



«Una crisis bancaria es sumamente cara, entre un 5 y un 25% del PIB, y suele venir seguida de crisis de deuda soberana»

## Inflación, independencia del banco central y quiebras soberanas

De acuerdo con una encuesta reciente, un 53% de los franceses considera probable que su Gobierno haga algún tipo de suspensión de pagos en la próxima década. La misma encuesta arroja cifras del 46% para los estadounidenses, 40% para los italianos, 35% para los españoles, 33% para los británicos y 28% para los alemanes. ¿Cómo es posible que haya empeorado tanto la percepción sobre la sostenibilidad de las propias finanzas públicas? ¿Y por qué se habla tanto últimamente de quiebras soberanas?

La crisis financiera global desatada en el verano de 2007 ha supuesto un aumento notable de los déficit y la deuda en los principales países desarrollados como resultado del funcionamiento de los llamados «estabilizadores automáticos» (a través de los cuales desciende la recaudación y aumentan los impuestos en los tiempos malos), así como, en algunos países, por las decisiones discrecionales de los Gobiernos para paliar el coste de la recesión a través, sobre todo, de programas de gasto para mantener el empleo y el consumo.

Pero, además, la crisis ha traído consigo un generoso apoyo público al sistema bancario en los países más desarrollados, mediante medidas diversas: desde nacionalizaciones de bancos hasta recapitalizaciones, compra de activos, avales a la emisión de pasivos y aumento del seguro de depósitos. A todas estas medidas hay que añadir el aumento de los pasivos contingentes del Estado como resultado de la garantía implícita de los bancos que, *de facto*, se ha adoptado en los principales países. Una crisis bancaria es sumamente cara, entre un 5 y un 25% del PIB, y suele venir seguida de crisis de deuda soberana, tal como señalan Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff en su reciente libro *This time is different*.

Pero más allá de los fenómenos ligados a la crisis, hay una causa subyacente más profunda y que viene de más antiguo: la generalización de bancos centrales independientes, con un mandato claro de preservar la estabilidad de precios, en las tres últimas décadas. Estos regímenes han sido sumamente eficaces en casi erradicar la inflación, que se había convertido en un problema grave en los años setenta. Pero, para un riesgo total dado, el riesgo de inflación y el de quiebra soberana son sustitutivos: si se reduce el primero aumenta el segundo.

En efecto, al eliminar el recurso a la financiación del déficit público por el banco central (la llamada financiación monetaria), la única vía que queda para reducir el valor real de la deuda es su reestructuración (en otras palabras, la quiebra, parcial o total). Los mecanismos institucionales adoptados en muchos países para limitar el riesgo de inflación -autonomía del banco central, prohibición de financiación monetaria, tipo de cambio fijo, unión monetaria- han implicado que las autoridades estén atadas de pies y manos para hacer frente a una crisis de deuda, sin el recurso tradicional a reducir el valor de la deuda mediante un aumento de los precios. La inflación es profundamente injusta, sobre todo si es inesperada, porque supone una reasignación de recursos no acordada de los acreedores hacia los deudores. Pero los procesos de suspensión de pagos o quiebras soberanas producen enormes distorsiones en los mercados financieros internacionales, con costes para el bienestar de los ciudadanos también muy elevados. Todos estos mecanismos para contener la inflación deben venir acompañados de normas de disciplina fiscal, que, a diferencia de las adoptadas en Europa, sean eficaces ::

**SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS**  
es socio-director del Área  
Internacional de Afi.  
E-mail: sfernandezdelis@afi.es