



Situación financiera española respecto a Europa

Eduardo Barrera

- Las rentabilidades que han logrado los fondos de inversión de deuda pública han doblado al tipo de interés de la deuda a 3 meses.
- La deuda española seguirá por debajo del nivel medio europeo en 2011, y a un nivel inferior al de Alemania, Francia y Reino Unido.
- La continuación de la favorable evolución de las finanzas públicas españolas depende de la buena evolución del sector bancario español, que deberá enfrentarse a los nuevos test de stress del Banco de España en 2011.
- La banca española ha reconocido una proporción de pérdidas inmobiliarias muy por debajo de las de la banca europea, mientras que las cajas de ahorros se encuentran en medio de un proceso de concentración.
- La inyección de fondos del gobierno irlandés a sus bancos es superior al déficit público español hasta Octubre.
- La UE y el FMI pasan a ser los principales acreedores de Irlanda.

Introducción

El sistema bancario irlandés ha terminado por colapsar seis meses después de que Grecia recurriera a un plan de rescate que le reportó 110.000 millones de euros ante la necesidad de hacer frente al pago de su deuda. Del mismo modo, el gobierno irlandés se ha visto obligado a tramitar un plan de rescate para reestructurar un balance presupuestario que deberá cargar con las pérdidas generadas en la banca privada tras la explosión de la burbuja inmobiliaria. En esta situación, se han multiplicado las dudas sobre si estos problemas se extenderán a Portugal o España, lo que está llevando a la baja el precio de las emisiones de deuda de las últimas subastas. Por ello se plantea la comparación entre la situación financiera de los denominados países periféricos.

Como ya anunciara la rebaja del rating de los principales bancos de Irlanda, destacando la rebaja del Anglo Irish Bank de BBB a B (bono basura), el apalancamiento de la banca privada de dicho país era excesivo, habiendo superado en aproximadamente diez veces el producto interior bruto (PIB), mientras que en España es del doble simplemente. A causa de esto, el banco central irlandés se vio obligado a intervenir y nacionalizar el Anglo Irish Bank para evitar el derrumbe del sistema financiero nacional, como ya sucediera en EEUU con el rescate de Merrill Lynch. Este proceso no ha estado exento de dificultades, habiendo tenido que enfrentarse a la presión, tanto a nivel nacional como internacional, de evitar el riesgo moral que conlleva que el estado asuma las pérdidas derivadas de la cesión de capitales

para la compra de bienes inmuebles. La alternativa habría consistido en la quiebra de los bancos (como ya sucediera con Lehman Brothers en 2008), que representaría la destrucción de un sector estratégico del que depende el resto de la economía del país, lo que se ha enfrentado a críticas que apuntaban a que los bancos irlandeses no eran lo suficientemente grandes para ser imprescindibles en la economía.

Finalmente **el gobierno irlandés inyectó casi 34.000 millones de euros (el 22% de su PIB)**, por lo que previsiblemente deberá asumir las pérdidas derivadas de la crisis inmobiliaria, si la inyección de liquidez terminara siendo a fondo perdido. A esto hay que añadir que se estima que serán necesarios hasta 50.000 millones para sanear el sistema bancario, por lo que el fondo de contingencia del FMI y la UE ha alcanzado finalmente el valor de 85.000 millones de euros (por encima de lo estimado para evitar que las previsiones del gobierno se hayan quedado por debajo de la realidad como venía sucediendo).

A consecuencia de todo lo anterior, Irlanda ha recurrido a un plan de rescate que se ha negociado a lo largo de diez días con el FMI, la Comisión europea y el BCE. De esta forma, el FMI y el BCE absorberán unas pérdidas que habrían terminado por afectar al resto de bancos europeos (con la consiguiente obligación de los gobiernos de estos países de absorber dichas pérdidas). Esta es la principal vía de contagio del riesgo desde los países en dificultades al resto, lo que está ocasionando el encarecimiento de las emisiones de deuda del resto de países, además de suponer un descaste a los paquetes de rescate preparados, lo que se aliviará con las primeras emisiones de bonos del fondo de rescate del euro, que comenzarán en Enero. Estas emisiones cuentan con el respaldo de la UE, por lo que gozan de las calificaciones de rating de más alta calidad.

