Expansión.com

UN RESCATE QUE DEJA PREGUNTAS ABIERTAS

Domingo, 11 de junio de 2012.

*Federico STEINBERG**

Los buenos estrategas saben que es arriesgado tener dos frentes abiertos en un momento de debilidad interna. Por eso, la zona euro, que atraviesa sus horas más bajas, ha optado por intentar cerrar el frente español para poder concentrarse en el griego, que podría reabrirse el día 17 de junio tras las elecciones. Esto es una buena noticia en la medida en que era evidente que España necesitaba apoyo externo para recapitalizar sus bancos una vez que se decidió (inexplicablemente) que no se dejaría quebrar a ninguna institución financiera aunque no fuera sistémica (téngase en cuenta que dejar caer a un banco no significa que sus depositantes pierdan su dinero, para eso está el Fondo de Garantía de Depósitos). La fórmula utilizada para el rescate es un préstamo al estado, quien dirigirá los fondos a los bancos vía FROB, y no la recapitalización bancaria directa mediante la entrada de fondos europeos en los bancos. Esta fórmula no rompe el bucle diabólico entre deuda privada y bancaria, por lo que, en unos meses, los mercados de deuda de España podrían volver a experimentar tensiones.

Sacar a España de la primera línea de fuego para poder poner toda la artillería en Grecia si próximamente se produce una suspensión de pagos o una salida del euro del país heleno podía hacerse de dos formas. La primera, que era la preferida por el gobierno español, era una intervención del BCE en los mercados de deuda para bajar el nivel de la prima de riesgo y que España pudiera emitir deuda a precios razonables para recapitalizar a sus bancos. Esto ya se hizo el verano pasado, cuando las primas de Italia y España alcanzaron cotas históricas. Pero ni el BCE ni Alemania han estado dispuestos a ceder. No quieren que la prima de riesgo se relaje porque consideran que las reformas y los ajustes que quieren que continúe haciendo España solo se producirán si el gobierno siente la presión de los mercados. Por lo tanto, ha habido que recurrir a la segunda alternativa: solicitar ayuda financiera a Europa. Esto supone que España recibirá financiación externa por primera vez en décadas. Estos fondos, que podrían llegar hasta los 100.000 millones de euros si hiciera falta, no se inyectarán directamente en los bancos, como hubiera preferido España, ya que la actual legislación europea no lo permite. Los préstamos europeos llegarán al FROB quien, a su vez, los traspasará como capital a las entidades financieras que los necesiten. Esto supone dos cosas para España: una buena y otra mala.

Lo positivo es que este rescate será distinto (y más suave) que los recibidos por Grecia, Irlanda y Portugal porque, en principio, la condicionalidad estará circunscrita al sector financiero, que es el destinatario de los fondos. Esto debería suponer que España no perderá completamente su soberanía

económica y que los presupuestos se seguirán haciendo en Madrid y no en Bruselas (esto explica que el FMI no participe directamente en el rescate ya que sólo presta dinero bajo condicionalidad macroeconómica). Lo que sí puede esperarse es que los bancos que reciban préstamos no distribuyan dividendos, reduzcan los sueldos de sus directivos y trabajadores, cierren sucursales y reconozcan sus pérdidas derivadas de la burbuja inmobiliaria lo antes posible, de acuerdo con los dos decretos leyes aprobados por el gobierno español en los últimos meses.

Lo negativo es que los préstamos europeos irán al Estado español y, por lo tanto, suponen un importante aumento del nivel de deuda soberana de España, lo que recuerda peligrosamente al caso irlandés, donde rescatar a la banca supuso al país salirse de la financiación de los mercados. Si las ayudas se hubieran concedido directamente a los bancos, la deuda pública española no habría aumentado y nos habríamos encontrado ante el embrión de la Unión Bancaria europea, donde los bancos ya no serían nacionales sino europeos. Se habría roto el círculo vicioso según el cual la deuda pública se vuelve insostenible porque se presupone que el estado rescatará a los bancos, los cuales, a su vez, tienen problemas porque son los principales tenedores de una deuda pública cuya prima de riesgo es elevada porque el mercado descuenta la contingencia de que el estado asuma pérdidas de los bancos. Pero para esta Unión Bancaria, que debería venir acompañada de un Fondo de Garantía de Depósitos europeo y de un supervisor financiero único, habrá que esperar.

