



«Uno de los objetivos principales de cualquier paquete de ayuda oficial es catalizar fondos privados de manera que se revierta la dinámica negativa de los mercados»

## Rescates europeos

La crisis de la deuda soberana de la periferia de la eurozona continúa profundizándose. Los paquetes de rescate de Grecia en mayo de 2010 e Irlanda en noviembre no han resuelto los problemas de estas economías ni han despejado las dudas sobre la sostenibilidad de su deuda. Los paquetes otorgan un cierto respiro desde el punto de vista de la liquidez, ya que los Tesoros respectivos no deben acudir a los mercados a financiarse por algún tiempo. Pero su tipo de interés es demasiado elevado (5,8% en el caso de Irlanda) para contribuir significativamente *per se* a la estabilización de la deuda.

Contrariamente a los programas tradicionales del FMI, en el caso de los países de la eurozona, todo el ajuste se fía a una fuerte contracción fiscal, sin la posibilidad de recurrir a una devaluación que restaure el crecimiento. Como es bien sabido, la estabilización de la deuda exige normalmente ambos componentes: ajuste fiscal y restablecimiento del crecimiento económico. Prueba de su falta de credibilidad es que los diferenciales de la deuda griega e irlandesa frente a la alemana se han mantenido en niveles no muy lejanos a los máximos alcanzados en el momento del rescate. Tampoco han evitado el contagio a otros países de la periferia europea. En las primeras semanas de 2011, hemos asistido a nuevos ataques especulativos, esta vez centrados en la deuda portuguesa, pero que también han afectado a España, Italia y Bélgica. El Gobierno portugués, como el irlandés en su momento, se ha resistido a solicitar el paquete de rescate, aunque, en esta ocasión, ha contado con mayor apoyo ante el escepticismo cada vez mayor de que el fondo europeo de estabilización financiera (EFSF) sea, en su formulación actual, una herramienta adecuada.

Se han avanzado diversas propuestas alternativas, que se encuentran en discusión en el momento de escribir es-

tas líneas. Una vez rechazada por Alemania la emisión de un bono europeo, algunas ideas que se están barajando incluyen la utilización del fondo para comprar en el mercado secundario deuda de los países en dificultades, para garantizar sus emisiones en el mercado primario o para la financiación directa de procesos de recapitalización bancaria allí donde el problema soberano tiene un trasfondo de crisis bancaria.

La circularidad entre los agujeros del sistema bancario y el riesgo soberano es inquietante, porque las crisis bancarias suelen ser muy costosas y su monto difícil de estimar *ex ante*. Además, el hecho de que una buena parte de la deuda soberana (y bancaria) de los países periféricos se encuentre en manos de bancos de los países del núcleo de la eurozona añade un canal potencial de contagio adicional.

Uno de los objetivos principales de cualquier paquete de ayuda oficial es catalizar fondos privados de manera que se revierta la dinámica negativa de los mercados. Pero este efecto no se está produciendo debido a la falta de credibilidad de los paquetes de ayuda. Para contrarrestar los ataques especulativos en los mercados es necesario restablecer el riesgo en dos direcciones, de forma que aquellos operadores que mantienen posiciones cortas en deuda periférica sean conscientes de que pueden perder si las mantienen. En este sentido, la utilización del EFSF para intervenir en los mercados parece una opción razonable. Aunque el BCE ya lo está haciendo, es difícil que intervenga en la cuantía necesaria, ya que se ve constreñido por su mandato de estabilidad de precios y las restricciones del Tratado. Es preferible utilizar de manera ágil y flexible los recursos del EFSF para operar en los mercados que continuar anunciando paquetes de ayuda cuya eficacia se ha demostrado que es muy dudosa ::

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