

09/09/2012

UNA OCASIÓN QUE APROVECHAR

Los economistas tienen claro que España tendrá que pedir un rescate. No es el camino soñado, pero puede ser una gran oportunidad. Por Pablo Rodríguez Suanzes

Comparte
esta noticia

El presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, dio el pasado jueves un paso clave en la crisis de la Eurozona. Mientras que los líderes políticos llevan meses enfangados sin llegar a los acuerdos necesarios para encauzar la recuperación, aliviar la tensión sobre los eslabones más débiles y ofrecer tranquilidad a los mercados, el ex banquero italiano tomó las riendas y precipitó el próximo acto.

Le toca decidir a Rajoy. El BCE comprará deuda, toda la que haga falta, pero sólo y únicamente si Madrid pide abiertamente un rescate. No uno completo, al modo griego o portugués, porque no hay dinero para ello. Sino un paso intermedio, la línea de crédito reforzada, que, pese a su nombre, lleva una «condicionalidad» fortísima, casi igual a la del Memorando de Entendimiento.

¿Puede evitar España la senda marcada? La tentación en Moncloa es muy grande, toda vez que la prima de riesgo cae a plomo estos días y el Ibex se recupera. Sin embargo, este tipo de euforia dura poco en los mercados y así se lo recuerdan los expertos al Ejecutivo. Hay que pedir ayuda. Y cuanto antes, mejor. No hay otra.

JUERGEN DONGES Universidad de Colonia

Rajoy y De Guindos tienen que ser coherentes. Han reclamado tanto una intervención del BCE en el mercado de deuda soberana que ahora no pueden eludir las condiciones, ¿o es que lo querían gratis? El Gobierno tendrá que pedir un rescate, ya sea la variante *dura* (intervención de la Troika en toda regla) o la variante *suave* de la línea de crédito a cambio de compromisos de ajuste.

Si el Gobierno no asume las condiciones y no hay ayuda del BCE, la refinanciación de la deuda seguirá saliéndole cara. Se podría contrarrestar este efecto con la presentación de un programa plurianual, contundente y creíble de ajustes y reformas estructurales. Pero esto lo tiene que hacer de todos modos, pues tras la euforia en los mercados vendrá la resaca. Casi sería mejor no quitarse la presión para no caer en la tentación de cejar en el empeño reformista.

DAVID TAGUAS Universidad Camilo José Cela

Las noticias del jueves desde Fráncfort son bastante positivas. Tanto que las compras de deuda del BCE no vayan a tener límites cuantitativos, como que se haya resuelto el problema de la prelación, de la *seniority* de la deuda. Estas dos razones, unido a la incertidumbre de los últimos meses, inclinan la balanza. Lo más lógico y lo que debemos hacer es solicitar el programa y ser incluidos en el rescate ya, cuanto antes. Soy claramente partidario de aprovechar esta ventana de oportunidad.

Todos los gobiernos son muy dados a esperar y ver lo que pasa. El problema es que ya sabemos lo que ocurrirá. Si se espera es muy probable que la incertidumbre vuelva a los mercados y que suba la prima de riesgo de nuevo. A finales de septiembre se conocerá la ejecución presupuestaria del segundo trimestre de las CCAA, y no es descabellado pensar que podría pasar como en el primero. Ya conocemos la del Estado central y la Seguridad Social. Si llegamos a esos días sin pedir la ayuda por encima de la senda de consolidación necesaria, y con cuentas malas en las comunidades se va a generar mucha incertidumbre. Sería inquietante y todo el mundo pensará que la posibilidad de cumplir el objetivo el déficit va a ser muy pequeña.

Hay que aprovechar ahora esa ventana de oportunidad que se ha abierto. Y desde luego nadie debería siquiera percibir que por el hecho de haber elecciones en octubre habrá dudas sobre si solicitar la ayuda o no.

