

# Raíces políticas de la ineficiencia del mercado de deuda pública en la eurozona

Political roots of Public Debt Market Inefficiency in the Euro Area

Grzegorz Waszkiewicz\*

## Resumen

La literatura internacional confirma la ineficiencia de los mercados de deuda soberana de la Eurozona antes de la última crisis, al mismo tiempo, adolece de la explicación suficiente de este fenómeno. Esto se debe a que las razones económicas y financieras no son completamente persuasivas, mientras que los aspectos relacionados con la política necesitan una aclaración más profunda. Por lo tanto, este artículo tiene como objetivo definir las raíces políticas de la ineficiencia de los mercados de deuda soberana en la zona euro antes de 2009. Combinando el escrutinio de datos estadísticos con hallazgos de la literatura internacional, concluye que la gobernanza económica europea deformaba los requisitos de eficiencia del mercado. En consecuencia, los agentes del mercado que operan sin apoyo institucional no pudieron realizar una valoración fiable.

**Palabras clave:** riesgo, instituciones, rendimiento de bonos, evaluación

## Abstract

The international literature confirms the inefficiency of sovereign debt markets in the Euro Area before the last crisis, at the same time, it suffers from the insufficient explanation of this phenomenon. That is because economic and financial reasons are not fully persuasive while politics-related aspect needs for deeper clarification.

Thus, this piece aims to define the political roots of sovereign debt markets inefficiency in the Eurozone before 2009. Combining statistical data scrutiny with findings from the international literature, concluded that European economic governance deformed the requirements of market efficiency. Consequently, market players operating without institutional support were unable to make a reliable valuation.

---

\* Ph.D. at Military University of Technology, Warsaw, Poland. E-mail [gwaszk@gmail.com](mailto:gwaszk@gmail.com).  
Traducción del inglés al español por Jesús Sosa y Wesley Marshall.

**Keywords:** risk, institutions, bond yields, evaluation

**JEL codes:** E44, F34, P16

## Introducción

El problema de la ineficiencia de los mercados financieros está profundamente arraigado en la literatura financiera y se remonta a los años sesenta, aunque a menudo se subestimó en términos de los mercados de deuda soberana. Eso se debe a que muchos economistas solían creer que los mercados de bonos públicos no están conectados con ningún riesgo. Sin embargo, la última crisis financiera reavivó el debate sobre la eficiencia de los mercados de deuda pública porque la quiebra pública resultó ser una amenaza para los mercados desarrollados de la zona euro.

Mientras que los aspectos económicos y financieros de la ineficiencia de los mercados de deuda soberana están bien documentados, el impacto político necesita una explicación más detallada. Por este motivo, el artículo tiene como objetivo explicar cómo la esfera política afectó la eficiencia de los mercados de deuda soberana en la zona euro antes de 2009. Para lograr este objetivo, el texto se estructura de la siguiente manera. En primer lugar, se presenta la teoría sobre la eficiencia informativa y se define el problema principal a partir de datos estadísticos de los mercados de deuda pública. En la siguiente parte, mostramos los vínculos entre política y los requisitos obligatorios para la eficiencia del mercado financiero. Sobre esta base, mostramos cómo la gobernanza europea afectó las condiciones básicas de eficiencia. Al final, se discuten los motivos políticos que alientan a las instituciones a distorsionar las reglas del juego y finalmente anotar algunas conclusiones.

En conclusión, se afirma que la gobernanza económica europea deformó la situación en los mercados de deuda soberana. Las instituciones relacionadas con la política que incumplían los requisitos de eficiencia aseguraron el interés de los acreedores

soberanos y al mismo tiempo marginaron la posición de los inversores en el mercado. En consecuencia, los actores del mercado fueron incapaces de disciplinar a los deudores además de contar con información confiable del ámbito financiero y económico debido a la falta de incidencia institucional en el proceso de evaluación de los bonos. Por último, la estrategia política común de las autoridades e instituciones europeas contribuyó a la ineficiencia del mercado de deuda en la zona del euro.

### **1. El problema: la ineficiencia del mercado entre 1999-2008**

La hipótesis del mercado eficiente (HME) pertenece a las principales teorías neoclásicas que describen el mercado financiero. Describe la situación, donde los precios se están acomodando rápidamente a nueva información de dentro y fuera de la economía (Fama, 1970) sin ignorar ningún dato, y sin errores sistemáticos (Beechey et al., 2000). El mercado financiero es eficaz en un sentido informativo cuando proporciona a todos los participantes del mercado noticias que pueden descontarse rápidamente en los rendimientos (el precio) de los instrumentos financieros. Finalmente, los participantes del mercado pueden tener éxito en una evaluación confiable siempre que cuenten con un marco institucional que respalde su función.

Los actores del mercado de deuda en respuesta a la política económica incierta en la economía del deudor pueden esperar una prima de riesgo más alta y precios más bajos para los bonos públicos. Es por eso que los rendimientos futuros de los bonos dependen de valores anteriores, así como de noticias inesperadas (factor aleatorio<sup>1</sup>), que describe la reacción del mercado a la nueva información. La aleatoriedad de los rendimientos de los bonos

---

<sup>1</sup> El factor aleatorio -o impredecible- describe la reacción de los agentes del mercado ante las malas noticias sobre el deudor público (Waszkiewicz, 2020).

significa que un inversor individual no puede predecir los rendimientos (los precios) futuros de los bonos, independientemente del acceso a información confiable. Por otro lado, debido a un efecto aleatorio, los rendimientos de los bonos no son rígidos sino susceptibles a cambios.

