

Los límites de las políticas nacionales en la Eurozona: el caso de la prima de riesgo soberana

- **Autores:**

Pablo Castellanos García. Universidad de A Coruña, Departamento de Economía Aplicada I. Correo electrónico: pcg@udc.es

José Manuel Sánchez Santos. Universidad de A Coruña, Departamento de Economía Aplicada I. Correo electrónico: jose.manuel.sanchez@udc.es

- **Resumen:**

El objetivo del presente trabajo es valorar el impacto sobre el comportamiento de la prima de riesgo de la deuda española de dos intentos de incidir sobre esta variable por parte de *policymakers* que operan en distintos niveles de gobierno: nacional y supranacional (europeo). Por un lado, la reforma del artículo 135 de la Constitución Española en agosto de 2011 estableciendo un “techo de deuda” y la prioridad absoluta al servicio de dicha deuda. Por otro lado, las famosas declaraciones del Presidente del BCE en julio de 2012, en apoyo al euro. Con esta finalidad, contrastamos la posible existencia de rupturas estructurales en la serie temporal mensual del *spread* de la deuda pública española en el período 2007-2014. La evidencia empírica obtenida sugiere que los mercados financieros, en su evaluación de las políticas monetaria y fiscal implementadas en el marco de la Eurozona, no avalan medidas parciales y penalizan especialmente los fallos de coordinación y la incertidumbre en la instrumentación de las políticas económicas.

- **Códigos JEL:**

F36, H63

- **Palabras clave:**

Integración económica, prima de riesgo, eficacia de las políticas económicas nacionales

1. Introducción

La creciente subordinación de la autonomía de las políticas económicas al desarrollo e integración internacional de los mercados financieros parece haberse convertido en una realidad incontrovertible (Ontiveros, 2000). Tanto es así, que generalmente se asume que, en un contexto de globalización financiera, una condición necesaria para que una política económica sea eficaz es que ésta genere confianza entre los agentes económicos. En este sentido, los mercados financieros han asumido el papel de árbitros de las políticas económicas, de modo que determinadas variables financieras revelan el grado de credibilidad que tienen para dichos mercados.

En particular, en el caso español, una de esas variables es la denominada “prima de riesgo” de la deuda soberana (el diferencial entre el tipo de interés del bono a 10 años español y el del *bund* alemán). Esta variable ha adquirido un especial protagonismo a raíz de la crisis económica y financiera iniciada en 2007, que afecta en Europa de forma particularmente intensa a algunos de los países integrados en la Unión Monetaria Europea, como España. Cualquier aumento de este diferencial ha sido interpretado usualmente como un síntoma de desconfianza de los mercados sobre la viabilidad de la política económica española y/o sobre la evolución previsible de la economía nacional.

No obstante, caben además otras posibles interpretaciones. Por un lado, la evolución de dicho diferencial también podría reflejar las limitaciones de las políticas económicas nacionales en el marco de la Eurozona (caracterizada por un elevado grado de integración monetaria y financiera) y que, en última instancia, condicionan la eficacia de las mismas. Por otra parte, los mercados podrían estar penalizando fallos en la coordinación de las políticas monetarias y fiscal en el seno de la Eurozona, coordinación que resulta especialmente difícil si se tiene en cuenta que no existe una política fiscal común y que dichas políticas siguen siendo competencia de los estados nacionales, mientras que la política monetaria la instrumenta una autoridad de carácter supranacional y, formalmente, independiente de los gobiernos. Finalmente, también cabe contemplar la posibilidad de que la prima de riesgo de la deuda soberana española, indirectamente, podría reflejar los riesgos de disgregación de la zona euro.

En el presente trabajo pretendemos aportar alguna evidencia empírica que nos permita valorar en qué medida la evolución reciente de la prima de riesgo de España desde el desencadenamiento de la última crisis económica en 2007 se ajusta a alguno de los anteriores planteamientos. Más concretamente, tratamos de valorar el impacto sobre el comportamiento de la prima de riesgo de la deuda española de dos intentos de incidir sobre esta variable por parte de *policymakers* que operan en distintos niveles de gobierno: nacional y supranacional (europeo). Por un lado, la reforma del artículo 135 de la Constitución Española en agosto de 2011 estableciendo un “techo de deuda” y la prioridad absoluta al servicio de dicha deuda. Por otro lado, las famosas declaraciones del Presidente del Banco Central Europeo (BCE) en julio de 2012, en apoyo al euro.

Para llevar a cabo el análisis empírico, contrastamos la posible existencia de rupturas estructurales en la serie temporal mensual del *spread* de la deuda pública española en el período comprendido entre 2007 y 2014. En principio, de resultar eficaz cualquiera de los dos eventos mencionados, la prima de riesgo debería reflejarlo a través de un cambio perdurable en las propiedades de la serie temporal de dicha variable en el entorno temporal de las fechas en las que se toman medidas que tienen como objetivo la reducción del *spread*.

El trabajo se estructura como sigue. En la segunda sección abordamos la justificación teórica que, a priori, respaldaría las medidas de carácter fiscal y monetario antes mencionadas. En la tercera sección llevamos a cabo el análisis empírico, describiendo la metodología econométrica empleada y desarrollando la discusión de los resultados obtenidos. Finalmente, sistematizamos las principales conclusiones.

2. Política fiscal y política monetaria en la Eurozona: reforma constitucional y papel del BCE

2. 1. Decisiones de política fiscal

Como señala Mochón (2012), en un contexto donde la prima de riesgo se ha convertido en una referencia imprescindible para chequear la salud de las economías, esta crisis ha afectado severamente a la estabilidad de las finanzas públicas, y una de las primeras medidas que se han adoptado para paliar este problema ha sido incluir el

principio de estabilidad presupuestaria a las normas legislativas supremas, acción conocida como “regla de oro”. En este sentido, Alemania fue la pionera, reformando en 2009 su texto constitucional de 1949, tras un largo período de reflexión; a ella le siguieron España (2011) e Italia (2012). Otros países, como Francia, han optado por incluir la regla de estabilidad presupuestaria en normas de rango inferior.

