros, a fin de poder planificar las emisiones. En cuanto al diseño de una agencia central de emisión, varias opciones son posibles: a) la Comisión Europea podría servir de agencia de gestión de la deuda, opción que facilitaría la rápida introducción de los bonos de estabilidad y permitiría que el instrumento se utilizara para gestionar la crisis actual; b) el FEEF/MEE podría transformarse en una agencia de gestión de la deuda propiamente dicha; o c) se podría crear una agencia de gestión de la deuda a nivel de la UE²⁸, lo que exigiría cierto tiempo para ponerla en funcionamiento. El coste administrativo exacto de la introducción de los bonos de estabilidad no puede calcularse sin que se definan previamente todos los demás pormenores. Su magnitud también incidiría en los presupuestos de los Estados miembros.

Otro aspecto técnico importante sería cómo prestaría una agencia centralizada de gestión de la deuda los fondos recaudados a los Estados miembros. En principio, habría dos opciones, que podrían combinarse: a) en forma de préstamos directos; el Estado miembro recibiría los fondos mediante un contrato de préstamo; y b) la compra directa en el mercado primario de todos los bonos públicos de los Estados miembros, o del volumen acordado, por parte de la agencia. La segunda opción permitiría a la agencia comprar asimismo, en la medida de lo necesario, la deuda pública en circulación en el mercado secundario.

También debería organizarse el reembolso de los bonos. La forma más directa de hacerlo sería a través de transferencias de las autoridades nacionales a la agencia de emisión, que organizaría el reembolso a los titulares de los bonos. A fin de velar por que los participantes en el mercado tengan la seguridad de que el servicio de la deuda quedará siempre garantizado y de que no se producirán retrasos en los pagos, debería dotarse a la agencia de un flujo de ingresos estable y previsible. Si bien los Estados miembros necesitarían garantizar las obligaciones de este organismo, debe verificarse si esto sería suficiente o si podría resultar necesario aportar garantías adicionales o efectivo como margen de seguridad. Las actuales entidades nacionales de gestión de la deuda forman parte de las instituciones presupuestarias nacionales y cuentan con el respaldo de la autoridad pública para recaudar impuestos. En el caso de una agencia de carácter supranacional no habría tal vínculo directo con los ingresos fiscales, lo que podría reducir el grado de aceptación de los instrumentos de deuda por parte del mercado.

Incluso con los bonos de estabilidad, seguiría siendo necesario gestionar la liquidez de los Estados miembros. En la práctica, podría resultar prácticamente imposible diseñar la

²⁸ En una etapa transitoria podría haber una agencia de la Comisión con personal de esta y personal temporal de las agencias nacionales de gestión de la deuda, que, en caso necesario, se convertiría después en una agencia de gestión de la deuda.

emisión de los bonos de manera que hubiera una concordancia perfecta con los flujos de pagos de los Estados miembros. Por tanto, se requeriría completar la emisión de los bonos de estabilidad con un sistema de gestión diaria de liquidez, lo que podría confiarse a las autoridades nacionales. Una posibilidad consistiría en que la emisión de bonos de estabilidad se centrara en las necesidades de financiación a medio plazo y las autoridades nacionales gestionaran sus perfiles de pago mediante depósitos y préstamos o letras del Tesoro a corto plazo. Con independencia de la estructura de organización, deberían diseñarse procedimientos para coordinar los planes de financiación de cada Estado miembro con vistas al desarrollo de emisiones de referencia y al establecimiento de una curva completa de rendimientos de referencia.

4.1.2. Relación con el MEE

El establecimiento de una agencia para la emisión común de bonos de estabilidad por parte de los Estados miembros de la zona del euro podría exigir una aclaración del reparto de funciones con el Mecanismo Europeo de Estabilidad. En principio, cabe considerar dos opciones principales. El MEE podría considerarse básicamente redundante, ya que la emisión común, acompañada de las normas reforzadas de supervisión presupuestaria, podría asumir la función de organizar la financiación ordinaria de las Administraciones Públicas de los Estados miembros, así como la financiación adicional excepcional en caso de dificultades graves de un Estado miembro. No obstante, la combinación de las funciones de gestión de la deuda y de financiación de emergencia podría no ser la mejor opción y podría acarrear una confusión de papeles y un debilitamiento de los incentivos y de la gobernanza, así como la creación de una institución única de financiación extremadamente compleja. Por tanto, el MEE podría mantenerse como emisor de deuda separado a los efectos de organizar y satisfacer necesidades de financiación excepcionales.

La opción de la interacción con el MEE dependería también del planteamiento seleccionado respecto a los bonos de estabilidad. El MEE podría considerarse relativamente redundante si se optara por el primer planteamiento. De acuerdo con este planteamiento, que propone la cobertura casi completa de las necesidades de financiación de los Estados miembros, podrían cubrirse también necesidades de financiación adicional excepcionales. La situación parece mucho menos clara en el caso de los otros dos planteamientos, según los cuales los Estados miembros seguirían emitiendo bonos nacionales en paralelo a la emisión común de bonos de estabilidad. Cabría incluso prever la utilización del marco del MEE al iniciarse la andadura hacia los bonos de estabilidad. Teniendo en cuenta que el MEE se basaría en garantías mancomunadas de los Estados miembros, la introducción progresiva de los bonos de estabilidad sobre la base de garantías mancomunadas (pero no solidarias) —es decir, el tercer planteamiento— podría acompañarse de la asignación al MEE de funciones de financiación y emisión más allá de su función actual de prestar ayuda financiera excepcional. En principio, en una fase posterior cabría aplicar al MEE las garantías mancomunadas y solidarias.