Las expectativas de los inversores se crean con base en información pasada y actual de las áreas económica, financiera y política (Erb, 1996). Si bien es bastante fácil encontrar indicadores de posición económica o financiera, existe un problema en el ámbito político<sup>2</sup>. Eso se debe a que no hay indicadores políticos bien definidos debido a motivos políticos poco claros u ocultos. Por lo tanto, el impacto político debe analizarse de manera diferente al económico o financiero, y tiene en cuenta el comportamiento de políticos e instituciones relacionadas con la política.

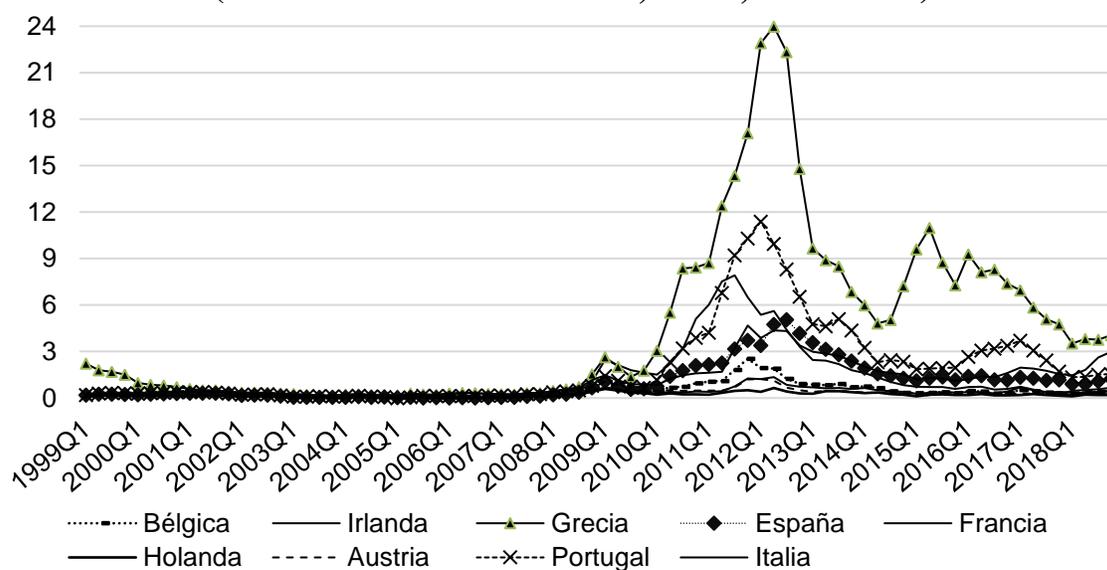
Scot (2006) apunta a esto cuando habla sobre el capitalismo en las economías democráticas como un sistema de tres niveles. El primero se refiere al mercado, es decir, los agentes del mercado, alimentados por los beneficios económicos, que reaccionan de inmediato a la nueva situación. El segundo nivel consiste en los fundamentos institucionales básicos, incluidos los agentes del estado que hacen cumplir las normas y reglamentos. El tercer nivel lo crea la autoridad política, típicamente uno con funciones especializadas como los poderes ejecutivo, legislativo y judicial. En resumen, dado que la gobernanza económica es coherente con las preferencias políticas (Begg, 2008), las instituciones suelen poner en práctica la visión política. Por tanto, las condiciones institucionales cambiantes del mercado obligan a los agentes del mercado a reaccionar (reacción del mercado).

---

<sup>2</sup> Más sobre el riesgo político moderno en: Waszkiewicz (2017).

En cuanto al aspecto práctico del problema, los datos estadísticos confirman la ineficiencia de los mercados de deuda soberana de la zona euro (Gráfica 1). La escala de inversión se expresa mediante el diferencial de bonos (BS). Esta medida describe la escala de diferenciación entre los rendimientos de los bonos a diez años (10Y) ofrecidos por el deudor soberano particular frente a los rendimientos de los bonos del deudor público más solvente (seguro). En el caso de la Unión Económica Monetaria (UEM)<sup>3</sup>, los bonos públicos alemanes se perciben infaliblemente como los activos más seguros.

**Gráfica 1**  
**Diferenciales de los bonos en las economías europeas<sup>4</sup>**  
**(contra los bonos alemanes, en %, 1999-2018)**



Fuente: Eurostat Statistics.

Los datos muestran (Gráfica 1) la rigidez del BS antes de 2009 contrariamente al período posterior. Solo una comparación de estadísticas descriptivas básicas (Apéndice 1) entre dos períodos (1999-2008 vs. 2009-2018) demostró la ineficiencia del mercado

<sup>3</sup> Mecanismo Monetario Europeo (Zona de Moneda Única).

<sup>4</sup> Solo se consideran algunas economías en euros porque el objetivo es presentar tendencias comunes, no un análisis país por país.

en el primero. Aunque todas las economías presentadas se beneficiaron de trayectorias similares de prima de riesgo, difirieron en términos de desempeño económico y financiero.<sup>5</sup> Se muestra (Apéndice 2) cuáles economías sufrieron un alto desequilibrio en la cuenta de capital, un alto endeudamiento público y privado, y finalmente, una baja competitividad.