SANTIAGO CARBÓ Bangor Business School (Reino Unido)

No parece que quede más opción que pedirlo. Parece la única vía para alcanzar una mayor estabilidad financiera. Además, se han puesto todos los ingredientes para que España pueda acceder al rescate suave, a esa línea de crédito ECCL (Enhanced Condition Credit Line). Existen conexiones implícitas entre las medidas adoptadas por el BCE y el posible rescate de España. El mercado lo descuenta y, aunque tenga sus costes, puede ser también la mejor opción financiera disponible y, por lo tanto, tener un impacto positivo a medio plazo, que es lo que se busca, tanto para la financiación del Estado como para las grandes empresas y bancos.

Pedirlo puede traer estabilidad por una combinación de reducción de costes de financiación y de entrada de recursos que reduciría la presión sobre España. Al mismo tiempo, podría dotar de mayor credibilidad ante los inversores el programa de reformas. El camino hacia el rescate está muy marcado y no seguirlo puede tener consecuencias muy negativas en términos de credibilidad, al tiempo que dejaría a España muy sola.

FEDERICO STEINBERG Real Instituto Elcano

Con el anuncio del BCE se abre una ventana de oportunidad que viene muy bien al Gobierno para no verse obligado a pedir corriendo un rescate. El que lo haga dependerá de la caja del Tesoro y de si la prima se relaja y podemos seguir emitiendo a costes más bajo. Lo ideal sería esto, pero que al tiempo siguiéramos haciendo reformas, estructurales sobre todo, y no únicamente recortes.

Si la prima de riesgo nos da margen podremos hacerlo por nosotros mismos. Ahora bien, no sabemos si va a ocurrir o no. Si tenemos que pedir rescate no sería del mismo tipo que Grecia, sino mediante la llamada *líneaprecautoria*, pero con un MoU igual de fuerte que si fuera un rescate total. Lo que quieren en Europa es que se cumpla el objetivo de déficit, y si lo haces no te molestan. Las medidas exigidas serán más duras o menos en función de cuan lejos estemos de alcanzar ese objetivo y no del tipo de rescate.

JESÚS FERNÁNDEZ VILLAVERDE Universidad de Pensilvania

Ahora ya no queda mucho más remedio que pedir el rescate. Nos hemos metido, nosotros solitos, en un pozo tan profundo del que no podemos salir sin algún tipo de ayuda europea. En todo caso, esa ayuda ya *existe* en realidad. Es el balance positivo que tenemos con el Eurosistema, el llamado *Target2* del BCE, [que se ha disparado por encima de los 400.000 millones de euros desde el inicio de la crisis para cubrir la salida de capitales de España].

¿Qué nos supondrá enrocarnos y no pedir el dinero? Pues que nos obliguen a deshacer ese balance. Básicamente esto sería un *sudden stop*, que es como se llama a un repentino cambio en los flujos de capital internacional. Dolorosísimo.

CINZIA ALCIDI Centre for European Policy Studies

España tendrá que solicitar un programa de ayuda bajo el paraguas del EFSF/Mede, probablemente uno *precautorio* a fin de que el BCE intervenga en el mercado de bonos. Creo que no hay otra opción realista, y Rajoy no puede esperar mucho para pedirlo. La euforia en los mercados financieros nunca dura mucho tiempo y sería un terrible error creer que el anuncio de Draghi resolverá la crisis.

Por otra parte, tampoco es que haya mucho que pensarse. La situación es bien conocida, y si hay algo que no se sabe todavía, me temo que muy probablemente serán malas noticias.

Además, España tendrá que realizar la consolidación fiscal en todo caso. Bajo un programa oficial la vigilancia para el cumplimiento de los objetivos será mucho más estrecha. Pero un programa que

ayude a restaurar la estabilidad en los mercados debería reactivar los canales normales de transmisión de la política económica con una mayor eficacia.

JOSÉ GARCÍA MONTALVO Universidad Pompeu Fabra

El pedir o no ayuda dependerá de la intensidad y duración del efecto del anuncio del BCE. Como estamos viendo, sin necesidad de que éste intervenga, ni de que el Gobierno pida el rescate, se ha producido una caída muy significativa de la prima de riesgo. Si esta situación se mantiene, el Ejecutivo podría pensar que no es necesario hacerlo. Sin embargo, yo creo que no habrá más remedio, pues la caída de la prima puede no ser suficiente para contener el coste financiero de la deuda y no extenderse el tiempo necesario para ver la recuperación de la economía española.