Si la reforma constitucional se aborda desde el punto de vista de la Teoría Positiva de la Política Económica, pueden situarse en el ámbito del análisis las normas de control presupuestario y de los límites constitucionales al crecimiento del déficit público. Una explicación del enfoque constitucional de los temas fiscales que justifican el establecimiento de este tipo de reglas se encuentra en Brennan (1984). En este terreno, las normas presupuestarias constituyen una forma de autocontrol para los agentes políticos. Si la sociedad exhibe preferencias dinámicamente inconsistentes con respecto a la política fiscal, inclinándose siempre en el periodo corriente por mayores déficits de lo se había acordado previamente, las reglas presupuestarias pueden proporcionar un mecanismo que restringe la discreción del *policymaker*. Sin estas leyes, se daría un típico problema de *free-rider*: los legisladores probablemente deseen mantener la disciplina fiscal, pero resulta imposible hacerlo unilateralmente sin dañar a sus votantes o sin influir sobre sus perspectivas de reelección.

Más concretamente, el riesgo de demora en la aplicación de medidas que reduzcan los desequilibrios presupuestarios plantea a las autoridades de política económica la necesidad de tomar medidas drásticas, y entre las soluciones potenciales que teóricamente contribuirían a dotar a la política fiscal de una mayor responsabilidad están las leyes que obligan a mantener el presupuesto equilibrado .

En el caso de España, la reforma del artículo 135 de la Constitución –la segunda¹ en los treinta y seis años transcurridos desde la aprobación de nuestra Constitución (en lo sucesivo, CE)– supuso modificar dicho artículo por acuerdo tan sólo de los dos partidos mayoritarios (PSOE y PP), a los que apoyó UPN, en pleno periodo vacacional

¹ La primera tuvo lugar en 1992, como consecuencia del Tratado de Maastricht. Se refería a los derechos políticos vinculados a la ciudadanía europea; concretamente, implicó el cambio del artículo 13.2 para reconocer el derecho de sufragio pasivo a nacionales de los Estados miembros residentes en España.

de agosto, y tal reforma fue tramitada con gran urgencia y sin el respaldo de ningún referéndum².

El preámbulo de dicha reforma, de 27 de septiembre de 2011, cuyo desarrollo normativo se realizó a través de la Ley Orgánica 2/2012 (aprobada en abril de 2012), toma como referente el Plan de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la UE, y justifica esta modificación por “la actual situación económica y financiera, marcada por una profunda y prolongada crisis”, estableciendo la finalidad de “[...] fortalecer la confianza en la estabilidad de la economía española a medio y largo plazo”, así como también “[...] reforzar el compromiso de España con la Unión Europea y, al mismo tiempo, garantizar la sostenibilidad económica y social de nuestro país”.

Esta reforma ha implicado un importante cambio tanto en el plano formal como en el material, en la regulación de las finanzas públicas. Los aspectos más destacables (Embido, 2012; Medina, 2012) se refieren a:

1. La incorporación del Derecho europeo como un genérico *benchmark* de constitucionalidad para fijar límites al déficit estructural y al volumen de deuda pública asumido por el conjunto de las Administraciones Públicas (art. 135.2 CE).
2. La obligatoriedad de que tanto el Estado como las Comunidades Autónomas tengan que ser autorizadas por ley para emitir deuda pública o solicitar créditos (art. 135.3 CE).
3. El mandato por el cual los pagos ligados a la deuda pública (intereses y amortizaciones de la misma) tendrán una prioridad absoluta sobre cualquier otro gasto (art. 135.3 CE).

En cuanto a los objetivos que se fijan para el déficit, no son más exigentes que los de la legislación vigente hasta entonces, sino todo lo contrario: de hecho, son menos duros que la Ley de Déficit Cero aprobada en 2001 y que estuvo vigente hasta 2006. Por lo tanto, en este sentido no supusieron una mayor restricción sobre la política fiscal que la normativa anterior a la reforma. Sin embargo, no ocurre lo mismo con la deuda pública: la exigencia de que la deuda pública española se sitúe en el 60% del PIB en 2020 es muy estricta, y a día de hoy parece absolutamente incumplible (Marín, 2014).

² En la reforma de 1992 tampoco hubo referéndum (contemplado en el art. 167 CE), pero dicha reforma contó con el apoyo de todos los grupos parlamentarios.

Por lo que se refiere al criterio de prioridad absoluta que se acaba de indicar (“regla de oro”) supone una importante limitación a la autonomía política del Parlamento español, a la hora de decidir respecto a aspectos esenciales del Estado social, como son los gastos en materia de sanidad, educación, pensiones, etc. Dicho criterio constituye, en el fondo, un “golpe de efecto” para transmitir a los inversores internacionales un mensaje tranquilizador asegurándoles las máximas garantías frente a la posibilidad de *default* por parte de España.

Ciertamente, la Ley Orgánica 2/2012 conllevó destacadas novedades para estabilidad de las Administraciones Públicas en general y de las Comunidades Autónomas en particular, como son:

1. La introducción de un techo al gasto público: no puede incrementarse a un ritmo superior a la tasa de variación nominal del PIB.
2. El establecimiento de un límite para la deuda pública: 60% del PIB, y distribuido en función de los niveles de gobierno (13% para las Comunidades Autónomas).
3. La sustitución del déficit total por el déficit estructural, y su igualación a cero como meta (en 2020).
4. El mayor control de las haciendas subcentrales, incluyendo sanciones severas.

No obstante, la experiencia española hace pensar que no es suficiente con establecer límites rigurosos a la deuda o el déficit para conseguir los objetivos deseados, como mostró por ejemplo la desviación en más de dos puntos en el déficit de 2011. La evidencia empírica (Eyraud y Lusinyan, 2011; Foremny, 2011) deja patente que, si bien las reglas fiscales son muy eficaces en países muy centralizados, no sucede lo mismo en los descentralizados, como España, en los cuales resulta más relevante el grado de autonomía y corresponsabilidad fiscal de los gobiernos subcentrales, observándose que a mayor descentralización tributaria, mayor disciplina fiscal. Asimismo, cabría apuntar que los límites al gasto y al déficit son menos importantes para la estabilidad presupuestaria que los procedimientos presupuestarios, que incluyen aspectos tales como la transparencia, los límites a la flexibilidad presupuestaria o el peso específico del ministro de Hacienda dentro del Gobierno (González-Páramo, 2001). Finalmente, y no menos importante, está la eventualidad de que las reglas y límites cuantitativos puedan tentar el recurso a técnicas de “contabilidad creativa” para desviar gastos y déficit hacia organismos no computables a efectos de aquéllos.