En resumen, las condiciones macroeconómicas desfavorables de las economías periféricas no afectaron los cambios en los diferenciales de los bonos, se mantuvieron rígidos. Así, los factores económicos y financieros no condicionaron la ineficiencia del mercado de deuda, por lo que nos centramos en el ámbito político. En otras palabras, se intenta analizar cómo una estrategia política de las instituciones europeas podría afectar la ineficiencia de los mercados de deuda pública en la zona euro.

### **Políticas y requisitos de eficiencia de los mercados de deuda**

Según Mishkin (2009) la caída de los precios de los bonos provoca el crecimiento de su rendimiento, por lo tanto, la cantidad de deuda emitida disminuye. Al mismo tiempo, aumenta la demanda de bonos públicos por parte de los inversores, ya que los acreedores pueden pagar menos mientras reciben más beneficios (mayor rendimiento). Sin embargo, dejando a un lado los factores del mercado, la oferta (y la demanda) también puede verse afectada por otros factores, mientras que el rendimiento (el precio) permanece sin cambios. Ocurre cuando los deudores colocan más deuda para cubrir gastos adicionales, especialmente los justificados políticamente. Por tanto, la actividad del gobierno (y de las instituciones) presenta el punto especial e importante que empuja los rendimientos más allá del juego del libre mercado, sin embargo, materializa el papel de un factor político en el mercado

---

<sup>5</sup> El Anexo 2 muestra cuál de las economías ha experimentado una cuenta de capital altamente insostenible, una alta deuda pública y privada y, finalmente, una baja competitividad. Un análisis más profundo de las estadísticas adjuntas va más allá del tema principal.

soberano. Teniendo en cuenta el hecho de que la mayoría de los bonos públicos presentan una tasa fija, los gobiernos que toman prestados fondos deben brindar la estabilidad de las condiciones económicas para garantizar las ganancias a los deudores. Por el contrario, los costos de las condiciones inestables son asumidos por un inversionista, no por el gobierno. La fórmula de los bonos de tasa fija puede tentar a las autoridades a manipular el mercado de deuda soberana para lograr ganancias políticas.

Sobre la teoría, los mercados financieros son eficientes en cuanto al marco institucional y todos los participantes cumplen con los requisitos de eficiencia. Las precondiciones (Cuadro 1), formuladas por Bishop et al, (1989) y Lane (1993), aseguran las reglas del juego para el deudor, el acreedor y otros actores del mercado.

**Cuadro 1**  
**Requisitos del mercado eficiente**

Requisitos	Inversor individual	Política (instituciones)	Periodo de ineficiencia (1999 -2008)
▪ libre flujo de capital	-	✓	-
▪ sin garantías externas	-	✓	-
▪ sin monetización de la deuda del banco central	-	✓	_ <sup>6</sup>
▪ sin posición de privilegio	-	✓	✓
▪ absorción de la quiebra estatal por el libre mercado	-	✓	✓
▪ conocimientos básicos de inversión entre inversores	✓	-	✓
▪ acceso a información completa	✓	✓	✓
▪ capacidad para hacer uso de las señales del mercado	-	✓	✓

Fuente: Bishop et al. (1989); Lane (1993).

<sup>6</sup> La práctica del BCE con los bancos comerciales no era la monetización directa en comparación con años posteriores (QE), sin embargo, tenía algo en común.

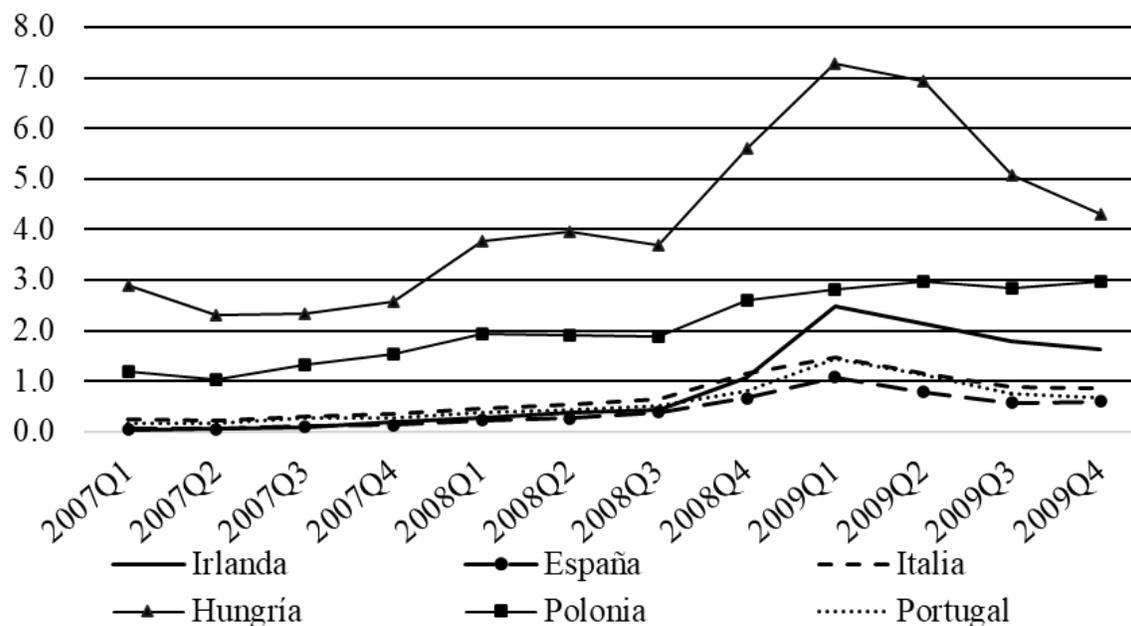
La división de los requisitos entre dependientes del inversor y dependientes de la política lleva a la conclusión de que el marco que garantiza la eficiencia financiera está relacionado principalmente con la esfera política. En consecuencia, los factores políticos pueden afectar negativamente tanto el equilibrio del mercado (a través de la colocación excesiva de bonos sin cambios en los rendimientos de los bonos) como las condiciones previas obligatorias para la eficiencia del mercado.

