

# Afrontando el reto financiero en España

Santiago Carbó Valverde\*

## 1. Introducción

En el momento en el que España afronta un cambio de gobierno, “lo financiero”, en un sentido amplio, ha ganado un considerable protagonismo. La crisis de la deuda soberana se entrelaza con la generalización de problemas bancarios, de liquidez y solvencia en toda Europa y, en este entorno, España –junto a Italia- ha tomado el relevo de otros países periféricos para acaparar gran parte de la atención y de la presión de los mercados.

Sin duda, desde la economía real, otros problemas como el paro o la previsible entrada en una nueva recesión son cuestiones de enorme relevancia y trascendencia cuya incidencia social es muy relevante. Sin embargo, la resolución de los problemas que afectan a la economía real no es posible si no se logra antes la estabilidad financiera y bancaria. Por ello, en este artículo se plantea el reto del sistema financiero como el principal desafío para la economía española en los próximos meses. Se trata de una situación compleja, con diferentes ramificaciones y vínculos muy estrechos con Europa, siendo muy difícil que se encuentren soluciones para España, o para otro Estado miembro de la UE, considerado individualmente, sin una solución para el conjunto.

La definición del “reto del sistema financiero” que se desarrolla en estas líneas se estructura en torno a tres elementos relacionados: i) un problema de finanzas públicas y credibilidad fiscal; ii) un problema de deuda pri-

vada y desapalancamiento; iii) un problema bancario de deterioro de activos y solvencia. El artículo se estructura en dos apartados que siguen a esta introducción. En el segundo se analiza la presión especulativa sobre la deuda soberana y las opciones que pueden existir desde Europa para resolver estas tensiones, en la medida en que condicionan la estrategia de España para adoptar sus propias medidas. Posteriormente, se describe la economía política del desafío de la financiación en España, en las dimensiones anteriormente comentadas, y se analizan algunas vías posibles para su resolución.

## 2. La presión sobre la deuda soberana y las opciones desde Europa: la solución cooperativa

Las decisiones adoptadas en la Cumbre Europea del 26 de octubre de 2011 –en la que se aprobó la ampliación del Fondo de Estabilidad Financiera Europea (EFSF) y el aumento de los requerimientos de solvencia mínimos para las entidades sistémicas- se consideraron como una invitación al optimismo. Sin embargo, esta mejora en las expectativas habría de durar poco tiempo. Un conjunto de tensiones políticas –como el anuncio (y posterior retirada) de referéndum en Grecia para apoyar las medidas de rescate, la crisis política que se desató en el país heleno y la no menos significativa crisis y cambio de gobierno en Italia- pronto se convirtieron en el caldo de cultivo para reavivar la desconfianza y los ataques especulativos sobre la deuda que, de paso, afectaron también a España y, de forma cada vez más significativa, a países como Francia, debilitando la posición general de la eurozona en cuanto a riesgo soberano.

\* Universidad de Granada y FUNCAS.

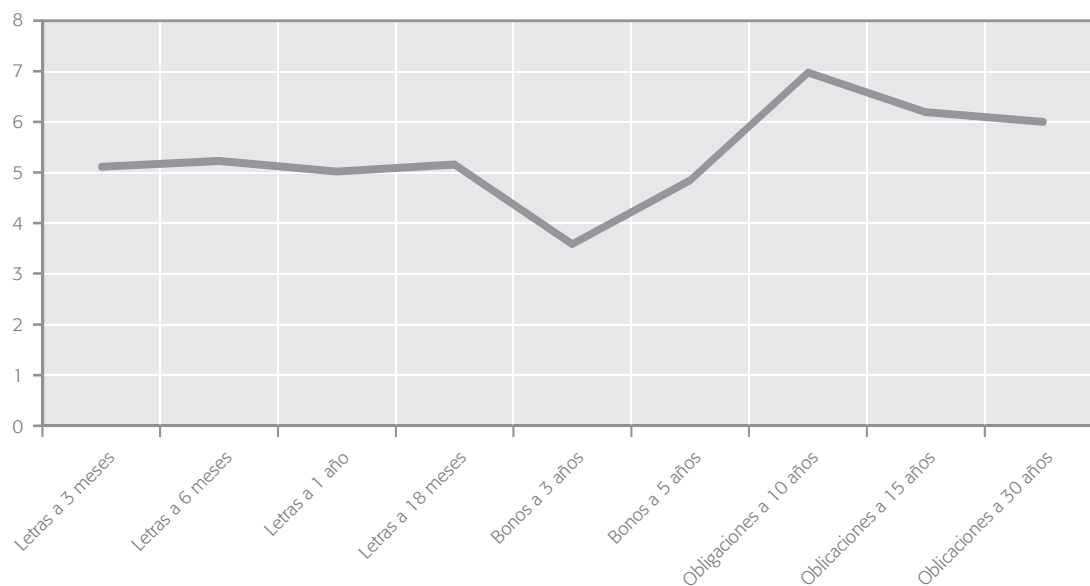
El deterioro de la situación financiera se hizo evidente hacia finales de noviembre, cuando en España se produjo un fenómeno poco frecuente, aunque observado en varios países durante los años de crisis: una inversión parcial de la curva de rentabilidad de la deuda pública. Como muestra el gráfico 1, la rentabilidad exigida en las subastas de títulos públicos para los instrumentos de deuda a corto plazo ha superado a las de bonos de plazo medio y se han acercado, incluso a las de las obligaciones de largo plazo. La "inversión de la curva" se refiere a la contradicción del supuesto teórico que presupone mayor rentabilidad a mayor plazo.