Preguntas abiertas

A partir de ahora España tendrá un balón de oxígeno y los países de la zona euro podrán concentrarse en Grecia. Sin embargo, es posible que el rescate no termine con los problemas de financiación ni de otra índole de la economía española, y además abre nuevos interrogantes.

El primero tiene que ver con el coste y los plazos de los préstamos europeos y la sostenibilidad de la deuda pública española. Aunque el tipo de interés del préstamo del rescate será más bajo que el que España está pagando al emitir deuda pública, dicho préstamo hará que el nivel de deuda pública sobre el PIB dé un importante salto (y además las políticas de austeridad la harán crecer todavía más porque el PIB está cayendo). Esto, unido al hecho de que el Mecanismo Permanente de Estabilidad (ESM), de donde vendrán la mayoría de los fondos, se coloca el primero para cobrar en la prelación de acreedores, podría llevar a que los inversores a demandar tipos de interés más altos para los títulos españoles, lo que volvería a disparar la prima de riesgo y podría forzar un segundo rescate, esta vez más grande y con plena condicionalidad. En este escenario España quedaría fuera de los mercados internacionales y sólo podría financiar sus pagos mediante préstamos del ESM y del FMI, como ya les sucede a los otros tres países rescatados. Nadie quiere contemplar este escenario, tanto porque absorbería todos los recursos del ESM como porque podría generar un contagio a Italia, para la que no quedarían fondos. De momento, lo único que se puede hacer es seguir con atención el coste de las emisiones de deuda española en las próximas semanas, que es lo que indicará si los inversores consideran las condiciones del rescate suficientes.

El segundo tiene que ver con la condicionalidad. La declaración del Eurogrupo insiste en que las condiciones de política económica exigibles para el préstamo sólo afectan al sistema financiero. Pero también indica que el Gobierno español firma un *Memorando de Entendimiento* (MoU) con las instituciones europeas, documento en el que se explicita la letra pequeña del acuerdo; es decir; lo que tiene que hacer España para recibir cada desembolso. Como la declaración del Eurogrupo confía en que "España respetará sus compromisos para la reducción del déficit excesivo y con respecto a las reformas estructurales, con vistas a corregir los desequilibrios macroeconómicos en el marco del semestre europeo" y que "el progreso en estas áreas se revisará estrecha y regularmente en paralelo con la asistencia financiera", no puede afirmarse categóricamente que no existe condicionalidad fuera del sector financiero. Habrá que esperar a conocer el MoU para ver en qué medida existe un compromiso explícito por parte de España por continuar con las reformas y los ajustes. Esto supone que podríamos ver en el futuro medidas como el aumento de la edad de jubilación, la subida del IVA, la creación de un consejo fiscal independiente o la elaboración de presupuestos plurianuales. En todo caso, la clave está en que estas y otras medidas, de producirse, estén consensuadas con las autoridades nacionales, que son quienes mejor conocen las fortalezas y debilidades de la economía española.

Como ya sucediera en el pasado, España necesita llevar a cabo reformas estructurales para poder elevar su potencial de crecimiento y aprovechar mejor las oportunidades que ofrece la globalización. Y, como en el pasado, Europa está sirviendo de impulso para llevarlas a cabo. Pero, a diferencia de episodios anteriores, la Europa del euro necesita que España salga adelante rápidamente porque se ha convertido en un país sistémico dentro de la moneda única. Por ello, está en el interés de todos que este rescate funcione, lo que exige que tanto España como la UE hagan su parte.

(*) Investigador Principal de Economía y Comercio Internacional del Real Instituto Elcano y profesor de la Universidad Autónoma de Madrid.