Pedir ayuda podría implicar algún tipo de condicionalidad adicional y tener una espada de Damocles en forma de *hombresdenegro*. No hacerlo, si el coste financiero no cae significativamente, no sería sostenible. Los mercados aguantarán mientras las previsiones de reducción del déficit se vayan cumpliendo y siempre que la economía no siga cayendo de forma fuerte y sostenida, o se produzca alguna sorpresa económica negativa, como por ejemplo que la economía latinoamericana se pare.

JUAN RAMÓN RALLO Instituto Juan de Mariana

España podía haber evitado el rescate a principios de 2012, con la mayoría absoluta del PP y el cambio de Gobierno. Ahora la situación es mucho más complicada. No porque entre enero y septiembre los fundamentos económicos se hayan deteriorado de una forma irreversible, sino porque este Gobierno ha perdido toda su credibilidad. España necesita de un ambicioso plan de reformas para evitar el rescate y que el crédito vuelva a entrar; ambicioso plan que debe comandar un Gobierno convencido del mismo y dispuesto a bregar con una ciudadanía que a buen seguro se opondrá.

Del Ejecutivo no podemos decir ni una cosa ni la otra: ni confía en el plan que necesitaríamos ni se atreve a enfrentarse a los grupos de presión. Los inversores internacionales ya lo han *calado* y no se fían. Probablemente, sólo podríamos evitar el rescate sustituyendo a Rajoy por alguna persona, tecnócrata o no, que se sepa que tiene el aplomo y la convicción suficiente para hacer las reformas.

Si no pedimos la ayuda y no hacemos las reformas que este Gobierno se niega a hacer, suspendemos pagos. Dar plazos es complicado, porque depende del ánimo de los inversores, de cuánto consiga engañarles más el Ejecutivo, de las expectativas de qué vaya a hacer el Banco Central Europeo, etcétera. Pero no sería nada descartable decir que suspenderíamos pagos antes de

un año.

Si en cambio pedimos el rescate, hay tres posibilidades: que se nos impongan las reformas correctas y se hagan; que se impongan las correctas y no se hagan; que se impongan las incorrectas, se hagan o no se hagan. Sólo el primer escenario sería beneficioso, pero es el más improbable. Los otros dos, nos llevarán a suspender pagos más adelante y con consecuencia aún más desastrosas que en la actualidad.

JOSÉ L. MARTÍNEZ CAMPUZANO Estratega de Citi

Cuanta menos incertidumbre haya, mejor. El mecanismo precautorio (ECCL) del que se habla se creó precisamente para no hablar de rescates, sino más bien de países que estuvieran sufriendo problemas de contagio de la crisis del euro y no tuvieran problemas estructurales insostenibles o que no tomen las medidas adecuadas. España no necesita un rescate, pero precisa el soporte europeo para ganar confianza.

Dicho esto, si el mercado por sí mismo corrige los excesos recientes en términos de iliquidez y riesgo país irracional, las razones para pedir un ECCL son menores. Pedir respaldo financiero no supondrá mayores ajustes fiscales. Las medidas aprobadas ya en España para los próximos tres años son suficientemente restrictivas. Lo que sí habrá es control y vigilancia para que se cumplan. Aunque no descarto que pueda haber peticiones para acelerar o profundizar reformas estructurales que busquen un mayor crecimiento potencial de la economía española. No pedir la ayuda conlleva el riesgo de que cualquier tensión adicional en el mercado (por ejemplo, desde Grecia) nos transmita de nuevo tensión e inestabilidad.