2. 2. Decisiones de política monetaria

Desde el punto de vista teórico, la adopción de reglas de disciplina fiscal tiene importantes implicaciones para la instrumentación de la política monetaria (Marín y Peñalosa, 1997). En concreto, si se implementa una reforma fiscal que permite al déficit público fluctuar cíclicamente, en principio, no sería necesario ningún ajuste relevante en la política monetaria, sobre todo si ésta reacciona de manera óptima ante la evolución de la inflación y del PIB real. Sin embargo, las enmiendas legales que eliminan las fluctuaciones cíclicas del déficit exigen cambios en la política monetaria. En concreto, dentro de un esquema de control monetario en el que el tipo de interés de intervención del banco central es el principal instrumento, éste debería reaccionar en mayor medida ante las variaciones del PIB real. Es decir, cuando no operan los estabilizadores automáticos, una política monetaria que responda en mayor medida a las fluctuaciones del output real contribuye a restablecer la pérdida de estabilidad asociada a la eliminación de aquéllos.

Conviene hacer hincapié en la importancia de las interacciones entre las políticas monetaria y fiscal porque si las dos políticas son instrumentadas independientemente se corre el riesgo de que las respectivas autoridades encargadas de las mismas implementen las políticas de tal forma que den lugar a una situación que constituya una fuente de inestabilidad. De ahí la necesidad de coordinar las políticas monetaria y fiscal (Capoen *et al.*, 1994). Sin embargo, desafortunadamente, es difícil poner en práctica la mencionada coordinación y hacerla operativa (Sterdyniak y Villa, 1993). A este respecto cabe destacar el problema añadido que supone el hecho de que en el ámbito de la Eurozona las decisiones de política monetaria las toma el BCE, una autoridad de carácter supranacional, independiente de los gobiernos y que actúa bajo un mandato claro que establece como objetivo prioritario la estabilidad de precios en el conjunto de la zona euro. Evidentemente, este entramado institucional limita significativamente las posibilidades de coordinación y cooperación entre las autoridades de política fiscal y monetaria.

En este sentido, tanto el primer intento de coordinación fiscal que se implementó inicialmente con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y más recientemente con la incorporación a la Constitución de las reglas de equilibrio presupuestario no parecen

haber surtido el efecto esperado. En particular, si la política fiscal no es suficientemente flexible (falta de flexibilidad que en este caso se concreta en el carácter restrictivo de la misma en el período de recesión económica), se produce una combinación desequilibrada entre política monetaria y política fiscal.

En un contexto de estas características, el papel compensador de la política monetaria se traduciría en rebajas de los tipos de interés e incluso en la adopción de las denominadas como políticas monetarias no convencionales cuando el banco central se enfrente a las limitaciones que imponen escenarios con tipos de interés muy próximos a cero.

En el caso concreto que nos ocupa, el inicio de la adopción del mencionado papel compensador de la política monetaria quizás se podría situar en el discurso pronunciado por Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, en la Global Investment Conference, celebrada en Londres el 26 de julio de 2012. En esta comparecencia pública, el mensaje que quiere trasladar la autoridad de política monetaria única es inequívoco: la irreversibilidad del euro. Esta señal es la que se le atribuye fundamentalmente a la famosa afirmación “*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.*”³

En el marco de este mismo discurso, Draghi asume expresamente que el tamaño de las primas de riesgo era competencia del BCE y afirma que en la medida en que la magnitud de estas primas daña el mecanismo de transmisión monetaria, la reducción de las mismas es un objetivo legítimo, especialmente si no compromete el logro del objetivo de la estabilidad de precios.

En la línea de reforzar la credibilidad del compromiso con acciones, el 2 de agosto de 2012 el Consejo de Gobierno del BCE anunció la puesta en marcha de un programa de *Outright Monetary Transactions* (OMT) mediante el cual llevaría a cabo compras en el mercado secundario, bajo ciertas condiciones, de deuda soberana de los Estados miembros de la Eurozona con la finalidad de salvaguardar la eficacia del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En realidad, el OMT respondía a la

³ Es decir: “Dentro de nuestro mandato, el BCE está dispuesto a hacer lo que sea necesario para preservar el euro. Y créanme, será suficiente.”

necesidad de neutralizar la especulación en los mercados de deuda soberana y de ofrecer protección a los países periféricos (fundamentalmente España e Italia) frente al riesgo de *default*. La aplicación de este programa junto con el anuncio de Draghi supone asumir que el BCE de facto actuaría como prestamista de último recurso de países miembros que tuvieran serios problemas de solvencia. Uno de los aspectos más destacables de esta actuación como instrumento de gestión de las expectativas es su papel disuasorio. En realidad, actúa como un seguro y lo ideal es que no sea necesario utilizarlo (Bauer y Rudebusch, 2014).

3. Análisis empírico

3. 1. Metodología

Como se ha indicado anteriormente, el objetivo de este trabajo es determinar en qué medida dos actuaciones concretas (reforma del artículo 135 CE en septiembre de 2011 y declaraciones de Mario Draghi en julio de 2012) han tenido un impacto duradero en la prima de riesgo española.

Desde un punto de vista empírico, el análisis de este posible impacto suscita dos cuestiones a tener muy presentes. Por un lado, dicho impacto puede no ser instantáneo, es decir, cabría la eventualidad de que el efecto de los *shocks* sobre el *spread* de tipos de interés fuese retardado. Por otra parte, a priori, de existir un impacto, se podrían dar dos casos, bien distintos desde el punto de vista de su repercusión: (i) que se registrase una reducción puntual de la prima de riesgo, pero luego esta variable volviese a comportarse igual que venía haciéndolo hasta entonces, o (ii) que dicha prima experimentase una disminución más duradera, de modo que en períodos subsiguientes el *spread* permaneciese a unos niveles inferiores a los que tenía en momentos previos a los *shocks* estudiados.