4.1.3. Régimen jurídico aplicable a la emisión

Debe también considerarse cuál sería el régimen jurídico adecuado de la emisión de los bonos de estabilidad. La emisión de bonos públicos se rige en la actualidad por la legislación nacional. La emisión de bonos internacionales se rige por la legislación británica; si se dirige al mercado estadounidense, suele aplicarse la legislación de Nueva York. No existe una normativa equivalente de la UE con arreglo a la cual podrían emitirse los bonos de estabilidad. Aunque es práctica común remitirse a la legislación de otros países cuando se

trata de la emisión de bonos internacionales, sería problemático que toda la deuda pública estuviera regulada por la legislación británica o estadounidense, ya que el enfoque de la jurisprudencia anglosajona difiere del sistema legal de muchos Estados miembros. Además, sería necesario acordar cuáles serían los órganos jurisdiccionales competentes.

4.1.4. *Documentación y convenciones del mercado*

Sería necesario adoptar una decisión sobre opciones de financiación, características de los títulos y convenciones del mercado. Para un emisor establecido, las subastas serán la opción preferida. Por su parte, la sindicación ofrece la ventaja de que el sector financiero participa en la comercialización de los instrumentos y de que el precio de los títulos es más previsible. Además, mediante la sindicación se colocan habitualmente volúmenes mayores, ya que esta fórmula incluye también a inversores minoristas. Por otro lado, deberían determinarse algunas características de los títulos y convenciones del mercado. Las más importantes se abordan en el anexo 4.

4.1.5. *Cuestiones contables*

Otro aspecto que debe aclararse es el tratamiento de los bonos de estabilidad con arreglo a las normas contables nacionales. En concreto, debe analizarse cómo se verían afectados los ratios deuda/PIB nacionales por los bonos de estabilidad en función de las distintas estructuras de garantía. Deberá abordarse también la naturaleza de toda entidad de emisión nueva, aspecto que reviste gran importancia.

5. CONCLUSIONES Y LÍNEAS DE ACTUACIÓN PARA EL FUTURO

La emisión común de bonos de estabilidad por parte de los Estados miembros de la zona del euro presenta importantes ventajas potenciales. Entre ellas cabe citar la profundización del mercado interior y la mayor eficiencia de los mercados de capitales, el aumento de la estabilidad y de la resistencia del sector financiero y de la financiación pública ante situaciones de crisis, el mayor atractivo de los mercados financieros de la zona del euro y del euro a escala mundial y la reducción del impacto del excesivo pesimismo del mercado sobre los costes de la deuda soberana.

Con todo, la introducción de los bonos de estabilidad lleva aparejados importantes desafíos, que deben abordarse con decisión para poder hacer plena realidad las ventajas esperadas y para evitar los efectos perjudiciales. En concreto, sería necesario contar con un marco lo suficientemente robusto de disciplina presupuestaria y competitividad económica a escala nacional y con un control más intervencionista de las políticas presupuestarias nacionales por parte de la UE, sobre todo si se opta por las garantías mancomunadas y solidarias, a fin de limitar el riesgo moral entre los Estados miembros de la zona del euro, respaldar la calidad crediticia de los bonos de estabilidad y garantizar la seguridad jurídica.

Las múltiples opciones para la emisión común de bonos de estabilidad pueden clasificarse en tres planteamientos generales: la sustitución completa de la emisión nacional por la emisión común de bonos de estabilidad con garantías mancomunadas y solidarias, la sustitución parcial de la emisión nacional por la emisión de bonos de estabilidad con garantías similares, y la sustitución parcial de la emisión nacional por la emisión de bonos de estabilidad con garantías mancomunadas. Los tres planteamientos implican compromisos distintos entre los beneficios esperados y las condiciones previas que deben cumplirse.

En concreto, dadas las diferencias en cuanto a las modificaciones necesarias del Tratado (TFUE), las distintas opciones requerirían plazos distintos para su aplicación. El primer planteamiento, el más ambicioso, parece requerir modificaciones del Tratado y preparativos administrativos de mayor calado, tanto por la introducción de los bonos comunes como por el reforzamiento paralelo de la gobernanza económica. El segundo también exigiría un considerable periodo preparatorio. En cambio, el tercero parecería factible sin cambios sustanciales del Tratado y, por tanto, su aplicación sería más rápida.

Las sugerencias y conclusiones esbozadas en el presente documento se inscriben en un contexto meramente exploratorio, y la lista de cuestiones que deben considerarse no es necesariamente exhaustiva. Además, muchos de los beneficios y problemas potenciales se presentan en términos cualitativos. Una cuantificación detallada de los distintos aspectos analizados sería difícil, por naturaleza, o requeriría análisis y contribuciones adicionales de diferentes fuentes. Además, en muchos casos se exponen pero no se resuelven los problemas que deberán abordarse o las decisiones que deberán tomarse.

A fin de avanzar en este terreno, es imprescindible proseguir el trabajo analítico y el proceso de consulta. Varios de los conceptos esenciales, los posibles objetivos y beneficios, los requisitos y los desafíos en materia de aplicación, merecen una consideración y un análisis más detallados. A este respecto, son esenciales las opiniones de las principales partes interesadas. Concretamente, deberá consultarse de manera adecuada a los Estados miembros, los operadores de los mercados financieros, las asociaciones del sector financiero, los círculos académicos, dentro y fuera de la UE, así como al público en general. Los resultados de esta consulta deberían reflejarse en el posterior seguimiento de la posible implantación de los bonos de estabilidad.