## **2. Gobernanza europea y eficiencia del mercado**

La gobernanza económica europea común produjo efectos negativos en los mercados de deuda de los países de la UEM porque se impugnaron cuatro de los cinco requisitos obligatorios de eficiencia (Cuadro 1). Los bonos soberanos tienen la posición más privilegiada frente a otros activos financieros, sin embargo, los emisores en euros también tenían una posición privilegiada frente a los deudores públicos distintos del euro. Esto no concuerda con el supuesto de que todos los deudores soberanos suelen ser percibidos como totalmente solventes (libres de riesgo). Un mejor desempeño económico o financiero en las economías no pertenecientes a la UEM no redujo su prima de riesgo frente a los deudores de la UEM. Se puede observar (Gráfica 2) que Polonia, como Hungría, pagó más por el crédito que las economías de la UEM hasta finales de 2009. Incluso los deudores del sur de Europa (estados periféricos) pagaron menos por la deuda a largo plazo que Polonia además de una postura económica distante hasta 2010.

Gráfica 2

## Diferenciales de los bonos en economías de UEM y no UEM (2007-2009)



Fuente: Eurostat Statistics.

Las razones de la posición privilegiada de los emisores de euros deben buscarse en la estrategia de las instituciones europeas que hicieron realidad la visión política de una Europa integrada. El Banco Central Europeo (BCE) creó tipos de interés a corto plazo (3M - tres meses) a un nivel bajo debido a las transacciones de acuerdos de recompra (repo) (Buitert y Sibert, 2005). Debido a los recortes de tasa a la baja, todos los emisores públicos podrían ser tratados en términos similares independientemente de su desempeño macroeconómico.<sup>7</sup> De esta forma, las instituciones monetarias supranacionales calificaron los bonos públicos como libres de riesgo. El sector bancario estaba dispuesto (y obligado) a comprar bonos soberanos, en consecuencia, el número de bancos estaba creciendo a costa de otras instituciones financieras y tenedores de bonos no financieros (mercado sobrebancado). De

<sup>7</sup> El apéndice 2 da información sobre distantes posiciones macroeconómicas de los miembros.

esta forma se redujo la presión sobre los deudores nacionales. Finalmente, los agentes financieros tendieron a invertir dentro de los países de la zona euro, de esta manera, el sesgo doméstico<sup>8</sup> (dominio de no residentes de la UEM) hizo que los países europeos fueran más propensos al contagio de insolvencia a través de los sectores bancarios (Wyplosz, 2011). Por cierto, la mayoría de los bancos creían que podían obtener apoyo financiero en caso de cualquier problema (demasiado grande para que fracasara la concepción). Este escenario parecía más viable que el apoyo común europeo a los países muy endeudados, ya que no hubo procedimientos de quiebra hasta 2010.

El procedimiento de quiebra no funcionó antes de 2010. Por este motivo, las autoridades griegas se vieron obligadas a solicitar apoyo financiero a Alemania y Francia a finales de 2009. Los principales políticos europeos discutieron este problema alrededor de siete semanas ya que sus intereses y preferencias no eran consistentes. Esta vez la incertidumbre estaba aumentando y amenazaba no solo a Grecia sino también al sector bancario europeo, que fue el primer comprador de bonos soberanos. Finalmente, el 26 de marzo de 2010, el Eurogrupo creó un mecanismo de quiebra para las economías desarrolladas de la UEM. El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y luego el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) se crearon para absorber la quiebra del mercado.

La configuración de los intermediarios primarios hizo que los mercados de deuda pública estuvieran sobrebancados con alta liquidez (Dunne et al., 2006). Eso creó distorsiones del mercado debido a la sobreoferta en las subastas, porque los precios de las subastas eran normalmente más altos que la valoración posterior a

---

<sup>8</sup> Collignon (2013) dice que los bancos no eran miopes, sino que dependían de factores institucionales.

la subasta en los mercados secundarios.<sup>9</sup> Los precios altos en comparación con los cupones bajos dieron preferencia a los deudores nacionales. Además, la creciente participación de los bancos en el mercado obstaculizó el proceso de evaluación confiable. Esto se debe a que los bancos que tienen cada vez más bonos públicos no estaban interesados en su valoración detallada. Después de todo, podría generar pérdidas en sus balances. Además, el crecimiento de los rendimientos de los bonos presionaría a los bancos para que aumenten las tasas de depósito porque los depósitos bancarios seguros ofrecen una alternativa a los bonos soberanos.