Estas cuestiones hacen aconsejable usar una metodología econométrica que “deje hablar” a los datos, es decir, que permita que la propia serie temporal revele, por sí misma (sin apriorismos establecidos por el investigador, como sucede por ejemplo con la utilización del método de Chow), si se han producido o no impactos significativos en su evolución y, en caso de que así sea, de qué tipo son. En este sentido,

creemos que los métodos de análisis de raíces unitarias en presencia de rupturas estructurales, como son los de Perron y Vogelsang (PV) y Clemente, Montañés y Reyes (CMR) resultan idóneos para el caso que nos ocupa. La aplicación de estos métodos garantiza una mayor robustez de los resultados puesto que se trata de una metodología econométrica que, entre otras, cuenta con la ventaja de salvar la posible existencia de retardos en la respuesta del spread ante los dos hechos analizados.

Ambos procedimientos permiten detectar y establecer el grado de significatividad de dos tipos de rupturas, es decir, valores atípicos o *outliers* que reflejan un cambio de comportamiento significativo en la evolución seguida por una serie temporal cualquiera, a saber:

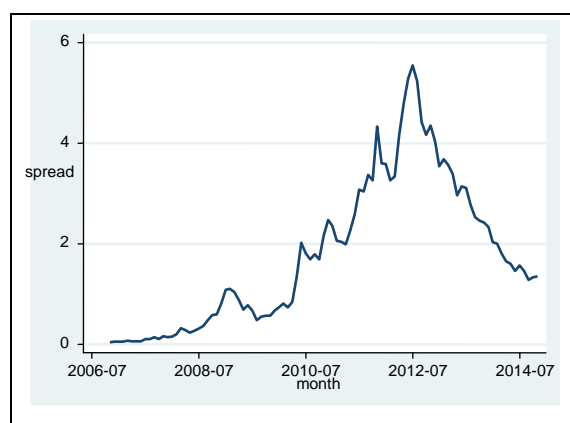
- Rupturas aditivas o AO (*Additive Outliers*): Sucesos (efectos externos) que afectan a una sola observación, a un único instante temporal. Después del *shock*, la serie vuelve a su senda habitual como si nada hubiese pasado.
- Rupturas innovadoras o IO (*Innovative Outliers*): Implican un cambio en el comportamiento de la serie que afecta a las observaciones en el momento del impacto y también en períodos posteriores. Una ruptura innovadora puede resultar en un cambio de la estructura de la serie, como puede ser un cambio en el nivel y/o en la pendiente (*trend*) de la misma.

En el caso investigado en esta Comunicación, la taxonomía que se acaba de realizar podría traducirse del siguiente modo. Si existen rupturas aditivas, tanto la reforma constitucional como las declaraciones del presidente del BCE tendrían un efecto meramente puntual, sobre la prima de riesgo en el momento de producirse esos *shocks*. Pasada la “sorpresa” momentánea para los mercados, la prima de riesgo continuaría exactamente la misma senda que había venido siguiendo hasta entonces. En definitiva, ambos *shocks* habrían resultado intrascendentes en lo que concierne a disminuir el nivel del *spread* de España. De haber rupturas innovadoras, las actuaciones analizadas habrían variado de forma duradera el patrón de comportamiento de la serie temporal de la prima de riesgo española. Por lo tanto, en tal caso, tales *shocks* sí tendrían un alcance relevante en cuanto a sus efectos sobre el *spread*. Si no se detectasen rupturas de ningún tipo (aditivas o innovadoras), la conclusión sería que los *shocks* analizados no habrían tenido absolutamente ningún efecto sobre la prima de riesgo, serían totalmente irrelevantes de cara a la evolución seguida por esta variable.

A la vista de lo señalado, en las circunstancias de este trabajo, la estrategia que nos pareció más adecuada fue la siguiente. En primer lugar, aplicamos el test de dos rupturas (CMR); de no resultar ambas significativas, usar test de una ruptura (PV). En segundo lugar, analizamos la posibilidad existencia de rupturas innovadoras y, en caso de no detectarse ninguna, determinamos si hay rupturas aditivas.

En la siguiente sección se presentan los resultados obtenidos conforme a la estrategia de análisis que se acaba de apuntar, análisis que se realiza a partir de los datos mensuales de la prima de riesgo en el período comprendido entre el año 2007 (comienzo de la actual crisis económica) y el año 2014. Esta información fue obtenida de la web del Banco Central Europeo⁴. Las series respectivas se representan en el Gráfico 1.

Gráfico 1: Prima de riesgo española en el período 2007-2014



Fuente: Elaboración propia.

3. 2. Resultados

Aplicando la metodología explicada en el subepígrafe anterior, nos encontramos (véase Anexo I) con que en todos los países existían dos rupturas estructurales de carácter innovador, muy significativas (1%), tal y como se muestra en la Tabla 1.

⁴ <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>

Tabla 1: Rupturas estructurales en la serie de la prima de riesgo

País *CMR-IO_Rup 1(+)* *CMR-IO_Rup 2 (-)*

España mar-10*** jun-13***

(***) Significativa al 1%

Fuente: Elaboración propia.