En consecuencia, la Comisión ha decidido poner en marcha un amplio proceso de consulta²⁹ sobre el presente Libro Verde, que se cerrará el [8 de enero de 2012]³⁰. La Comisión recabará las opiniones de todas las partes interesadas pertinentes mencionadas y pedirá el asesoramiento de otras instituciones. Sobre la base de esas aportaciones, la Comisión presentará sus puntos de vista sobre las líneas de actuación para el futuro a más tardar [a mediados de febrero de 2012].

²⁹ Las aportaciones pueden remitirse por todos los medios habituales a un buzón específico: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu; (sitio web: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ En aras del oportuno seguimiento, la desviación respecto al periodo normal de consulta, de ocho semanas, está justificado por el hecho de que el concepto de bonos de estabilidad/eurobonos ya se ha debatido ampliamente durante un periodo de tiempo considerable.

Anexo 1: Datos básicos sobre los mercados de deuda pública

Estado miembro	Deuda de las AA PP			Deuda de la administración central	Rendimiento de las obligaciones del Estado	Diferencial de las permutas de riesgo de crédito	Calificación crediticia
	Miles de millones EUR, fin de 2010	% del PIB, fin de 2010	% de la zona del euro, fin de 2010				
Bélgica	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Alemania	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Estonia	1,0	6,7	0,0	3,3	-	-	AA-
Grecia	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	-	CC
España	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Francia	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Irlanda	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Italia	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Chipre	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	-	BBB-
Luxemburgo	7,7	19,1	0,1	17,4	-	-	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	-	-	A
Países Bajos	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Austria	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portugal	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Eslovenia	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Eslovaquia	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Finlandia	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Zona del euro	7822,4	85,4	100	71,6	-	-	-
<i>Para información: EE UU</i>	10258	94,4			2,08	47,5	AA+

Fuente: Eurostat, FMI, S&P, Bloomberg

Anexo 2: Breve reseña de la literatura referente a los bonos de estabilidad

Hay muchas publicaciones de miembros de la esfera académica, analistas financieros y responsables políticos sobre la idea de los eurobonos (bonos de estabilidad). En el presente anexo se resumen las contribuciones publicadas hasta la fecha, agrupándolas en función de las características fundamentales de las propuestas.

- *Calidad crediticia y estructura de la garantía:* La mayoría de los autores subrayan la importancia de la condición de valor seguro que los eurobonos deberían tener y que se reflejaría en la calificación. La estructura de la garantía y/o la consideración preferente serían los principales factores a la hora de asegurar la máxima calidad crediticia. La literatura al respecto destaca dos tipos básicos de garantía que los eurobonos llevarían implícita: i) mancomunada y solidaria (Jones, Delpla y Von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero y Missale, J.P. Morgan), con arreglo a la cual cada país garantiza anualmente la totalidad de la emisión de eurobonos; y ii) proporcional (Juncker y Tremonti, De Grauwe y Moesen, BBVA), con arreglo a la cual un determinado país garantiza únicamente un porcentaje fijo de la emisión. Favero y Missale señalan que un eurobono respaldado por una garantía mancomunada y solidaria podría reducir el riesgo de propagación y contagio de la crisis. Por otra parte, los autores que defienden la garantía proporcional argumentan que reduce el riesgo moral. Capaldi combina la garantía proporcional con mejoras crediticias (colchón de efectivo, sobregarantía, capital, etc.), a fin de asegurar la calificación crediticia más elevada. Delpla y Weizsäcker, Barclays Capital y Dübel proponen garantizar la calidad crediticia de los eurobonos otorgándoles mayor prelación que a los bonos y obligaciones nacionales, de tal modo que, según aducen, aun en el caso extremo de impago de un emisor soberano, el valor de recuperación sería suficientemente elevado para asegurar plenamente el servicio de los bonos preferentes. Dübel presenta un planteamiento ligeramente diferente consistente en el aseguramiento parcial de los bonos (preferentes) soberanos por el MEE.
- *Riesgo moral:* El principal argumento esgrimido en contra de los bonos de estabilidad y el aspecto más comentado en todas las propuestas (en particular por Issing) es el riesgo moral derivado de la menor incentivación de la disciplina presupuestaria. Algunos autores proponen limitar el volumen de eurobonos emitidos en nombre de los Estados miembros, a menudo en consonancia con el tope de deuda del 60 % según se define en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Toda necesidad adicional de financiación debería cubrirse mediante bonos y obligaciones nacionales. Delpla y Von Weizsäcker estudian esta idea en el marco del concepto de bonos azules, sugiriendo dividir la emisión en bonos azules, esto es, bonos extremadamente líquidos y seguros (garantizados mancomunada y solidariamente por los países participantes) y de máxima preferencia, y bonos rojos, de menor prelación y de carácter estrictamente nacional. El precio de los bonos rojos alentaría a los gobiernos a mantener el presupuesto bajo control. En una línea similar, Jones y Barclays Capital proponen límites, aplicables tanto a la deuda como a los déficits, que harían posible una disminución gradual de los ratios deuda/PIB. Además de limitar la emisión de eurobonos, Favero y Missale proponen solventar el riesgo moral a través de un sistema de compensación basado en la indexación de los intereses pagados por cada Estado miembro (en función de su prima de riesgo de crédito o de parámetros presupuestarios). Boonstra, De Grauwe y Moesen, BBVA y Natixis proponen diversos tipos de sistemas de gratificación y penalización, dependiendo, por ejemplo, de la capacidad de los diferentes Estados miembros para reducir su déficit y deuda públicos.