Cuando se trata de las capacidades individuales de los inversores, también es una razón de ineficiencia ampliamente sugerida, especialmente por los economistas del comportamiento. Los aspectos psicológicos de las inversiones como el pánico, la autoconfianza y las limitaciones mentales, etc. (Shiller, 1998), juegan un papel en el caso de los acreedores individuales (no financieros), sin embargo, los mercados de deuda pública están dominados por los acreedores financieros. Las corporaciones financieras son bastante resistentes a tales amenazas porque emplean a un grupo de especialistas y analistas. En este sentido, la práctica europea muestra, según Eurostat (2006, 2008, 2018), la proporción de inversores no financieros nacionales entre los tenedores de bonos ascendía al 20% (antes de 2004), por debajo del 15% (en 2007) y por debajo del 10% (en 2017) en la Unión Europea.<sup>10</sup> Por eso, en el contexto del mercado de bonos públicos, la crítica del comportamiento parece tener más aplicación teórica que confirmación en la práctica.

---

<sup>9</sup> Eso prueba que los mercados secundarios (más acreedores no bancarios) garantizaron una evaluación más detallada.

<sup>10</sup> Esas estadísticas presentan un número aún menor para las euro economías.

Incluso si la literatura orientada a la psicología acredita voluntariamente la irracionalidad a los inversores individuales, su tendencia a desviarse de la racionalidad hacia un juicio erróneo (Fakhry y Ritcher, 2015) también podría ser una función de la incertidumbre política. El desconocimiento político y la espera de decisiones debido a las preferencias actuales no cristalizadas de las autoridades (Alesina y Perotti, 1994) pueden generar asimetría de información en el mercado. Precisamente este escenario ocurrió cuando los líderes europeos se retrasaron con el paquete de rescate para Grecia hace algunos años (Colligon et. al., 2013).

Con respecto a la utilización de las señales del mercado, los acreedores se enfrentaron a descontar el conocimiento accesible (datos, hechos nuevos) y formular sus expectativas. Sin embargo, es solo una parte del problema. Al comparar la curva de tipos de interés instantáneos futuros, basada en las expectativas actuales del mercado, con los rendimientos promedio de los bonos ofrecidos por los deudores (Cuadro 2), se nota la disonancia entre las expectativas del mercado y los rendimientos reales de los bonos.

**Cuadro 2**  
**Expectativas del mercado frente a evaluación real**  
**(bonos a 10 años en la UEM)**

<b>Indicador</b> \ <b>Año</b>	<b>2004</b>	<b>2006</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>
Rendimientos instantáneos	5.04	4.5	5.05	5.31
Rendimientos de mercado	4.12	3.84	4.31	3.60

Fuente: Eurostat Statistics.

En conclusión, los agentes del mercado no recibieron una prima de riesgo adecuada a sus expectativas. Aunque pudieron descontar información sobre deudores, el marco institucional congela los diferenciales de los bonos. A pesar del conocimiento y haciendo una evaluación más estricta, los actores del mercado no pudieron imponer disciplina a los acreedores públicos debido a limitaciones

institucionales. Las limitaciones para la eficiencia del mercado de deuda resultaron de la estrategia de la Comisión Europea (y ECOFIN) que fueron diseñadas para defender la posición de los deudores soberanos en los mercados en lugar de motivarlos a reformas presupuestarias. Se introdujeron reglas institucionales para disminuir la tentación nacional de estar sobreendeudado y hacer que la postura presupuestaria nacional sea más transparente y comparable entre los miembros. Mientras tanto, los criterios de Maastricht, de 1992, resultaron insuficientes y fueron reformados en 2005 (Pacto de Estabilidad y Crecimiento, PSG). Si bien la importancia de la relación deuda/PIB creció, este proxy perdió cualquier valor informativo, además de que los mercados comenzaron a ser impulsados espléndidamente por indicadores institucionales (Eichengreen, 2009). La supervisión institucional modificada basada en el criterio de convergencia, las reglas fiscales modificadas y los procedimientos disciplinarios resultaron ineficaces (Nagai, 2012) porque la política preventiva y disuasiva estaba imbuida de discreción política (Anette, 2006).

En resumen, el papel creciente de la supervisión institucional margina el papel de los actores del mercado y sus expectativas. Los diferenciales de los bonos no aumentaron, aunque las señales se transformaron en expectativas. La pura reacción del mercado fue reemplazada por procedimientos de disciplina institucional (espacio para la incursión política). Como consecuencia, los deudores mantuvieron un apalancamiento excesivo con sistemas económicos insostenibles.

### **3. Motivos políticos para la participación institucional en el mercado**

La integración europea fue un proyecto político que tenía como objetivo fundamental evitar conflictos intra-estatales debido a la profundización de la cooperación económica (Hoogduin, 2011). Desde el comienzo del área de la moneda única, la principal prueba de la cooperación en curso fue el crecimiento económico y la

visión de ponerse al día. Eso fue un incentivo para que las economías más pobres se integraran con las más ricas. Con el tiempo, se hizo evidente que los países miembros lograron el crecimiento utilizando estrategias distantes. El primer modelo se basó en la alta competitividad y las exportaciones netas (economías líderes), mientras que el segundo modelo utilizó crédito barato para aumentar la demanda interna en lugar de ajustar las estructuras económicas (economías periféricas). Dos estrategias distantes se reflejaron en las posiciones macroeconómicas de los miembros de la UEM (Apéndice 2). Sin embargo, el crédito barato apoyaba a ambos tipos de economías, exportadoras e importadoras, les permitió encontrarse en cierto desequilibrio económico.