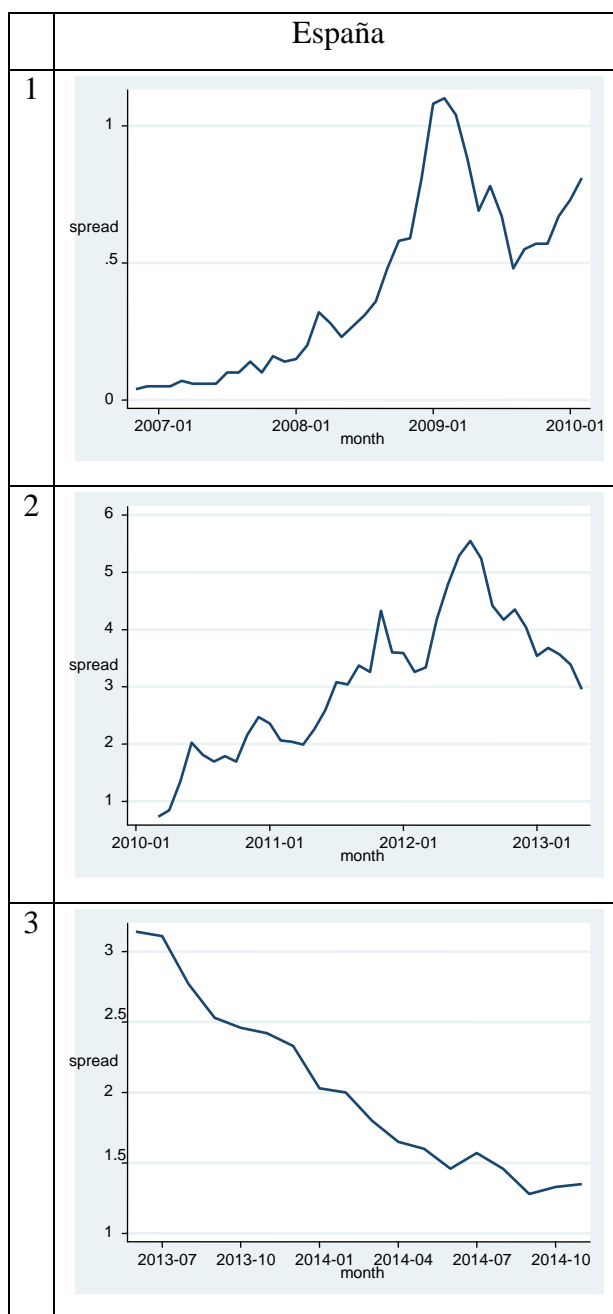
En la Tabla 2 se muestran las medias y desviaciones típicas de las series de la prima de riesgo en los tres tramos delimitados por los puntos de ruptura señalados, y en el Gráfico 2 se representan dichos tramos.

Tabla 2: Medias y desviaciones típicas de la prima de riesgo, por tramos

País	Tramo 1	Tramo 2	Tramo 3
España	Hasta feb-10	Desde mar-10 hasta may-13	Desde jun-13
	N = 40	N = 39	N = 18
	Media = 0.4095	Media = 3.0738	Media = 2.0161
	D. T. = 0.3268	D. T. = 1.2169	D. T. = 0.6126

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 2: Prima de riesgo, por tramos



Fuente: Elaboración propia.

A la vista de estos resultados, en el caso español el análisis llevado a cabo sitúa una ruptura estructural al alza en la serie del *spread* en marzo de 2010 y una a la baja en junio de 2013.

3. 3. Discusión de los resultados

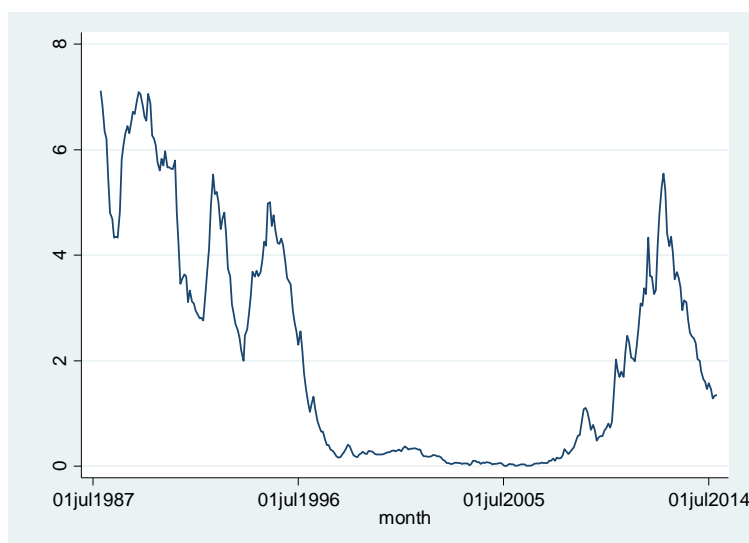
En aras de la sistematización, a la hora de interpretar los resultados distinguimos tres períodos: el previo a la primera ruptura estructural al alza (en marzo de 2010), el comprendido entre la primera y segunda ruptura (en junio de 2013) y, finalmente, el posterior a la ruptura estructural a la baja.

Período previo a 2010

En cuanto a la ruptura estructural al alza que se sitúa en marzo de 2010, el análisis de Pisani-Ferri (2012) ofrece una explicación coherente con este resultado. De acuerdo con el planteamiento de este autor, con la creación del euro los especuladores, que tradicionalmente habían centrado su atención en el riesgo de cambio, modifican su enfoque con la creación de la Unión Monetaria Europea. A partir de ese momento los Estados miembros tienen que adoptar una política económica coherente con el nuevo contexto y demostrar que pueden prosperar en dicho contexto de modo sostenible. En palabras del propio autor: “Cambian una vigilancia continuada por una exigencia de coherencia en el tiempo [...] la coerción no había desaparecido, sólo había cambiado de forma y de temporalidad”. Antes de la creación del euro, los diferenciales de tipos de interés entre la deuda de distintos países reflejaba fundamentalmente la preocupación por el riesgo de cambio. Por el contrario, después de la creación del euro, los *spreads* de la deuda soberana evalúan la solvencia de los países, e indirectamente, también pueden reflejar los riesgos de disgregación de la zona euro.

La verosimilitud de esta explicación se visualiza en el Gráfico 3, en el que se observa cómo el valor del *spread* cae drásticamente con la creación del euro y se mantiene estable a niveles históricamente bajos durante aproximadamente una década.

Gráfico 3. Prima de riesgo de España (nov 1987- nov 2014)



En suma, con la creación del euro se abre una especie de paréntesis (entre 1999 y 2008) en el que se atenúa la influencia de los mercados sobre la política económica. Este paréntesis se cierra en 2010, cuando los especuladores recuperan su actividad y los mercados vuelven a ser evaluadores estrictos de las políticas económicas de los Estados miembros de la Eurozona.

Tal y como se ha comentado previamente, con el desencadenamiento de la última crisis y ya en el marco de la moneda única, los mercados comienzan a cuestionar la solvencia de determinados países, con lo cual cada uno de estos se ve de nuevo enfrentado al juicio de los mercados (Pisany-Ferry, 2012). En este contexto, la ruptura estructural al alza que se sitúa en marzo de 2010 es el reflejo de las dudas que los mercados albergan sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas españolas y/o sobre la viabilidad del conjunto de la Eurozona como unión monetaria. No en vano, a principios de este año se reconoce que el déficit público alcanzó en España en 2009 el 11,9 % del PIB y además es la época en la que se agudiza la crisis griega y la amenaza de que ésta se extendiese al resto de la Eurozona.