Mientras tanto, el Tesoro público español verá afectadas sus finanzas a medio plazo, ya que el rescate de Irlanda coincidirá con un periodo en el que estaba previsto realizar emisiones de bonos a tres años, habiéndose escapado de las repercusiones de los mercados las emisiones de letras del tesoro a corto plazo (de 18 meses o menos), que tuvieron lugar entre el 26 y el 29 de Noviembre. Además, la subasta de bonos a tres años fue más exitosa de lo esperado, ya que se ejecutó a unos tipos de interés que contenían unas primas de riesgo de unos 225 puntos básicos, frente a los 300 que descontaba el mercado. De esta emisión se deduce que los mercados realmente no desconfían de que España vaya a necesitar ser ayudada por la UE o el FMI, destacando las estrategias de compras de títulos de los fondos privados, que están obteniendo grandes rentabilidades a corto plazo gracias a los incrementos temporales de la rentabilidad derivados de las dificultades financieras nacionales, **colocando los títulos en los mercados secundarios cuando desaparecen los pánicos en los mercados a un precio mayor al que son adquiridos** (rentabilidades que superaron el 1% tras el rescate de Grecia en un plazo de un mes, mientras que los títulos a tres meses apenas ofrecían una rentabilidad del 0,68% en Julio).

Rentabilidades de los títulos a corto plazo del mercado secundario de deuda

	Plazo (meses)		
	3	6 a 12	más de 12
Junio	2,01	2,7	2,92
Julio	0,68	1,3	1,77
Diferencial Junio-Julio	1,33	1,4	1,15
Noviembre	1,36	2,6	3,56

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Por tanto, es de esperar que los fondos de inversión repitan operaciones similares a las de mediados de año, lo que a su vez contribuye a aplanar el diferencial entre la deuda a corto y largo plazo (expectativas inflacionarias), acentuando las diferencias respecto a EEUU. Y, teniendo en cuenta que los mercados internacionales dirigen los capitales hacia los mercados en los que las rentabilidades a largo plazo son superiores, esto derivaría en revalorizaciones puntuales del dólar. En consecuencia, desde la perspectiva financiera la estrategia de la UE es la de basar su crecimiento a largo plazo en la inversión interna, no habiéndose preocupado por mantener su atractivo para los capitales extranjeros (de los que los países litorales han sido tradicionalmente muy dependientes). También destaca la

relativa pérdida de aversión al riesgo que dominaba los mercados durante los últimos años, coincidiendo recuperaciones paralelas de los mercados bursátiles y los de deuda pública, revirtiendo los procesos de contracciones paralelas registrados durante los últimos años; lo que significa un nuevo paso hacia la estabilización de los mercados. Sin embargo, este alivio del apetito por el riesgo de los mercados también está favorecido por el apoyo incondicional mostrado por el presidente del BCE, la diversificación de reservas del Banco de China, los nuevos planes de reestructuración fiscal de Portugal, Irlanda y España (tanto a nivel nacional como autonómico) y las inversiones de los fondos de inversión.

En conclusión, las turbulencias financieras afectarán a España solo en el medio y corto plazo, en forma de un aumento del rendimiento de la deuda.

Las dificultades de los países litorales

Las posibilidades de que España o Portugal corran el riesgo de que deban ser rescatadas no son comparables a las de Grecia o Irlanda, ya que ni las dificultades son relativamente tan elevadas, ni las situaciones de partida y la evolución son comparables.

Déficit (en % de PIB)	2006	2007	2008	2009	2010
España	2,0	1,9	-4,2	-11,2	-10,0 (P)
Portugal	-4,1	-2,8	-2,9	-9,3	-7,3 (P)
Irlanda	2,9	0,1	-7,3	-14,6	
Grecia	-5,7	-6,4	9,4	15,4	-9,6 (P)

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea, Banco de Portugal, Ministerio de Finanzas y Administración Pública de Portugal, y Departamento de Finanzas de Irlanda.

Mientras que el déficit de Irlanda se ha duplicado en apenas un año, al tener un sistema fiscal con un poder recaudatorio escaso por la baja presión fiscal (con un tipo de sociedades muy por debajo de la media, entre otros condicionantes) hasta supera al del resto de países litorales, en España apenas ha superado el 11% (proporción casi idéntica que la del Reino Unido) y en Portugal el 9%, mientras que en ambos países han implantado planes de reestructuración presupuestaria, consistentes en la reducción del salario de los funcionarios, recortes en los gastos e incrementos de los tipos de IVA, entre otras. Además, en España se han amplificado las medidas de recuperación, con la reducción del impuesto de sociedades, acercándolo al promedio europeo. Sin embargo, el gobierno español sigue sin implantar medidas dirigidas a facilitar la recuperación del empleo, en las que la UE presiona menos que sobre medidas fiscales, como habría sido la reducción de las cotizaciones sociales. Estos planes ya están teniendo resultados, por lo que el estado español registró un déficit de aproximadamente 36.000 millones de euros hasta Octubre (alrededor de un 40% menos que en 2009), lo que se intensificará el próximo año con la aprobación de los nuevos presupuestos autonómicos, las cuales eran las responsables de las dificultades para reducir el déficit. En cuanto a Grecia, los datos han sido falseados, por lo que la evolución de su déficit no es comparable.