Lo que es particularmente importante, los primeros años de existencia de la UEM coincidieron en el tiempo con la financierización. Desde el comienzo del siglo XXI, el valor de los activos financieros seguía creciendo. La esfera financiera superó a la industrial, simultáneamente aumentó la utilización de la deuda tanto en el sector público como en el privado (Cuadro 3).

**Cuadro 3**  
**Deuda sectorial en la economía mundial**  
**(miles de millones de dólares estadounidenses, valor nominal)**

Año Sector	1997	2007	2017
Gobierno	19	32	60
Comp. Financieras	19	48	57
Comp. No-financieras	21	38	65
Hogares	15	32	41

Fuente: International Finance Institute and McKinsey Global Institute.

La financierización aumentó el dominio del dinero sobre la política. Los políticos y burócratas nacionales tuvieron que cumplir con las reglas financieras porque la inversión extranjera de cartera

afectó el tipo de cambio más que el comercio internacional (Kotte, 2010). Los políticos dieron cuenta de que también podrían utilizar el mercado financiero para sus fines a lo largo del tiempo. Por lo tanto, muchos gobiernos e instituciones públicas adoptaron motivos financieros y se comportaron como corporaciones financieras, comenzaron a promover innovaciones financieras (titulización) así como a abrazar la financiarización de la vida de los ciudadanos. Esta estrategia de las autoridades nacionales fue denominada financiarización estatal por Karwowski y Centurion-Vincenio (2018).

La financiarización estatal ayudó a conducir no solo la política fiscal sino también la política monetaria en los mercados de deuda pública. En cuanto a la política presupuestaria, afectó tanto a los gastos públicos (en salud, educación o infraestructura) como a los ingresos públicos (a través de la gestión de la deuda pública). Los mercados de deuda también se utilizaron en términos de moneda común a través de una estrategia inflacionaria del BCE, algunos economistas creen que las tasas de interés bajas causaron una inflación baja (Begg, 2008). Desde la perspectiva de la autoridad, las operaciones en los mercados de deuda soberana permitieron cumplir con los objetivos políticos nacionales (como el crecimiento constante) junto con las expectativas de los votantes (creciente bienestar y apoyo social) siempre que el marco institucional fuera capaz de evitar divergencias financieras y garantías y sostenibilidad de la deuda (Wyplosz, 2011). Por eso Massó (2016) concluye que el mercado de deuda se desarrolló para generar ganancias políticas.

Finalmente, la estrategia de financiarización del estado tuvo dos inconvenientes a largo plazo. En primer lugar, las instituciones europeas y nacionales apoyaron la financiarización estatal (y una mayor integración) a través de interrupciones en el mecanismo de mercado. En segundo lugar, la actividad de los estados en el mercado de deuda indujo una compensación riesgo-riesgo. Según

Lofstedt & Schlag (2016), cuando los reguladores se centran en reducir un riesgo específico en un área determinada (riesgo de divergencia), conduce a la aparición de otro riesgo en otro lugar que no se consideró originalmente. Eso sucedió en la UEM porque el riesgo de divergencia se redujo mientras que el riesgo de valoración errónea aumentó.

## **Conclusiones**

La alta estabilidad de los diferenciales de los bonos en la UEM fue una prueba de la ineficacia de los mercados de deuda soberana antes de la última crisis financiera. A primera vista, este problema puede estar asociado con la incapacidad de los agentes del mercado para descontar información sobre el desempeño económico de los deudores públicos. Esta es la verdad hasta cierto punto, pero no puede tratarse como una respuesta final al problema de la ineficiencia, por lo tanto, en este artículo se intentó identificar las razones políticas de la ineficiencia, ya que parecen estar desatendidas en la literatura.

Desde principios del siglo XXI, en la era de la financiarización, los políticos europeos utilizaron los mercados financieros para sus fines. La estrategia de financiarización estatal les permitió cumplir tanto los objetivos políticos comunes (integración de procesos, la realización de la combinación de políticas nacionales) como las expectativas de los votantes (servicios públicos, bienestar, impuestos estables). Al mismo tiempo, hizo que los gobiernos participaran en el juego de mercado centrado en la distribución de riesgos. Desafortunadamente, en nombre de la progresiva integración europea y la promoción de la moneda común (objetivos políticos), las operaciones de las instituciones europeas fueron para evitar la divergencia de los costos de capital entre los miembros de la UEM, cuyas economías permanecieron estructuralmente dispares. Si bien el impacto político (a través de los canales institucionales) sobre los actores del mercado redujo el

riesgo de diferenciación crediticia a largo plazo, al mismo tiempo, dicha política provocó la mala valoración de los bonos públicos. De esta forma, Europa experimentó una compensación riesgo-riesgo entre riesgo de divergencia y riesgo de evaluación errónea.

Para concluir, el dominio de la lógica política sobre las reglas del mercado condujo a la ineficiencia de los mercados de deuda soberana en la UEM. Las distorsiones institucionales en los requisitos de eficiencia marginaron el poder de negociación de los actores del mercado. En consecuencia, la mano invisible del mecanismo de precios, coordinando la oferta y la demanda en los mercados, no pudo actuar correctamente.