Período 2010-2013

Ante la evolución de los acontecimientos, la reducción de la prima de riesgo se convierte en uno de los objetivos prioritarios de los *policymakers* nacionales en un primer momento y, posteriormente, también de las autoridades de carácter supranacional como es el caso del BCE.

En este contexto, una de las primeras medidas que se adoptaron para paliar el problema fue incluir el principio de estabilidad presupuestaria en la Constitución. A pesar de que con la reforma se trata de convertir una promesa en un compromiso, la credibilidad que éste le merece a los mercados es, cuando menos, escasa. En lo que se refiere a las limitaciones de la reforma constitucional, algunos de los elementos que podrían explicar el reducido alcance de la misma podrían ser los siguientes.

En primer lugar, cabe mencionar, tal y como señalan Abad y Hernández (2011), que el hecho de contemplar la posibilidad de que bajo ciertas circunstancias (desastres naturales, recesión económica o situaciones de emergencia extraordinaria) los límites que establece la norma puedan flexibilizarse, es de suponer que erosionen la credibilidad del compromiso. Además, estos mismos autores destacan como limitación a la credibilidad de la norma (incluso más determinante que la anterior) el hecho de que no se establezca ningún mecanismo para garantizar el compromiso mediante el cual se le otorga prioridad absoluta al servicio de la deuda.

La aprobación de la reforma constitucional limita el margen de actuación de los estabilizadores automáticos y configura una política fiscal en la que pondera por encima de todo la consolidación fiscal y que, por lo tanto, tiene una orientación marcadamente restrictiva. Por su parte el BCE, fuertemente condicionado por la perspectiva alemana, instrumenta una política monetaria también restrictiva. Si tenemos en cuenta que los mercados tradicionalmente han preferido una combinación de política fiscal restrictiva y política monetaria expansiva, esta combinación no sería la óptima, especialmente desde el punto de vista de los intereses del capital financiero.

De hecho, los mercados pueden percibir esta combinación de políticas como insostenible, porque son conscientes de los elevados costes internos asociadas a la

misma, con lo cual es muy posible que anticipen una futura ruptura del euro con la salida de algunos países (dada la imposibilidad de que éstos pueden recurrir a la devaluación de la moneda doméstica como medida que palíe el deterioro de la situación). La generación de este tipo de expectativas es un factor clave en el desencadenamiento de fuertes ataques especulativos contra la deuda soberana de estos países, ataques que acaban disparando el *spread* de la deuda soberana de economías como la española a niveles que difícilmente serían justificables atendiendo a la evolución de las variables económicas fundamentales.

Ante las dificultades de contener la prima de riesgo en las economías periféricas de la Eurozona, el BCE da un paso importante en la orientación de la política monetaria, con el mencionado anuncio de Draghi en julio de 2012 y la puesta en marcha, prácticamente simultánea, del programa de OMT.

Si bien la reacción inmediata a este anuncio fue una bajada de la prima de riesgo, la mera coincidencia temporal de las señales que envía el BCE con el inicio de una evolución favorable de la prima de riesgo no permite demostrar la existencia de una relación causa-efecto. De hecho, conviene destacar que a pesar de que la actuación del BCE genera una reducción inmediata de la prima de riesgo, no se confirma el cambio estructural hasta un año después.

Además, la identificación de otros factores que potencialmente pueden tener influencia en esta variable, dificulta el aislamiento de la influencia de la política monetaria del BCE. Así, por ejemplo, el día 9 de julio de 2012 se hizo público el "Memorandum of Understanding" (MoU) del rescate del sistema bancario español. El MoU es un contrato que liga al gobierno de España con el de sus socios europeos y establece las bases del proceso de rescate del sistema financiero español. Este contrato impone a España, a su sistema financiero y a su gobierno una serie de condiciones y reformas marcadas en un calendario y unos controles estrictos. Por lo tanto, este factor no es descartable como uno de los elementos que incide positivamente en la prima de riesgo.

No obstante, de estos resultados no se puede desprender la ineficiencia de esas medidas de política monetaria y fiscal objeto de estudio. Lo más que se podría afirmar

es que fueron insuficientes para tranquilizar a los mercados y limitar el alcance de movimientos especulativos en los mercados de deuda soberana. Esta constatación, es coherente con la idea de que ante la presión de los mercados, probablemente la peor opción es ofrecer una respuesta incompleta a sus exigencias.

Ruptura estructural a la baja en 2013

En línea con la argumentación precedente y dado que la ruptura estructural a la baja en la prima de riesgo se detecta un año después del mencionado cambio de estrategia en la implementación de la política monetaria única, cabría plantearse qué ha sucedido entre el verano de 2012 y el de 2013.

Por un lado, en lo relativo a la política monetaria, en los meses de mayo y junio de 2013 el Consejo de Gobierno del BCE ofrece claros indicios de que está dispuesto a mantener bajos los tipos de interés durante el período de tiempo que sea necesario. Estas señales se confirman el 4 de julio de 2013, fecha en la que el BCE, siguiendo la estela de otros bancos centrales, adopta expresamente la estrategia de “forward guidance”⁵, anunciando formalmente que mantendrían los tipos de interés en niveles bajos durante los meses sucesivos (Bletzinger y Wieland, 2013). Con este tipo de anuncio los mercados reciben un mensaje inequívoco de que la política monetaria no cambiaría de signo hasta que la recuperación económica se consolide (Praet, 2013).

Aparte de la contribución a la reducción de la prima de riesgo que se pudiera derivar de la mencionada estrategia, una posible explicación podría tener que ver con el grave problema de la inestabilidad financiera que aquejaba a la economía española. En septiembre de 2012 se llevan a cabo los test de stress independientes que arrojan una necesidad de capital de 56 mil millones de euros para las entidades financieras españolas. Las medidas para cubrir esas necesidades fueron completadas en los meses siguientes, fundamentalmente en el primer trimestre de 2013. Es más, de acuerdo con los plazos establecidos en el MoU, antes de la fecha límite de finales de junio de 2013, un informe del FIM confirmaba que habían sido implementadas la totalidad de las medidas consideradas como relevantes (IMF, 2014). En este sentido, la ruptura

⁵ Anuncio sobre la orientación futura de la política monetaria.

estructural puede verse como un refrendo de los mercados a que España ya ha realizado un esfuerzo de transparencia y saneamiento considerable de su sistema financiero.