- Todos los autores coinciden en que la intensificación de la disciplina presupuestaria ha de ser la piedra angular de cualquier proyecto de eurobonos, con independencia de su alcance o de la estructura de la garantía. Aparte de la emisión de bonos «rojos» o nacionales, Favero y Missale sugieren restringir la participación a aquellos Estados miembros que cuenten con la más elevada calificación crediticia o emitir únicamente un tipo de instrumento a corto plazo y de bajo riesgo, como las letras del Tesoro. Barclays, BBVA, Delpla y Von Weizsäcker, Eijffinger, Becker e Issing contemplan la posibilidad de establecer organismos independientes de auditoría presupuestaria y organismos específicos para la zona del euro que se encarguen de coordinar las políticas presupuestarias y económicas. Con arreglo al complejo sistema desarrollado por Delpla y Von Weizsäcker, un consejo de estabilidad independiente propondría la asignación anual de emisiones. Esta asignación sería aprobada posteriormente por los parlamentos nacionales de los Estados miembros participantes, los cuales tendrían, en última instancia, la potestad presupuestaria precisa para emitir las garantías mutuas de los eurobonos (azules). Si un país votase en contra de la asignación propuesta, se consideraría que expresa así su decisión de no emitir ningún eurobono (azul) en el siguiente año y de no garantizar los bonos azules de ese ejercicio en concreto. Boonstra propone que los países que vulneren las normas sean inmediata y severamente sancionados, por ejemplo mediante la pérdida de fondos del presupuesto de la UE y la pérdida de la influencia política que supone el derecho de voto en los órganos del BCE.
- *Aspectos prácticos de la emisión:* La mayoría de los autores proponen la creación de una agencia común de gestión de la deuda que coordinaría la emisión y administraría la deuda. Con arreglo a las propuestas de tipo «bonos azules y rojos», la emisión de la parte nacional de la deuda seguiría correspondiendo al Tesoro de cada país.
- *Ámbito de participación de los países:* Becker enumera una serie de opciones para la participación en los eurobonos, a saber: i) bonos comunes emitidos por países con la misma calificación; ii) bonos conjuntos *ad hoc* similares a los bonos conjuntos emitidos por algunos Estados federados alemanes; iii) participación en un bono público común únicamente en el supuesto de que los países de la UEM tengan derecho a ello merced a un sólido saneamiento presupuestario en tiempos de bonanza; o iv) promoción por parte de Alemania y Francia de un instrumento líquido a corto plazo o un mercado europeo conjunto de letras del Tesoro exclusivamente.

Anexo 3: Panorama general de los instrumentos existentes conexos

1. Unión Europea

La Comisión Europea, en nombre de la Unión Europea, administra actualmente tres programas que le permiten conceder préstamos previa emisión de instrumentos de deuda en los mercados de capitales, aplicándose habitualmente a ambas operaciones condiciones similares («back to back»). Todos los mecanismos ofrecen préstamos soberanos. En virtud del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, la UE está facultada para adoptar programas de empréstito y garantía que movilizan recursos financieros en el cumplimiento de su misión.

- Con arreglo al *mecanismo de apoyo a las balanzas de pago*, la UE concede ayuda financiera a los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que se encuentran ante graves dificultades de balanza de pagos (art. 143 TFUE).
- Con arreglo al *Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera* (MEEF), la Comisión Europea está facultada para contraer empréstitos en nombre de la UE, con vistas a financiar préstamos que se realizan a través de dicho mecanismo (Reglamento (UE) n° 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010). Desde diciembre de 2010, se han aprobado programas de ayuda a Irlanda y Portugal por importe de 22 500 millones EUR y 26 000 millones EUR, respectivamente.
- El *programa de ayuda macrofinanciera* sirve para conceder préstamos a países no pertenecientes a la Unión Europea. La ayuda macrofinanciera es un instrumento financiero basado en la política económica por el que se presta un apoyo, no vinculado ni asignado, a la balanza de pagos de los terceros países socios (arts. 212 y 213 TFUE). Consiste en préstamos a medio o largo plazo o subvenciones, o en una combinación de ambos, y es complementaria de la financiación proporcionada en el marco de un programa de reforma aprobado por el Fondo Monetario Internacional³¹.

Calificación crediticia

La calificación AAA de que goza la UE obedece a diversos factores. Los empréstitos son obligaciones directas e incondicionales de la UE y están garantizados por todos los Estados miembros de la UE. Los recursos presupuestarios provienen casi en su totalidad de los ingresos abonados por los Estados miembros, sin que los parlamentos nacionales intervengan en modo alguno, ingresos que incluyen los aranceles y derechos sobre las importaciones a la UE, así como la contribución de cada Estado miembro sobre sus ingresos por IVA y su RNB. De esta forma, los bonos y obligaciones emitidos por la UE reciben una ponderación de riesgo nula y pueden servir de garantía real en el BCE.