## Referencias

- Angeloni, Ch., Wolff, G. B., (2012), Are banks affected by their holdings of government debt?, Bruegel Working Paper, Nr. 07.
- Annett, A., (2006), Enforcement and the Stability and Growth Pact: How Fiscal Policy Did and Did Not Change Under Europe's Fiscal Framework, IMF Working Paper, No. 06/116
- Beechey M., Gruen D., Vickery J., (2000), The efficient market hypothesis: a survey, Reserve Bank of Australia, Economic Researches Department, Research Discussion Papers, No. 01.
- Begg, I., (2008), Economic Governance in an Enlarged Euro Area, European Commission, Economic Papers, No 311, March.
- Bishop G, Damrau D, Miller M., (1989), 1992 and beyond: Market discipline can work in EC Monetary Union, Salomon Brothers, London.
- Buitter W. H., Sibert A. C., (2005), How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone, CEPR Discussion Paper, No. 5387, pp. 1-42..
- Collignon, S, Piero Esposito, P., Lierse, H., (2013), European Sovereign Bailouts, Political Risk and the Economic Consequences of Mrs. Merkel, Journal of International Commerce, Economics and Policy, Vol. 4, No. 2.

- Dunne, P., Moore, M., Portes, R., (2006), Bonds Markets: transparency, liquidity, efficiency, Centre for Economic Research, London, May.
- Eichengreen, J. B., (2009), Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture, IMF Working Papers, No. 09/116.
- Erb, C. B., Harvey, C. R. and Viskanta, T. E. (1996), Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk, Financial Analysts Journal, December, Vol. 52 (6).
- Eurostat, (2006, 2008, 2018), Structure of Government Debt in Europe, Statistics in focus. Eurostat Statistics.
- Fakhry B., Richter C., (2015), Is the Sovereign Debt Market Efficient? Evidence from the US and German Sovereign Debt Markets, International Economics and Economic Policy, Vol. 12 (3).
- Fama E. F., (1970), Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, Journal of Finance, Vol. 25 (2).
- Hoogduin L., (2011), Economic and Monetary Union and Sovereign Debt Crisis, Lecture for the Masters Course European Union Studies of Leiden University, 23 February, Den Haag.
- International Finance Institute Statistics.
- Karwowski, E., Centurion-Vicencio, M., (2018), Financialising the state: recent developments in fiscal and monetary policy. halshs-01713028
- Kotte, D. J. (2010), The financial and Economic Crisis and Global Economic Governance, in: S. Dullien, D. J. Kotte, A. Mraquez, J. Priwe, The financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries, UNCTAD, Geneva.
- Krugman, P. (2000), Currency Crises, University of Chicago Press.
- Lane T., (1993), Market Discipline, IMF, Staff Papers, nr 40, March.
- Lofstedt, R., Schlag, A., (2016), Risk-risk tradeoffs: what should we do in Europe?, Journal of Risk Research, Vol. 20, No. 8.
- Massó, M., (2016), The effects of government debt market financialization: The case of Spain, Competition and Change, Vol. 20, No. 3.
- McKinsey Global Institute Statistics.
- Mishkin, F. S. (2009), Economics of Money, Banking and Financial Markets, 9th Edition, Pearson.

- Ngai , V. (2012), Stability and Growth Pact and Fiscal Discipline in the Eurozone, Working Papers 12-10, University of Pennsylvania, Wharton School, Weiss Center.
- Palley, T. I. (2009), Monetary Policy and Central Banking after Crisis: The implications of Rethinking Macroeconomic Theory, in: Wolfson, M. and Epstein G. A. (eds), The handbook of the political economy of financial crisis, Oxford University Press.
- Scot, B. R., (2006), The Political Economy of Capitalism, Harvard Business School Working Papers, No. 07-037.
- Shiller, R. J., (1998), Human Behavior and Efficiency of the Financial System, NBER Working Paper, No. 6375.
- Waszkiewicz, G. (2017), Political Risk on Financial Markets in Developed and Developing Economies, Journal of Economics and Management 28(2):112-132, June 2017, DOI:10.22367/jem.2017.28.07
- Waszkiewicz, G. (2020), The Efficiency of Sovereign Debt Markets in the EMU: Truth or Mistruth?, Olsztyn Economic Journal 15(1):23-38, March 2020, DOI:10.31648/oej.5396
- Wyplosz, C. (2011). Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible, Review of Economics and Institutions, Vol 2, No. 3.

Apéndice 1

**Estadísticas descriptivas de los diferenciales de los bonos en 1999-2018  
(datos trimestrales)**

Economía \ Valor	Austria	Bélgica	Francia	Grecia	Irlanda	Italia	Holanda	Portugal	España
<b>1999-2008</b>									
Media	0.16	0.20	0.10	0.55	0.16	0.31	0.10	0.24	0.16
Desv. Est.	0.13	0.14	0.07	0.51	0.19	0.17	0.08	0.15	0.14
Mediana	0.14	0.18	0.08	0.33	0.17	0.25	0.10	0.21	0.13
Curtosis	3.29	2.54	8.32	2.98	11.99	15.44	7.30	3.62	2.72
Sesgo	1.37	1.20	2.34	1.92	2.76	3.47	1.93	1.40	1.29
Rango	0.64	0.66	0.38	2.07	1.10	1.02	0.45	0.80	0.65
Min.	0.00	0.04	0.02	0.15	-0.04	0.14	0.00	0.00	0.01
Max.	0.64	0.70	0.40	2.22	1.06	1.16	0.45	0.80	0.66
Obs.	40	40	40	40	40	40	40	40	40
<b>2009-2018</b>									
Media	0.46	0.74	0.53	8.36	2.25	2.03	0.30	3.68	1.88
Desv. Est.	0.27	0.52	0.26	5.51	2.14	1.01	0.13	2.78	1.16
Mediana	0.39	0.52	0.43	7.33	1.57	1.63	0.26	2.87	1.39
Curtosis	2.20	3.32	3.64	2.01	0.73	0.63	0.84	1.29	0.85
Sesgo	1.67	1.84	1.96	1.46	1.33	1.21	1.12	1.44	1.30
Rango	1.08	2.26	1.07	22.62	7.66	3.84	0.56	10.73	4.50
Min.	0.14	0.27	0.28	1.36	0.26	0.84	0.11	0.66	0.57
Max.	1.22	2.53	1.35	23.98	7.92	4.68	0.67	11.39	5.07
Obs.	40	40	40	40	40	40	40	40	40

Fuente: Eurostat Statistics.