Por otra parte, en marzo de 2013, el Consejo Europeo se comprometió a concretar la unión bancaria estableciendo la hoja de ruta que debería conducir a la misma. En particular, el rápido acuerdo sobre un Mecanismo Único de Supervisión adoptado en abril de 2013, sólo siete meses tras la propuesta de la Comisión de septiembre de 2012, estableció la base de la Unión Bancaria, como parte integrante de la Unión Económica y Monetaria. Los mercados parecen avalar los pasos en esta dirección y a que se considera la Unión Bancaria como un paso imprescindible para superar la fragmentación y la incertidumbre actual del sistema financiero, que son incompatibles con el euro. Entre otras cosas, con la Unión Bancaria se garantizaría la estabilidad financiera y más concretamente se rompería el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano.

En definitiva, si asumimos una reacción inmediata de la prima de riesgo a cualquier alteración de los factores que inciden sobre la misma, los *lags* de efectos de la política económica sobre esta variable se puede considerar que no son significativos. De los resultados obtenidos para las rupturas, no se puede inferir que en el caso de España, tanto la reforma del artículo 135 de la Constitución como las declaraciones de Mario Draghi en defensa del euro tuvieran un efecto que repercutiese de forma duradera sobre el patrón de comportamiento de la serie temporal de la prima de riesgo.

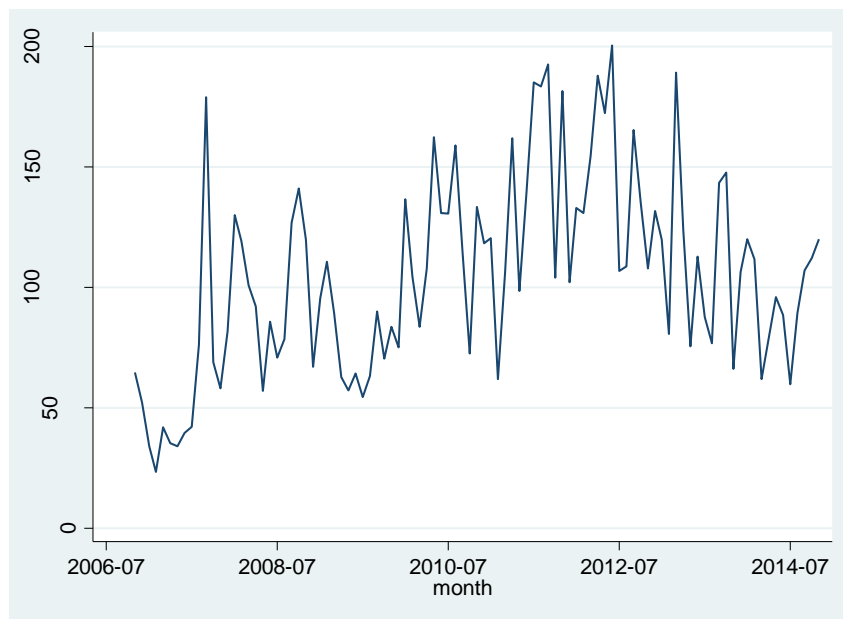
Prima de riesgo e incertidumbre sobre la política monetaria

Finalmente, a modo de evidencia adicional sobre el posible impacto que pueden tener medidas de política económica sobre la prima de riesgo, se puede analizar el comportamiento que tuvo en el período contemplado en nuestro análisis el denominado *Economic Policy Uncertainty Index* (EPUI) (Baker, Bloom y Davis, 2011) ⁶. Se trata de

⁶ Elaborado por Banco de la Reserva Federal de San Luis (Estados Unidos). Los datos del EPUI pueden consultarse en: <http://research.stlouisfed.org/fred2>.

un índice que trata de estimar la incertidumbre generada por la política económica⁷. En el Gráfico 4 se muestra la evolución seguida por dicho índice en España.

Gráfico 4: Evolución del Índice de Incertidumbre sobre la Política Económica (EPUI) en España



Fuente: Elaboración propia.

Aplicando al EPUI el test CMR (véase Anexo II), se puso de manifiesto la existencia de rupturas estructurales innovadoras significativas, que se recogen en la Tabla 3.

Tabla 3: Rupturas estructurales en la serie del EPUI

	<i>CMR-IO_Rup 1(+)</i>	<i>CMR-IO_Rup 2 (-)</i>
España	mar-10***	may-12**

(***) Significativa al 1%. (***) Significativa al 5%.

Fuente: Elaboración propia.

⁷ El valor del índice está normalizado al valor 100 en la media previa a 2011 que se recoge en la base de datos del Banco de la Reserva Federal de San Luis.

Aunque es difícil conocer su origen o, incluso si trata de una circunstancia específica de España, la ruptura estructural al alza que se sitúa en marzo de 2010 puede ser debida al carácter errático de la política económica española, entendiendo como tal el hecho de la adopción de innumerables medidas que han ido en contra de lo previamente anunciado e incluso generadoras de cierta inseguridad jurídica (Bentolila, 2015). Por lo demás, y en lo que concierne al objeto de estudio del presente trabajo, no obtenemos evidencia de que los eventos estudiados (reforma constitucional y declaraciones de Draghi) por si mismos hayan contribuido a reducir significativamente la incertidumbre relativa a la política económica.

4. Conclusiones

En términos generales, la evaluación conjunta de la evolución de la prima de riesgo de riesgo soberana y el análisis las decisiones de política económica adoptadas tanto por gobiernos nacionales de los Estados miembros de la Eurozona como por las autoridades supranacionales viene a poner de manifiesto que el carácter sistémico de la última crisis limita significativamente la eficacia de cualquier terapia parcial, exigiendo soluciones de carácter global que conllevarían altos niveles de cooperación/coordiación entre los distintos *policymakers*.