En cualquier empréstito, los inversores están expuestos, en última instancia, al riesgo de crédito de la UE, y no al de los beneficiarios de los préstamos financiados. En caso de impago de un país beneficiario, la deuda será satisfecha con cargo al presupuesto de la UE (127 000 millones EUR en 2011). El Tratado UE obliga jurídicamente a los Estados miembros de la UE a proporcionar fondos para hacer frente a todas las obligaciones de esta.

Características fundamentales de las emisiones de la UE

³¹ Para más información, véase http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

Hasta ahora, la UE ha realizado emisiones de un volumen que pueda servir de referencia a través del *Euro Medium Term Note Programme* (programa de emisión de valores de renta fija a medio plazo - EMTN), las cuales han aumentado a 80 000 millones EUR al incluir la emisión a través del MEEF. Las emisiones de referencia se reanudaron a finales de 2008, impulsadas por la crisis.

Con la activación del MEEF en favor de Irlanda y Portugal, la UE se ha convertido en un asiduo emisor de referencia. El total de empréstitos proyectados en 2011 para el MEEF asciende a 28 000 millones EUR, aproximadamente (13 900 millones para Irlanda, 14 100 millones EUR para Portugal; en lo que respecta al mecanismo de apoyo a las balanzas de pago y a la ayuda macrofinanciera: unos 2 000 millones EUR). La financiación se denomina exclusivamente en euros.

Como la ayuda de la UE suele concederse a medio plazo, la banda de vencimientos está comprendida normalmente entre los 5 y los 10 años, si bien puede ser más amplia y situarse entre los 3 y los 15 años, llegando, incluso, ocasionalmente a los 30 años.

Las condiciones similares que se aplican a las operaciones consecutivas de empréstito y préstamo garantizan que el presupuesto de la UE no tenga que asumir ningún riesgo de tipos de interés o de cambio. Pese a esta característica, el servicio de la deuda, en lo que respecta a los bonos emitidos, es obligación de la Unión Europea y esta velará por que todos los pagos correspondientes a los bonos se realicen puntualmente.

En su calidad de asiduo emisor de referencia, dentro de los parámetros antes mencionados, la UE se propone desarrollar una curva de rendimientos líquida. La UE obliga a los responsables pertinentes a mantener un mercado secundario activo, con cotizaciones de compra y de venta en todo momento, y supervisa el cumplimiento efectivo de tal compromiso.

Determinación de la financiación de la UE

Los préstamos de la UE se financian exclusivamente con fondos obtenidos en los mercados de capitales y no con fondos aportados por los demás Estados miembros o su propio presupuesto.

Los fondos obtenidos se prestan, en principio, en condiciones similares al país beneficiario, es decir, ajustándose al mismo cupón, vencimiento e importe. Este principio impone una serie de limitaciones de cara a la emisión de instrumentos financieros por la UE; así, las características de los instrumentos emitidos vienen definidas por la operación de préstamo, por lo que no es posible que el vencimiento o el importe de la financiación obtenida difieran de los del préstamo.

La Decisión del Consejo determina el importe global del correspondiente programa nacional, los tramos y el vencimiento medio máximo del paquete de préstamos. A continuación, la Comisión y el país beneficiario deben acordar los parámetros del préstamo o la financiación, así como sus tramos y plazos de desembolso. Además, exceptuando el primer tramo del préstamo, todos los demás dependen del cumplimiento de diversas condiciones de política económica, similares a las de los programas del FMI, siendo este otro factor que influye en el calendario de financiación. Así pues, el calendario y los plazos de vencimiento de las emisiones dependen de la actividad de préstamo conexas realizada por la UE.

Procedimiento del MEEF

- (1) Todo Estado miembro sobre el que pese la amenaza de graves perturbaciones económicas o financieras causadas por circunstancias excepcionales que escapen a su control puede solicitar la ayuda de la UE a través del MEEF.

- (2) El Consejo de la UE decide por mayoría cualificada, basándose en una recomendación de la Comisión Europea.
- (3) El Estado miembro negocia un programa de ajuste económico con la Comisión Europea, en concertación con el FMI y el BCE.
- (4) El Estado miembro beneficiario negocia con la Comisión Europea los pormenores de un memorando de entendimiento (MdE) y un acuerdo de préstamo y determina un plan de aplicación.
- (5) Tras la firma del MdE y del acuerdo de préstamo, y previa solicitud de desembolso presentada por el Estado miembro beneficiario, se procede a la captación de fondos en los mercados de capitales internacionales y se abona el primer tramo. Los siguientes tramos del préstamo se abonan una vez que el Consejo de la UE ha comprobado el cumplimiento, por parte del Estado miembro, de las condiciones impuestas en el programa.

2. Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF)

La Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF 1.0) fue creada por los Estados miembros de la zona del euro en virtud de la decisión adoptada el 9 de mayo de 2010 por el Consejo ECOFIN. La FEEF 1.0 fue constituida como sociedad registrada en Luxemburgo. Su principal objeto es prestar ayuda financiera a los Estados miembros de la zona del euro. En el marco de un programa global de ayuda por importe de 750 000 millones EUR, la FEEF recibió garantías de los Estados miembros de la zona del euro por un total de 440 000 millones EUR para la concesión de préstamos a los Estados miembros de esa zona que experimentasen dificultades financieras, a condición de que se atuvieran a los requisitos impuestos por la UE y el FMI en el contexto de un programa de ajuste económico.

