

Juan Carlos Conesa

Profesor de la Barcelona Graduate School of Economics. UAB

El BCE y los mercados de deuda

A finales del 1994 se desató en México una gran crisis de deuda (la llamada “tequila crisis”). Bill Clinton no pudo conseguir del congreso estadounidense la aprobación para intervenir comprando deuda mexicana. En cambio existían partidas de libre disposición para ocasiones de emergencia que la Casa Blanca podía utilizar sin la aprobación explícita del congreso. El día 31 de enero de 1995 Bill Clinton anunció un compromiso firme de utilizar estas partidas para sostener el valor de la deuda mexicana. En pocos días el pánico desapareció, la crisis se disipó y la administración estadounidense incluso obtuvo pingües beneficios de la operación. Ni tan siquiera tuvo que utilizar la mayor parte de los fondos que había destinado al rescate. Los profesores Hal Cole y Tim Kehoe estudiaron desde el punto de vista teórico y empírico las crisis de liquidez y sus consecuencias, con un análisis explícito de esta experiencia mexicana. En un trabajo reciente Tim Kehoe y yo mismo hemos extendido dicho análisis para reflexionar sobre la situación actual de los mercados de deuda europeos.

Hoy en día cualquier país europeo es vulnerable a un pánico como el que aconteció en México en 1994. Dados los niveles de deuda actuales, ningún país podría hacer frente a la amortización del conjunto de su deuda (y aunque pudiera no tendría ningún incentivo a hacerlo) si los inversores internacionales se negaran a continuar comprando sus títulos de deuda. La mera expectativa de que los inversores internacionales duden de la solvencia del país X puede hacer cundir el pánico entre los inversores individuales. Por tanto, las crisis de deuda se pueden desencadenar por un pánico de los inversores, convirtiéndose en profecías que se autoalimentan. Los cambios en la

prima de riesgo simplemente reflejan cambios en las expectativas de que se produzca ese pánico generalizado. Según esta interpretación hace cinco años los inversores creían que un pánico no era posible en ningún país europeo

La compra por EE.UU. de deuda de México en 1995 es un buen precedente

(de ahí que la prima de riesgo fuera inexistente), mientras que hoy en día creen que un pánico es altamente improbable en Alemania, pero mucho más probable en España o Italia.

Muchas son las voces que están reclamando en Europa una política decidida de intervención, al estilo de la impulsada por Bill Clinton para México. La institución que podría llevar a cabo dicha intervención masiva de forma natural es el Banco Central Europeo, aunque dicha política entra en contradicción con sus propios estatutos, escritos en una época en que nadie parecía pensar en la posibilidad de las crisis de deuda en Europa. Según nuestro análisis si un país es solvente y está comprometido con una política de control del déficit fiscal, entonces un compromiso creíble de compra masiva tiene el efecto deseado (como en el caso mexicano, el pánico se desvanece, no hace falta intervenir o incluso se gana dinero con las intervenciones iniciales). En cambio, para un país que no cumpliera esos requisitos la intervención podría incluso agravar la situación fiscal del país, a la vez que se traslada el riesgo de los inversores privados (que ya han sido compensados por ello) al BCE.