

 Eurozona: En profundidad

En busca de un activo seguro común en el área euro



Nos encontramos ante una nueva oportunidad para impulsar la creación de un activo común en la eurozona, los eurobonos, algo que sería una pieza clave para fortalecer la integración financiera europea y su autonomía estratégica.

Una de las peculiaridades del área euro, derivada de que es una unión monetaria sin unión fiscal, es que **su mercado de deuda pública está atomizado**, lo que ha determinado que haya pocos instrumentos financieros en euros que actúen como activo seguro.

Esta fragmentación proviene de que cada estado tiene su propia calidad crediticia (dada por su posición fiscal), y porque existen grandes diferencias en cuanto a profundidad y liquidez entre los mercados de deuda pública de los estados. En concreto, el saldo vivo de los bonos emitidos por los tesoros del área euro se acerca a los 12 billones de euros, una cuarta parte califican con triple A, otro cuarto tiene un *rating* AA y el resto tiene un *rating* A o inferior. Además, el tamaño de las emisiones con frecuencia ha obstaculizado el desarrollado de mercados de derivados organizados. Por ejemplo, Eurex solo ofrece contratos de futuros con subyacentes de deuda pública alemana, francesa, italiana y española; entre ellos, los que realmente tienen profundidad y liquidez son los futuros alemanes, que concentran más del 70% de los futuros de renta fija que se negocian cada día. El resultado es que sólo la deuda pública alemana reúne las condiciones de calidad y liquidez que los inversores esperan de un instrumento que funcione como activo seguro. Cambiar esta estructura financiera requiere un acuerdo político entre los estados miembros y encontrar una solución técnica adecuada.

Emerge una nueva oportunidad

La falta de dicho acuerdo político proviene de que los estados del área euro, que mantienen la soberanía fiscal, han mostrado históricamente distintos grados de disciplina fiscal. Además, el Tratado de Maastricht prohíbe mutualizar la deuda pública de los estados miembros. Pese a ello, en varios momentos se ha planteado seriamente la posibilidad de crear un activo común.

La primera discusión surgió durante la crisis de deuda soberana desencadenada a raíz de la crisis financiera. Se buscaba romper el círculo vicioso entre solvencia soberana y bancaria. Aquellas propuestas no prosperaron debido a que la disparidad en la posición fiscal de los países provocó la desconfianza de los estados más austeros, que se negaron a emitir instrumentos de deuda que implicasen compartir riesgos.

 Eurozona: En profundidad

La segunda gran ocasión llegó con la pandemia, con el objetivo de dar capacidad fiscal a la UE para responder a un choque sistémico. Entonces sí se acordó emitir bonos comunes, pero como una medida excepcional (ligados a los programas Next Generation y SURE) y con fecha de caducidad, pues se legisló que dichos bonos se amortizaran en un plazo determinado.

La tercera oportunidad se presenta ahora, porque los cambios geopolíticos que está protagonizando EE.UU ha reorientado flujos internacionales de capital hacia el euro, lo que ha llevado a las instituciones públicas de la eurozona a replantearse el papel internacional de su moneda. Esta vez, la motivación para crear un activo común, un eurobono, sería impulsar la integración de los mercados de capitales europeos, aumentar su resiliencia frente a choques externos y reforzar la autonomía estratégica de europea.

Propuestas para un activo seguro común

Se han planteado dos líneas de actuación para conseguir de forma rápida un mercado de eurobonos que tenga el suficiente volumen y calidad crediticia como para poder funcionar como activo seguro, sin que suponga compartir riesgo entre los estados que formen parte del proyecto.

Una de ellas, presentada por los economistas Olivier Blanchard y Ángel Ubide,¹ reformula la propuesta que hicieron Delpla y von Weizsäcker (2010)² para abordar la crisis de deuda pública. Consiste en que la Comisión Europea emita eurobonos y utilice la financiación obtenida para comprar una parte de los bonos de los estados. Estos eurobonos serían deuda *senior* con respecto a la deuda pública de los estados (esto minimizaría el riesgo de que unos estados tenga que asumir el pago de la deuda de otros), y el pago de intereses estaría ligado a determinados ingresos fiscales de los países que formen parte del proyecto. Al final, la deuda pública de los estados quedaría segmentada en dos niveles, "bonos azules" de máxima calidad, que serían los eurobonos y estarían en condiciones de funcionar como activo seguro, y "bonos rojos" que serían el resto de los bonos nacionales.