Capacidad de préstamo

Con arreglo al Acuerdo Marco de la FEEF 1.0, su capacidad efectiva de préstamo queda limitada a 255 000 millones EUR, a fin de preservar la calificación AAA de sus bonos (véase más abajo).

Calificación crediticia

Las agencias de calificación crediticia han otorgado a la FEEF 1.0 la nota AAA. No obstante, con arreglo al acuerdo inicial (FEEF 1.0), esa calificación ha tenido como contrapartida una capacidad de préstamo reducida, puesto que cualquier préstamo de la FEEF debe estar cubierto por: i) garantías de los emisores soberanos que cuenten con la calificación AAA; ii) efectivo por un importe igual a la fracción pertinente de la reserva de caja de la FEEF; y iii) un colchón de efectivo específico en función del préstamo. La calificación AAA se basa esencialmente en los cuatro elementos siguientes:

- (1) *Mecanismo de garantía:* El acuerdo de garantía suscrito por los Estados miembros de la zona del euro les obliga a prestar una garantía irrevocable e incondicional sobre los pagos programados de intereses y principal que deban efectuarse por los instrumentos de financiación emitidos por la FEEF. Además, la garantía cubre hasta el 120 % de la parte que corresponda a cada Estado miembro de la zona del euro en las posibles obligaciones de la FEEF (principal e intereses), con sujeción, no obstante, al límite máximo que establezcan los compromisos de garantía respectivos, según se estipulan en el anexo 1 del Acuerdo Marco de la FEEF. Todo posible déficit

derivado de la aplicación de ese límite máximo se cubriría mediante la reserva de caja y el colchón de efectivo.

- (2) *Reserva de caja:* De los fondos entregados al prestatario se habrá deducido una comisión por servicio pagadera por adelantado, que se calcula en 50 puntos básicos sobre el importe agregado del principal de cada préstamo, y el valor actual neto del margen de tipos de interés que se devengaría por cada préstamo al tipo contractual hasta su fecha programada de vencimiento.
- (3) *Colchón de efectivo específico en función de cada préstamo:* Cada vez que se concede un préstamo a un Estado miembro, la FEEF debe constituir un colchón de efectivo específico para ese préstamo, de tal modo que cada préstamo de la FEEF quede plenamente cubierto por garantías AAA y un importe de efectivo igual a la fracción pertinente de la reserva de caja de la FEEF más el correspondiente colchón de efectivo del préstamo.
- (4) *Apoyo adicional potencial:* Con arreglo al Acuerdo Marco de la FEEF, el volumen del programa de la FEEF puede modificarse por acuerdo unánime de los garantes. No obstante, la capacidad de la FEEF no puede incrementarse de manera ilimitada, ya que ello podría deteriorar la calidad crediticia de los emisores soberanos con calificación AAA que actúan como garantes. En el supuesto de que alguno de ellos perdiese su calificación AAA, la capacidad de la FEEF disminuiría en un importe equivalente al de las garantías aportadas por ese país.

Los bonos emitidos por la FEEF reciben una ponderación de riesgo nula y son admisibles a efectos de las operaciones de recompra del BCE. La calificación crediticia de la FEEF podría verse negativamente afectada por el posible deterioro de la solvencia de los Estados miembros de la zona del euro, especialmente los garantes con calificación AAA. Como la FEEF disfruta de garantías mancomunadas, la rebaja de la calificación AAA de uno solo de los emisores soberanos garantes supondría una rebaja de la nota AAA de la propia FEEF, salvo que se establezcan otras mejoras crediticias.

Condicionalidad

Toda ayuda financiera de la FEEF está subordinada a la existencia de un programa de ajuste económico que imponga estrictas condiciones de política económica, de acuerdo con lo establecido en un memorando de entendimiento. La Comisión negocia el memorando con el país beneficiario en concertación con el BCE y el FMI.

Toma de decisiones

Las decisiones de concesión de fondos con cargo a la FEEF se adoptan por unanimidad.

3. Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF 2.0)

El Acuerdo Marco de la FEEF ha sido modificado para poder disponer íntegramente de la capacidad de préstamo de 440 000 millones EUR.

Capacidad de préstamo

Con arreglo al Acuerdo Marco de la FEEF 2.0, su capacidad efectiva de préstamo queda limitada a 440 000 millones EUR, a fin de preservar la calificación AAA de sus bonos (véase más abajo).

Calificación crediticia

Las agencias de calificación crediticia han otorgado a la FEEF 2.0 la nota AAA. A fin de incrementar la capacidad efectiva de préstamo de la FEEF hasta un máximo de 440 000 millones EUR, el Acuerdo Marco de la FEEF ha sido revisado con objeto de aumentar hasta esa misma cantidad las garantías de los emisores soberanos con calificación AAA. Por tanto, la calificación AAA se basa fundamentalmente en un solo elemento, el mecanismo de garantía.

Ese acuerdo de garantía entre los Estados miembros de la zona del euro les obliga a prestar una garantía irrevocable e incondicional sobre los pagos programados de intereses y principal que deban efectuarse por los instrumentos de financiación emitidos por la FEEF. Además, la garantía cubre hasta el 165 % de la parte que corresponda a cada Estado miembro de la zona del euro en las posibles obligaciones de la FEEF (principal e intereses), con sujeción, no obstante, al límite máximo que establezcan los compromisos de garantía respectivos, según se estipulan en el anexo 1 del Acuerdo Marco de la FEEF. Los bonos emitidos por la FEEF reciben una ponderación de riesgo nula y son admisibles a efectos de las operaciones de recompra del BCE.

