

UN RESCATE SIN DINERO

Miércoles, 17 de octubre de 2012.

*Federico STEINBERG**

Los principales medios económicos internacionales publicaron ayer que España podría solicitar en breve un rescate al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Sin embargo, la sorpresa es que se trataría de un rescate sin dinero. Aunque parezca una contradicción, la idea del rescate sin dinero tiene sentido. España no necesita financiación ya que, por el momento, está siendo capaz de colocar su deuda en los mercados internacionales a un coste alto pero asumible. Lo que le hace falta es que el Banco Central Europeo (BCE) active su programa de compras de deuda española en el mercado secundario para bajar sustancialmente la prima de riesgo y que las nuevas emisiones de deuda sean más baratas. Y, como anunció Mario Draghi a principios de septiembre, sólo lo hará si España solicita previamente el rescate y firma un Memorando de Entendimiento (MoU) con nueva condicionalidad con las autoridades europeas.

Esta ingeniosa solución tiene varias ventajas. Primero, facilitaría que los países europeos del norte (especialmente Alemania y Finlandia), que hasta ahora se han mostrado reacios a aprobar nuevas ayudas para los países del sur, lo aprobaran en sus parlamentos nacionales. Al fin y al cabo, no tendrían que poner nuevos fondos sobre la mesa y tendrían garantizado que España continuará haciendo reformas y ajustes, que es lo que realmente quieren. Segundo, reduciría la desconfianza de los inversores ya que, al no haber compras de deuda española por parte del MEDE en el mercado primario, el fondo de rescate europeo no podría ejercer su derecho de acreedor preferente en caso de una reestructuración de la deuda española (para que lo hiciera tendría que haber adquirido deuda, algo que no hará porque no gastará un céntimo). Tercero, mostraría que el gobierno español está dispuesto a dar un paso que prácticamente todos los analistas consideran necesario pero que hasta la fecha el Presidente Rajoy no se decidía a dar, lo que permitiría comenzar a “desatascar” la crisis del euro al permitir que el BCE acudiera con el séptimo de caballería a combatir a los inversores especulativos que, al apostar contra la deuda española, están poniendo en peligro la propia supervivencia del euro. Obviamente, a cambio, el gobierno de Rajoy espera un compromiso de las autoridades europeas tanto para avanzar en la unión bancaria (algo necesario para que los fondos del rescate bancario, que por cierto todavía no han llegado a España, no sean contabilizados como deuda pública) como para no exigir condiciones imposibles que aumenten la conflictividad social.

En definitiva, con ésta fórmula España conseguiría un crédito puente indirecto (vía BCE) que le permitiría ganar tiempo hasta que las reformas comiencen a surtir efecto. Además, se mostraría como un socio fiable en Europa, lo que aumentaría su legitimidad a la hora de solicitar una prórroga en el cumplimiento de los objetivos de déficit, que a día de hoy parecen difíciles de alcanzar.

Riesgos

Sin embargo, la opción del rescate sin dinero no resuelve todos los problemas y abre nuevos interrogantes. Por una parte, y aunque parece improbable, podría llegar a suceder que Alemania no lo aprobara porque considerara que abrir la puerta a las compras ilimitadas de deuda por parte del BCE es nocivo para sus intereses. No olvidemos que dichas compras, o bien aumentarían la base monetaria (y, por lo tanto, serán potencialmente inflacionistas, algo que a Alemania le resulta difícil de digerir) o bien tendrán que ser esterilizadas, lo que supone que el BCE tendrá que vender deuda de otros países europeos (por ejemplo de Alemania) para compensar las compras de deuda española, lo que elevaría el coste de financiación de Alemania. Si el Bundestag llegara a rechazar el rescate sin dinero por este motivo, nos encontraríamos ante una enorme paradoja que abriría una crisis económica e institucional en la zona euro de proporciones inéditas: veríamos que, aún siendo el BCE el banco central de todos los países del euro, las consideraciones de política interna de Alemania estarían anulando la posibilidad de que España (u otros países con problemas) pudieran hacer uso de un instrumento que el propio BCE ha diseñado para asegurar la supervivencia del euro. Si esto ocurriera, como resulta evidente que el euro no puede salvarse sin la existencia de un prestamista de última instancia (que a día de hoy sólo puede ser el BCE ya que la zona euro todavía no ha desarrollado una unión fiscal ni una unión bancaria), los inversores interpretarían que no existe la voluntad política en Alemania para salvar la moneda única, lo que generaría ataques especulativos contra todos los países de la periferia europea.

Pero si el frente europeo/alemán se despeja todavía queda el debate sobre la condicionalidad, que interesa especialmente a la opinión pública española. Hasta ahora se ha estado jugando con la idea de una condicionalidad *light*, tanto porque se trataría de un rescate precautorio y no completo (y además ahora podría ser que no exigiera desembolso alguno por parte del MEDE) como porque el gobierno español ha tomado algunas medidas que, según han declarado las propias autoridades europeas, van incluso más allá de lo exigido por Bruselas en algunos ámbitos. Sin embargo, nadie debería llevarse a engaño. Lo que España se ha comprometido a hacer es a cumplir una senda de ajuste presupuestario durísima (6.3% de déficit sobre el PIB en 2012, 4,5% en 2013 y 3% en 2014; desde un 9,44% en 2011), cuyas desviaciones exigirán nuevos recortes de gasto y/o subidas de impuestos. Aunque el nuevo MoU se limitara exclusivamente a reiterar que España debe cumplir con estos objetivos, es de esperar que haya más ajustes en la medida en que, como es esperable,

España se vaya desviando del objetivo por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos (caída de los ingresos por la caída de la actividad y aumento de los gastos por del crecimiento de los intereses de la deuda y las prestación del desempleo). Más allá de propiciar nuevos recortes, sería bueno que el MoU también se centrara en las reformas estructurales, que son las que España debe acometer para generar crecimiento y poder desapalancarse. Si bien ya se han llevado a cabo algunas reformas estructurales importantes, queda pendiente una reforma fiscal en profundidad que permita aumentar los ingresos públicos y genere unos mejores incentivos para la creación de empleo, así como una reforma que aumente la competencia en los mercados (sobre todo en servicios) y reduzca el poder oligopolísticos de algunas empresas en sectores clave. Si la condicionalidad del rescate sin dinero es capaz de acelerar dichas reformas tendrá una utilidad enorme.

() Investigador Principal de Economía y Comercio Internacional del Real Instituto Elcano y profesor de Análisis Económico de la Universidad Autónoma de Madrid. Twitter: @steinbergf*