La otra alternativa se basa en crear eurobonos de forma sintética, a partir de una emisión de títulos respaldados por bonos soberanos. El tramo *senior* de dicha titulización tendrían la capacidad de convertirse en el activo seguro europeo. Esta solución técnica también proviene de la etapa de la crisis financiera,³ y ha recibido

¹ Blanchard O. y Ubide, Á. (2025), "Now is the time for Eurobonds: A specific proposal", Peterson Institute for International Economics, Realtime Economics Blog.

² Delpla, J., y von Weizsäcker, J. (mayo, 2010), "The blue bond proposal", Bruegel Policy Brief No. 2010/03

³ Brunnermeier, M. K., Garicano, L., Lane, P. R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S., y Vayanos, D. (septiembre, 2011), "European Safe Bonds (ESBies)" y Brunnermeier, M. K., Garicano, L., Lane, P. R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S., y Vayanos, D. (mayo, 2016), "The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies, American Economic Review, 106(5), 508–512.

Eurozona: En profundidad

varias reformulaciones e incluso hubo un extenso trabajo técnico que culminó en una propuesta legislativa al Parlamento Europeo en 2018.⁴

De la creación a la relevancia global

Incluso si se logra consenso político y se encuentra una solución técnica satisfactoria para crear eurobonos, quedará mucho camino para que el eurobono compita con los *treasuries*.

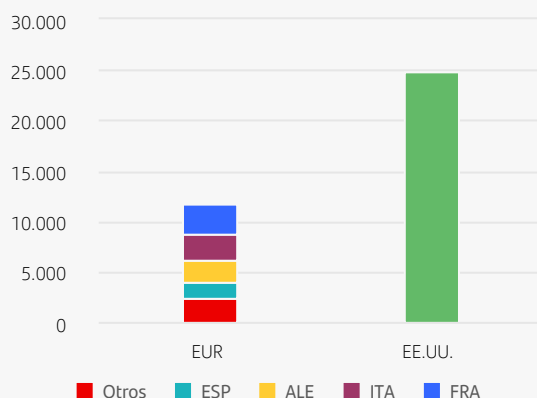
Los eurobonos cumplirán el primer requisito de un activo seguro: ofrecer un instrumento financiero de calidad. Las soluciones técnicas que hemos descrito contemplan que el saldo de eurobonos alcance al menos 5 billones de euros, duplicando el saldo vivo de deuda alemana (aunque aún supondría la quinta parte del saldo de deuda pública estadounidense).

El segundo requisito es la liquidez, que implica desarrollar instrumentos derivados y estructura de mercado. Y el listón de la deuda estadounidense en profundidad y liquidez es mucho más alto. Como ejemplo, en 2024 la negociación diaria en el mercado secundario de *treasuries* (1 billón de dólares) multiplicó por 30 al mercado alemán (frente 27 mil millones de euros).

Conclusión

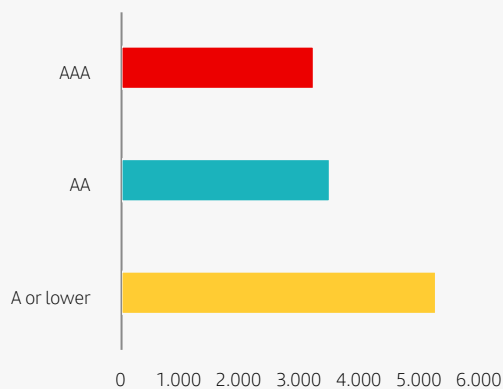
El entorno actual ha hecho emerger una oportunidad para crear un activo común, los eurobonos, lo que representa una pieza clave en la integración de los mercados de capitales europeos. Habrá por delante desafíos políticos y técnicos, pero la convicción de que mejorará las condiciones de financiación del conjunto del área euro (y de la UE) hacen que valga la pena.

Bonos de gobiernos en la eurozona y en EE.UU., saldo vivo 2025 (miles de millones €)



Fuentes: BCE y Departamento del Tesoro EE.UU. Incluye bonos EU.

Eurozona: bonos de gobiernos según rating (miles de millones €)



Fuentes: ECB y S&P.

⁴ Comisión Europea, Dirección General de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales. (2018, 24 de mayo). Propuesta de reglamento sobre valores respaldados por bonos soberanos (COM/2018/339 final).