La calificación crediticia de la FEEF podría verse negativamente afectada por el potencial deterioro de la solvencia de cualquier Estado miembro de la zona del euro, especialmente alguno de los garantes con calificación AAA. Como la FEEF disfruta de garantías mancomunadas, la rebaja de la calificación AAA de uno solo de los emisores soberanos garantes supondría una rebaja de la nota AAA de la propia FEEF, salvo que se establezcan otras mejoras crediticias.

Condicionalidad

Toda ayuda financiera de la FEEF está subordinada al cumplimiento de estrictas condiciones de política económica, de acuerdo con lo establecido en un memorando de entendimiento. La Comisión negocia el memorando con el país beneficiario en concertación con el BCE y el FMI. Además de los préstamos integrados en un programa de ajuste macroeconómico, la FEEF también puede conceder líneas de crédito, efectuar operaciones en los mercados primario y secundario de bonos y obligaciones y otorgar préstamos al margen de los programas de recapitalización de las entidades financieras.

Toma de decisiones

Las decisiones de concesión de fondos con cargo a la FEEF se adoptan por unanimidad.

4. Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEE)

Los días 24 y 25 de marzo de 2011, los Jefes de Estado o de Gobierno de la UE respaldaron la creación del MEE como mecanismo permanente de crisis destinado a salvaguardar el euro y la estabilidad financiera en Europa. El MEE será la mayor institución financiera internacional del mundo, con un capital de 700 000 millones EUR, de los cuales serán desembolsados 80 000 millones EUR. Aunque la entrada en vigor del MEE estaba prevista inicialmente en julio de 2013, cabe esperar que se adelante a mediados de 2012.

5. Bonos conjuntos de los Estados federados alemanes

Un particular segmento del mercado de bonos y obligaciones de los Estados federados alemanes lo constituyen los denominados «bonos Jumbo». Se trata de bonos emitidos por un grupo de Estados federados alemanes. Hasta la fecha, han sido realizadas 38 emisiones Jumbo

por sindicatos de cinco a siete Estados, con la excepción de la emisión Jumbo particularmente grande de 1997, en la que participaron diez Estados. Por ahora, todos los bonos Jumbo han consistido en bonos simples y el volumen medio de la emisión se sitúa ligeramente por encima de 1 000 millones EUR, cifra siete veces superior a la emisión media de un Estado federado. Los participantes en el programa Jumbo son sobre todo Estados pequeños, ya sea por tamaño o población. Los bonos Jumbo son más líquidos que los emitidos tradicionalmente por los Estados federados, lo que permite a sus respectivos Tesoros ahorrar una parte de la prima de riesgo de liquidez en comparación con una emisión de volumen relativamente pequeño y de un emisor único. Desde el punto de vista de los inversores, los bonos Jumbo son bonos estructurados que otorgan derechos separados frente a los Estados participantes según la parte que les corresponda en la emisión conjunta. Así pues, los Estados son responsables mancomunadamente, pero no solidariamente, de la emisión.

Características de los bonos

- Frecuencia de emisión: habitualmente, 2 o 3 emisiones por año
- Vencimientos: 5 a 10 años
- Volumen: 1 000 – 1 500 millones EUR
- Uno de los Estados coordina la emisión y actúa como agente pagador.

Calificación crediticia

Las emisiones han recibido de Fitch la calificación AAA. La justificación es que Fitch asignaba hasta fechas recientes calificaciones AAA a todos los Estados federados alemanes, debido al «Länderfinanzausgleich» (sistema de compensación que constituye un mecanismo de solidaridad y garantía implícita entre los Estados federados y, en última instancia, el federal). Ello explica, asimismo, las calificaciones a menudo divergentes entre Fitch y las demás agencias. Cabe observar que Fitch ya no califica a la totalidad de los Estados federados alemanes.

De acuerdo con Fitch, la nota AAA refleja la solvencia individual de los siete Estados federados participantes en la emisión conjunta. Se basa en los sólidos mecanismos de apoyo que se aplican a todos los miembros de la Federación alemana y en los amplios sistemas de liquidez de que disfrutan, que garantizan la puntualidad de los pagos y nivelan la solvencia de los Estados federados con la de la República Federal de Alemania. Fitch destaca que los mecanismos de apoyo se aplican uniformemente a todos los miembros de la Federación alemana: el Estado federal (*Bund*) y los 16 Estados federados. Las diferencias entre los resultados económicos y financieros de los diversos Estados federados son irrelevantes, puesto que todos ellos tienen igualmente derecho al apoyo financiero del Estado federal en caso de dificultades financieras. Los bonos conjuntos de los Estados federados alemanes reciben una ponderación de riesgo nula y son admisibles a efectos de las operaciones de recompra del BCE.