En cuanto a los problemas de deuda, España incumplirá el pacto de estabilidad en 2010 (límite del 60% de PIB), cuando había sido de los países más rigurosos en su cumplimiento teniendo en cuenta tanto las economías litorales como las más avanzadas. Y, aunque hay que reconocer que se ha prácticamente duplicado en apenas tres años, los vencimientos de deuda para España son relativamente cómodos, lo que no empeorará porque los bancos españoles no atraviesan por las dificultades que los irlandeses, y si llegara a la administración española un plan de rescate similar al de Irlanda, entonces se resolvería casi el total de la deuda española a corto plazo. Sin embargo, **los bancos españoles han reconocido una depreciación de los inmuebles de entre el 20 y 30%, mientras que en el resto de Europa han sido del 50%**; por lo que los resultados de los test de stress no han reflejado la realidad de la banca española por completo, aunque a su favor cuentan con las mejores ratios de solvencia y menores de morosidad del mundo (por parte de las principales entidades, que entre el BBVA y el Santander suponen casi el 50% del sector bancario español). Este caso es muy distinto del de las cajas de ahorro, las cuales fueron sometidas a los test de stress bajo los supuestos de que se hubieran fusionado, lo que aún no se ha producido, y que habrían recibido dinero del fondo de rescate; por lo que son estas

entidades las que protagonizan las principales dudas sobre el sistema crediticio español.

Deuda (en % de PIB)	2006	2007	2008	2009	2010 (P)
España	39,6	36,1	39,7	55,5	64,3
Portugal	64,7	63,4	64,7	75,8	
Irlanda	24,8	25,0	44,4	65,6	
Grecia	106,1	105,0	110,3	126,8	140,2

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea, Banco de Portugal, Ministerio de Finanzas y Administración Pública de Portugal, y Departamento de Finanzas de Irlanda.

Por su parte Portugal ha visto crecer su deuda, pero no al ritmo que Irlanda, que la ha incrementado desde un 25% de PIB en 2007, hasta alcanzar el 65,6% de 2009. En cuanto a Grecia, el valor de su deuda es incluso superior al valor de su producción nacional (como Italia, Irlanda y Bélgica), pero ya desde antes del inicio de la crisis. Por otro lado, una de las variables de las que depende la calificación crediticia de la deuda es la volatilidad del PIB, lo que en el caso español está evolucionando más favorablemente de lo esperado, ya que no se registraron descensos en el tercer trimestre como esperaban algunos analistas, unido a un crecimiento de la Eurozona superior al esperado. Por último, el tamaño de la economía española es casi igual al del conjunto de países litorales, por lo que cuenta con una mayor capacidad de reacción para recuperar el nivel de producción y reactivar el PIB, lo que reduciría la proporción de deuda sobre PIB. Mientras que Irlanda ha sufrido una contracción cercana al 10% que todavía no ha terminado.

	2006	2007	2008	2009	2010 (P)
Deuda CP	63.918,5	73.116,4	83.498,2	79.823,2	91.087,0
% sobre ingresos	17,2%	18,0%	22,3%	23,8%	25,6%

Fuente: CEPREDE

Conclusiones

Las dificultades para las cuentas públicas españolas y portuguesas ni siquiera se aproximan a las de Grecia o Irlanda, y no es previsible que éstas se vean forzadas a acudir a un plan de rescate, salvo que reaparezcan dificultades para sus sectores bancarios, lo que no es previsible (en la primera mitad del año –previstos para Febrero- se publicarán unos nuevos test de stress de la banca española). Además, los bancos no han incurrido en nuevos riesgos, a excepción de las cajas de ahorros que han reactivado el crédito para la adquisición de vivienda; aunque todavía no han materializado la totalidad de las pérdidas derivadas de la mora por adquisición de inmuebles. Y aun en el caso de que algún banco español debiera de ser rescatado, nunca necesitaría de un volumen de fondos similar al de Irlanda, que ha supuesto un 20% de su PIB en el caso del Anglo Irish Bank.