Apéndice 2

**Indicadores económicos y financieros (2000-2008)**

Año \ Economía	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Endeudamiento público/PIB (%)</b>									
<b>Austria</b>	66.1	66.7	66.7	65.9	65.2	68.6	67.3	65.0	68.7
<b>Francia</b>	58.9	58.3	60.3	64.4	65.9	67.4	64.6	64.5	68.8
<b>Alemania</b>	59.1	57.9	59.7	63.3	65.0	67.3	66.7	64.0	65.5
<b>Grecia</b>	104.9	107.1	104.9	101.5	102.9	107.4	103.6	103.1	109.4
<b>Irlanda</b>	36.1	33	31	30	28	26	24	24	42.4
<b>Italia</b>	109.0	108.9	106.4	105.5	105.1	106.6	106.7	103.9	106.1
<b>Holanda</b>	52.1	49.4	48.8	50.0	50.3	49.8	45.2	43.0	54.7
<b>Portugal</b>	54.2	57.4	60.0	63.9	67.1	72.2	73.7	72.7	75.6
<b>España</b>	57.8	54.0	51.2	47.7	45.4	42.4	39.1	35.8	39.7

	Tipo de cambio real (2010 = 100)								
<b>Austria</b>	101.73	101.61	101.16	100.53	100.41	100.4	99.96	99.85	99.71
<b>Francia</b>	102.47	101.58	101.13	101.27	101.54	101.21	100.86	100.16	99.95
<b>Alemania</b>	106.34	105.41	104.04	102.69	102.26	101.99	101.48	101.54	100.65
<b>Grecia</b>	88.66	88.62	90.06	91.33	92.18	93.41	94.49	95.23	96,0
<b>Irlanda</b>	97.78	99.23	101.74	103.88	104.17	104.25	104.86	105.62	105.41
<b>Italia</b>	98.1	97.96	98.35	99.22	99.38	99.43	99.5	99.27	99.39
<b>Holanda</b>	98.49	101.31	103.17	103.54	102.83	102.16	101.67	101.01	99.83
<b>Portugal</b>	96.94	98.78	100.1	101.23	101.5	101.31	101.97	102.12	101.32
<b>España</b>	92.43	92.7	93.89	94.82	95.71	96.98	98.37	99.08	99.95
	Cuanta corriente (% PIB)								
<b>Austria</b>	-0.9	-1	1.9	1.5	2	2.3	3	3.8	4.4
<b>Francia</b>	1.2	1.5	1.2	0.4	0.6	0.1	0.3	0,0	-0.7
<b>Alemania</b>	-1.5	-0.5	1.7	1.7	4.5	4.6	5.7	6.8	5.7
<b>Grecia</b>	b.d.	b.d.	-5.8	-7.8	-6.5	-7.8	-10.1	-13.3	-13.4
<b>Irlanda</b>	b.d.	b.d.	0.7	0.8	0.1	-3.3	-5.2	-6.4	-6.2
<b>Italia</b>	0.0	0.2	-0.5	-0.6	-0.4	-0.8	-1.4	-1.3	-2.8
<b>Holanda</b>	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	7,7	7,1	8,9	5,2	4,9
<b>Portugal</b>	-9.4	-8.9	-6.5	-4.4	-6.2	-8.2	-9.1	-8.5	-10.6
<b>España</b>	-3.7	-3.7	-2.8	-2.9	-4.6	-6.6	-8.5	-9.1	-8.8
	Deuda no consolidada del sector privado (% PIB)								
<b>Austria</b>	132.4	134.2	133.7	136.5	134.2	138.8	136.3	140.5	142.7
<b>Francia</b>	132.4	137.3	137.5	137.1	139.3	143.3	147.4	150.8	157.6
<b>Alemania</b>	129.9	130.6	131.8	132.5	127.2	125.4	122.6	118.7	118.4
<b>Grecia</b>	53.6	60.8	64.5	68.6	73.8	86	92.8	101.8	113.4
<b>Irlanda</b>	b.d.	141.5	139	142.7	151	172.1	192.4	200.9	254.8
<b>Italia</b>	78.6	82	84.9	89	92.8	98.5	104.7	112.4	115.9
<b>Holanda</b>	218,4	216,2	216,4	231,6	231,5	236,4	232,6	232,1	234,9
<b>Portugal</b>	142.8	154.4	160.3	167.6	176.6	180.9	184.2	193.9	206.3
<b>España</b>	117.9	126.8	133.4	143.3	156.7	173.6	194.8	209.3	214.2

Fuente: Eurostat Statistics.

Recibido enero de 2020

Aceptado 15 marzo de 2021