DANIEL LACALLE Gestor de Fondos de Ecofin

A estas alturas parece inevitable ser rescatados porque los recortes del gasto político que ahoga la economía no se han llevado a cabo, o desde luego no con la rapidez y severidad que se requería. Pero no sería necesario si se cercenase el gasto y se adecuase a unos ingresos normalizados a la situación económica real, en vez de empeñarse en recuperar ingresos de burbuja inmobiliaria subiendo impuestos.

Para España es muy difícil afrontar por su cuenta los vencimientos pendientes mientras los indicadores económicos siguen deteriorándose. Los inversores no acudirían fácilmente a subastas con un déficit que ha sido revisado al alza tres veces, un PIB que ha sido revisado a la baja dos veces, rescates autonómicos, el rescate bancario y la actividad económica contrayéndose. El ECCL, llamado *rescate suave*, a efectos reales, sobre todo en cuanto a condiciones, no va a tener casi ninguna diferencia con un

rescate completo.

Empecemos por decir que España no necesitaría un rescate si corta ya y sin contemplaciones la espiral de subvenciones y gasto inútil. Pero a lo mejor ya es tarde. Pedir el rescate, y esto lo sabe el Gobierno, tiene un impacto enorme sobre la credibilidad crediticia de España. Y aunque las agencias de *rating* prometan que no van a bajar la calificación a *bonobasura*, el mercado lo hará -como ocurrió con Portugal, Grecia e Irlanda-. Esto puede tener un impacto brutal sobre las empresas españolas, que tienen que refinanciar cientos de miles de millones en los próximos dos años.

JOSÉ MARÍA O'KEAN Instituto de Empresa

España puede no pedir el rescate, esperar a ver la evolución de la prima de riesgo y seguir, mientras, refinanciando su deuda pública al tipo de mercado. Si coloca con facilidad las cantidades que necesita a un tipo razonable no tendría que pedir el modelo de rescate sugerido (ECCL), que implica nuevas exigencias.

La cuestión es si en un entorno de recesión vamos a tener unos mercados dispuestos a financiar cantidades que pueden estar alrededor de 300.000 millones anuales, entre la refinanciación de la deuda y el déficit que vamos a seguir generando. Salvo que la economía inicie una rápida recuperación, algo poco factible, esta posibilidad de salir sin ser rescatados no parece muy posible.

Los costes del rescate son diversos. La línea de crédito con condicionalidad reforzada, que es el tipo de rescate sugerido, implica que no estamos cumpliendo las recomendaciones de la UE y tenemos que comprometernos a hacerlo y aceptar unas medidas correctoras con una fuerte vigilancia de la denominada Troika u *hombres de negro*.

Si nos enrocamos y no lo pedimos, ganaremos orgullo nacional a corto plazo y viviremos muchos años con tensión y sin paracaídas, en caída libre. Cada vez que tengamos que refinanciar un tramo de la deuda emitida vamos a estar con los dedos cruzados. El mejor escenario en la actualidad sería que tanto España como Italia anunciaran a la vez que van a pedir el rescate. Y hacerlo relativamente pronto, intentando que las medidas correctoras sean asumibles.

JUAN IRANZO Instituto de Estudios Económicos

Con las palabras de Draghi, y con las medidas españolas, se ha creado una red de seguridad que ya muestra sus efectos. Tales que podrían hacer que no fueran necesarias otras cosas. Se ve en la rebaja de la prima de riesgo estos días. Hoy por hoy, ya tenemos esa protección, la seguridad de que no habrá *default*. Ahora se ha introducido una incertidumbre para los especuladores, que deben ser precavidos porque no saben si una intervención del BCE les

puede coger a pie cambiado.

Eso surte efecto, por lo que no necesariamente tendremos que pedir un rescate. Basta ver la deuda. No está habiendo problemas para colocarla ni con los vencimientos. Ahora da la sensación de que podemos saltar, porque con la red, aunque te caigas, no te estrellas. En todo caso, si es un *rescateblando*, sería en realidad consolidar lo que ya se ha hecho, como el ajuste del gasto público. Pero eso hay que hacerlo con rescate y sin él. Nuestras condiciones ya están acordadas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Ya está pactado con Bruselas.