El Allied Irish Bank y Bank of Ireland también atraviesan por dificultades, y tienen un tamaño similar al del PIB irlandés, por lo que las dificultades financieras de este país aún no han finalizado, mientras que las entidades que mantienen dificultades en España, principalmente las cajas de ahorros, suponen un menor impacto sobre su economía.

Por otro lado, la actividad económica se está recuperando más favorablemente de lo esperado, por lo que la capacidad recaudatoria se recuperará durante los próximos trimestres, aunque el modelo de crecimiento europeo exige unos cambios estructurales que implican una recuperación económica lenta para los países litorales.

El endeudamiento de España será en 2011 un 4% menor a lo estimado por la Comisión Europea, y se mantendrá por debajo del promedio europeo del 86,5%. Alemania, Francia, Reino Unido, Bélgica o Italia tienen una situación financiera peor que la española, que si bien es cierto que tiene un abultado déficit presupuestario, éste sería mucho menor si se hubiera dedicado a emitir deuda como hacen en el resto de la Eurozona, el cual ha terminado por reducirse a un ritmo más parecido a lo que

predecía el gobierno español (del 6% para 2011) que a lo que fue prediciendo la Comisión (que ha ido revisándolas desde el 9,3% al 6,4%). Además, el coste de los intereses de la deuda supondrá el 2% del PIB español, mientras que la media europea se sitúa en el 2,9%.

Aunque también hay que señalar que la evolución de las cuentas públicas dependerá en los próximos trimestres de que **la banca** mantenga un buen estado de salud, que, si bien ha alcanzado unos ratios de solvencia adecuados, **todavía deberá digerir las pérdidas inmobiliarias no reconocidas** (que se concentran en el sector de las cajas de ahorros).

En cuanto al crecimiento a largo plazo, el déficit exterior se ha reducido a consecuencia del deterioro del consumo interno, no habiendo conseguido mejoras basadas en mejoras competitivas. Cuando se reactive la actividad económica, España volverá a sufrir de problemas por cuenta corriente, debido a que sus exportaciones están dominadas por el sector turístico, en el que no goza de ventajas comparativas, ya que los casi 50 millones de turistas extranjeros que visitan toda España cada año son solamente el doble de los que visitan la torre Eiffel. Y la integración en la economía del euro va a exigir un crecimiento basado en sectores competitivos, a lo que no contribuiría en nada la reducción del IVA al turismo. A diferencia de esto, la eliminación de la deducción por adquisición de viviendas sí que contribuirá al cambio estructural, evitando el crecimiento basado en sectores poco competitivos.

La emisión de bonos para constituir un fondo de rescate europeo (entre 5000 y 8000 millones de euros) sentará precedentes para futuras emisiones de deuda pública de la UE, en vez de a nivel nacional. Estas emisiones tendrán la mejor calificación crediticia, lo que permitirá ocultar las primas de riesgo de los países en dificultades. Además, la UE contará con una mayor soberanía sobre Irlanda, ya que el plan de rescate supone más del 51% del PIB de Irlanda, lo que convierte al FMI y la UE en los principales “accionistas” de dicho país, como ya sucediera con Grecia.

Por otra parte, en EEUU han comenzado a notar los primeros ataques a su deuda en Diciembre, similares a los sufridos durante la quiebra de Lehman, debido a que los capitales internacionales estaban centrados en los problemas de los países periféricos de la Eurozona, por lo que en adelante se toparán con dificultades. Esto se debe a que en la economía norteamericana no se han preocupado lo suficiente por gestionar su deuda, y los mercados ya no esperan la aparición de nuevas dificultades en Europa, además de descontar que el BCE ha estado mucho más preocupado por el control de la inflación que la FED (por lo que el valor real de los bonos se mantendrá mejor en el tiempo). En los próximos trimestres se podría reanudar el proceso de apreciación del euro frente al dólar, unido a una caída del precio de sus bonos, como acaba de suceder en Europa. El tipo de cambio Yuan/euro sigue bajando, manteniendo la tendencia que inició en 2008, como prometieron las autoridades chinas, a la vez que siguen aumentando los tipos de interés con el objetivo de controlar la inflación, imitando así el modelo de crecimiento que Europa quiere imponer a los países periféricos, en contra del de EEUU.