Anexo 4: Documentación y convenciones del mercado

Tal como se menciona en la sección 4, la introducción de un bono de estabilidad exigiría que se definieran diversas características de los valores y que se determinaran algunas convenciones del mercado. Entre ellas se incluirían posiblemente las siguientes:

- Sumisión jurisdiccional de la emisión de bonos de estabilidad: Las emisiones de bonos de la FEEF y el MEEF/UE están sujetas a la legislación británica, si bien, en este caso, es posible que se manifieste cierta oposición política.
- Estructura de vencimiento de los valores: La estrategia de financiación de los bonos de estabilidad debería determinarse con vistas a: i) desarrollar emisiones y una curva de rendimientos de referencia, y ii) optimizar los costes de financiación, dado que la emisión es más onerosa en unos segmentos de la curva de rendimientos que en otros. La emisión de valores a corto plazo (letras del Tesoro), paralelamente a vencimientos más largos, aumentaría la flexibilidad del Tesoro y mejoraría considerablemente el acceso a financiación.
- Tipos de cupón (fijo, variable, cero, vinculado a la inflación): En un principio y para favorecer que los valores adquieran la condición de valores de referencia, puede ser preferible concentrarse en estructuras de valores ordinarias. Ello facilitaría también el desarrollo de instrumentos derivados conexos, en particular, opciones y futuros.
- Bolsas en las que cotizarían los valores: Los bonos de la FEEF y el MEEF/UE cotizan actualmente en la Bolsa de Luxemburgo. De cara al bono de estabilidad, quizá esto resulte excesivamente limitado, aunque la cotización en varios mercados ocasionaría costes adicionales.
- Convenciones de liquidación: Estas convenciones deberían determinarse con el propósito de hacer más atractivos los valores, es decir, para los instrumentos a corto plazo con t+1 (para facilitar los objetivos a corto plazo del Tesoro) y para los valores a más largo plazo con t+3 (para minimizar el riesgo de fallos en la liquidación).
- Estrategia para crear y mantener una base de inversores: Sería preciso establecer relaciones con inversores potenciales, para lo cual quizá habría que tomar decisiones en cuanto a la necesidad de instaurar un grupo de operadores especialistas en valores del Tesoro, la manera de integrar el sector minorista, etc.
- Introducción de cláusulas de acción colectiva a fin de disponer de un procedimiento organizado para resolver cualesquiera problemas futuros ligados a la solvencia.

Referencias

Assmann, Ch. and J. Boysen-Hogrefe (2011), *Determinants of government bond spreads in the euro area: in good times as in bad*, Institut für Weltwirtschaft Kiel, próxima publicación en Empirica.

Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, *A proposal to restore euro area stability*, 18 de agosto de 2011.

BBVA (2011), *A unified sovereign debt issuance procedure in the Euro area with a Basket Bond*, Global Public Finance – Policy report nº 1.

Becker, W., *The Creation of a Common European Government Bond, Arguments Against and Alternatives*, Cahier Comte Boël nº 14, ELEC, abril de 2010.

Bini-Smaghi, L. (2011), *European democracies and decision-making in times of crisis*. Discurso ante la Fundación Helénica para la Política Europea y Exterior, Poros, 8 de julio de 2011, <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html>

Boonstra, W.W. (2010), *The Creation of a Common European Bond Market*, Cahier Comte Boël nº 14, ELEC, abril de 2010.

Carstensen, K. (2011), *Eurobonds, Ausweg aus der Schuldenkrise?*, Ifo Institute, http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/PK_20110817_Eurobonds_PPT.pdf

De Grauwe, P. y W. Moesen (2009), *Gains for all: a proposal for a common euro bond*, *Intereconomics*, mayo/junio 2009, pp. 132 – 135.

Delpla, J. y Von Weizsäcker, J. (2010), *The Blue Bond Proposal*, *Breugel Policy Briefs 420*, Bruegel, Bruselas.

Dübel, H-J. (2011), *Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-)bonds*, CEPS Policy Brief nº 252.

EPDA/SIFMA (2009), *Towards a Common European T-bill*, nota informativa, marzo de 2009.

Eijffinger, S.C.W. (2011), *Eurobonds – Concepts and Implications*, nota informativa dirigida al Parlamento Europeo, marzo de 2011.

Favero, C.A. y A. Missale (2010), *EU Public Debt Management and Eurobonds*, capítulo 4 de *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, Parlamento Europeo, Bruselas.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011), *Gemeinschaftsanleihen: Eurobonds erhöhen Zinslast um Milliarden*, por Philip Plickert, 19 de julio de 2011, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/gemeinschaftsanleihen-eurobonds-erhoehen-zinslast-um-milliarden-11115183.html#Drucken>

Giovannini Group (2000), *Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area*, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

Issing, O. (2009), *Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea*, White Paper nº 3, Center for Financial Studies, Frankfurt 2009.

Jones, E. (2010), *A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard*, ISPI Policy Brief nº 180, marzo de 2010.

Jones, E. (2011), *Framing the Eurobond*, ISPI Commentary, 1 de septiembre de 2011.

Morgan. J.P. (2011), *Designing and pricing the gold-plated Stability Bond*, Global Fixed Income Markets Weekly, 26 de agosto de 2011.

Monti, M. (2010), *A new strategy for the Single Market - At the service of Europe's Economy and society*, Informe al Presidente de la Comisión Europea, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf

NATIXIS (2011), *What bonus/penalty system for the Stability Bond?*, Flash Economics nº 613, 22 de agosto de 2011.

Prodi, Romano y Alberto Quadrio Curzio (2011), *EuroUnionBond ecco ci che va fatto*, Il Sole 24 hore, 23 de agosto de 2011.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Jahresgutachten 2011/12.

Schäuble, W. (2010), *Schäuble on Eurobonds and fiscal union*, entrevista de Quentin Peel, Financial Times, 5 de diciembre de 2010, <http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union>

Juncker, J.C. y G. Tremonti (2010), *Stability Bonds would end the crisis*, *The Financial Times*, 5 de diciembre de 2010.