Más específicamente, en lo que se refiere a la reacción de los mercados financieros ante la reforma del artículo 135 de la Constitución Española y a las actuaciones más recientes del BCE, la evidencia empírica obtenida sugiere que:

- El compromiso que supone la inclusión de la regla del presupuesto equilibrado en la Constitución no consiguió reducir la prima de riesgo. Esto no significa que dicha medida se pueda catalogar como ineficaz o innecesaria: simplemente, no fue suficiente.
- El anuncio del presidente del BCE tratando de emitir una señal creíble a los mercados sobre la irreversibilidad del euro supone un punto de inflexión en la evolución de la prima de riesgo, pero la ruptura estructural no se detecta hasta un año después. Esto puede interpretarse como un síntoma de que la política monetaria no puede lograr por si sola los objetivos de estabilidad económica y estabilidad financiera.

Más específicamente, las propiedades de la serie temporal del *spread* de la deuda soberana española y, en particular, las rupturas estructurales detectadas en la misma revelan entre otras cosas:

- Los límites de las políticas fiscales implementadas a nivel de estados miembros
- Los límites de la política monetaria en el cumplimiento del doble objetivo de estabilización macroeconómica y estabilidad financiera
- La importancia de la coordinación de las políticas fiscales (implementadas por los Estados miembros) y la monetaria (instrumentada a nivel supranacional por una autoridad independiente de los gobiernos).
- La importancia de la coordinación entre política monetaria y regulación macroprudencial.

En definitiva, a la luz de la evidencia empírica obtenida, en su evaluación de las políticas económicas en el marco de la Eurozona, los mercados parecen penalizar los fallos de coordinación y la incertidumbre en la instrumentación de las políticas económicas.

Bibliografía

- Abad, J. M. y Hernández, J. (2011): *Spanish constitutional reform. What is seen and not seen*. CEPS Policy Brief, 253.
- Baker, S. R, Bloom, N. y Davis, S.J. (2013): *Measuring economic policy uncertainty*. Chicago Booth Research Paper, 13-02
- Bauer, M. and Rudebusch, G. (2014): “The signaling channel for Federal Reserve Bond purchases”, *International Journal of Central Banking*, 10 (3), pp. 223-289.
- Bentolila, S. (2015): “La incertidumbre creada por la política económica”, Nada es Gratis, 19 de febrero de 2015 (<http://nadaesgratis.es/bentolila/la-incertidumbre-creada-por-la-politica-economica>). Accedido el 19 de febrero de 2015.
- Bletzinger, T. and Wieland; V. (2013): “Estimating the European Central Bank’s ‘Extended Period of Time’”. Institute for Monetary and Financial Stability, Goethe University Frankfurt.
- Brennan, G. (1984): “Constitutional constraints on the fiscal powers of government”, versión española en *Hacienda Pública Española*, nº 124, pp. 189-199.

- Capoen, F., Sterdyniak, H. y Villa, P. (1994): “Indépendance des Banques Centrales, politiques monétaire et budgétaire: une approche stratégique”, *Revue de l’OFCE*, 50, pp.65-102.
- Embid, A. (2012): *La constitucionalización de la crisis económica*. Madrid: Iustel.
- Eyraud, L. y Lusinyan, L. (2011): *Decentralizing spending more than revenue: Does it hurt fiscal performance?* IMF Working Paper, 11/226. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11226.pdf>. Accedido el 24/3/2015.
- Foremny, D. (2011): *Vertical aspects of sub-national deficits: The impact of fiscal rules and tax autonomy in European countries*, MPRA Paper, 32998. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/32998/>. Accedido el 24/3/2015
- González-Páramo, J. M. (2001): *Costes y beneficios de la disciplina fiscal: La Ley de Estabilidad Presupuestaria en perspectiva*. Madrid: Instituto de Estudios Fiscales.
- International Monetary Fund (2014): *Spain. Financial sector reform: Final progress report*. IMF Country Report 14/59. Washington, D.C.
- Marín, J. (2014): *Entender la sostenibilidad financiera*, Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, Documento de Trabajo DT/2014/1. http://www.airef.es/system/assets/archives/000/000/022/original/doctcnico30072014_esp-140730024123-phpapp01.pdf?1410731016. Accedido el 24/3//2015.
- Marín, J. y Peñalosa, J.M. (1997): “Implicaciones del marco institucional y de la política presupuestaria para la política monetaria en España”, en Banco de España, *La política monetaria y la inflación en España*, Madrid: Alianza Economía (pp. 181-221).
- Medina, M. (2012): La reforma del artículo 135 CE, *Teoría y Realidad Constitucional*, Nº 29, pp. 131-164. <http://revistas.uned.es/index.php/TRC/article/view/6985>. Accedido el 24/3/2015.
- Mochón, L. (2012): La reforma del artículo 135 de la Constitución española y la subordinación de la deuda pública a la estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera, *Revista Española de Derecho Financiero*, Nº 155, pp. 99-137.
- Ontiveros, E. (2000): “Globalización financiera y soberanía económica”, *Moneda y Crédito*, 210, pp. 111-164
- Pisani-Ferry, J. (2012): *El despertar de los demonios. La crisis del Euro y como salir de ella*. Barcelona: Antonio Bosch Editor.

- Praet, P. (2013): “Forward guidance and the ECB”, VoxEU.org, 6 August (<http://www.voxeu.org/article/forward-guidance-and-ecb>). Accedido el 25 de marzo de 2015.
- Sterdyniak, H. y Villa, P. (1993): “Equilibres conjectureaux cohérents et coordination des politiques économiques”, *Revue d'économie politique*, 2, pp. 221-250.

ANEXOS

I. Test CMR para la prima de riesgo

Clemente-Montañés-Reyes unit-root test with double mean shifts, IO model

spread T = 87 optimal breakpoints : 2010-03 , 2013-06

AR(0)	du1	du2	(rho - 1)	const

Coefficients:	0.34920	-0.29936	-0.11222	0.06320
t-statistics:	3.196	-3.453	-3.325	
P-values:	0.002	0.001	-5.490 (5% crit. value)	

II. Test CMR para el EUPI

Clemente-Montañés-Reyes unit-root test with double mean shifts, IO model

epui_spain T = 87 optimal breakpoints : 2010-03 , 2012-05

AR(0)	du1	du2	(rho - 1)	const

Coefficients:	42.16203	-22.81131	-0.72225	57.81079
t-statistics:	4.283	-2.501	-7.425	
P-values:	0.000	0.014	-5.490 (5% crit. value)	