En sí, la inversión de la curva de bonos implica una percepción del mercado de un mayor riesgo a corto que a largo plazo y, por lo tanto, una situación de incertidumbre y desconfianza inusitada. En cualquier caso, se trata de un fenómeno que ha afectado a otros países desde 2008 y no sólo a la curva de rendimiento de la deuda, sino también a la de los *credit default swaps* (CDS) que le sirven de cobertura, siendo en ocasiones más caro asegurar una letra a corto que un bono a largo plazo. Este último fenómeno se ha observado, por ejemplo, en la curva de CDS de países como Estados Unidos –antes de la bajada de rating que realizó *Standard and Poor's* en agosto de 2011- o en Grecia, Portugal e Italia en momentos de especial tensión e, incluso, en España anteriormente, en junio de 2008.

Con esta situación en la eurozona, antes de considerar cualquier problema o solución propia para el caso español, conviene preguntarse qué alternativas está ofreciendo o puede ofrecer Europa en las que España pueda encontrar una referencia o apoyo. Como se comentó anteriormente, el principal avance hasta la fecha ha sido la constitución y posterior ampliación del EFSF, un mecanismo que, sin embargo, parece que tendrá pocas oportunidades de convertirse en una solución, sobre todo debido a varios problemas técnicos de calado. El EFSF se compone de dos elementos: un vehículo especial de inversión (SPIV, *Special Purpose Investment Vehicle*) y un mecanismo de aseguramiento (garantía) de crédito. El primer problema importante del EFSF es que incorpora lo que se denomina "correlación circular". Por ejemplo, si Francia pierde su triple A, el EFSF sufrirá con toda probabilidad una bajada de rating; y así para cualquier otro país de la eurozona. Asimismo, la complejidad de los instrumentos del EFSF puede crear segmentación en el mercado, porque junto al bono soberano y a su garantía (denominada PPC o *partial protection certificate*), el SPIV participaría también en la emisión con un certificado de participación, con su propio tramo (*tranche*) en el bono. Estos tres elementos del bono pueden venderse por separado, lo que puede aportar liquidez pero también crear segmentos de mayor calidad que otros lo que, a la larga, puede hacer el EFSF menos atractivo para los inversores. Una dificultad adicional es que el SPIV puede canibalizar la deuda existente. En particular, los inversores podrían deshacerse de sus

Gráfico 1

## RENTABILIDADES MEDIAS EN LAS ÚLTIMAS SUBASTAS DEL TESORO (A NOVIEMBRE DE 2011)



Fuente: Tesoro Público y elaboración propia.

tenencias directas actuales de deuda (*direct holdings*) para comprar la deuda garantizada por el EFSF, lo que causaría una pérdida de valor de las tenencias actuales, lo contrario de lo que se pretende. Finalmente, otro condicionante muy relevante es que, para que el SPIV funcione, debe tener inversores externos. El FMI ya ha expresado su intención de no participar en el SPIV porque prefiere establecer sus propios mecanismos y condicionalidad, y la participación de otros países (principalmente, los emergentes) no está garantizada y tampoco está claro que, de producirse, sea lo más adecuado, dados los propios riesgos de esos países.

Si se admiten estos problemas del EFSF, parece necesario y urgente considerar otras soluciones que den el soporte y garantía suficiente a la deuda europea. En este sentido, el Mecanismo de Estabilidad Europeo (ESM) podría constituir una alternativa ya que cuenta con la ventaja fundamental de poder comprar deuda pública en mercados primarios, apoyando la emisión de títulos de los países con mayores dificultades. El problema es, que sin una corresponsabilidad fiscal y la adecuada condicionalidad sobre los países cuya deuda se ha deteriorado más, el ESM no tendrá viabilidad y, además, puede requerir modificar el Tratado de la Unión Europea, algo que cualquiera que sea la solución –y más si supone cesión de corresponsabilidad fiscal- puede que la eurozona tenga que afrontar cuanto antes.

Para alcanzar un consenso sobre un mecanismo de estabilidad financiera europea es preciso, por lo tanto, equilibrar las fuerzas que, por un lado, exigen un apoyo mutuo para frenar los ataques especulativos y aquellas que, por otro, requieren corresponsabilidad fiscal. Desde un punto de vista de la teoría de juegos, los resultados posibles de este problema dialéctico parecen bastante simples y recuerdan al conocido juego del “dilema del prisionero”. En particular, los países de la eurozona se encuentran atrapados y deben decidir si aplican la necesaria austeridad fiscal, y si la acompañan o no de apoyo y soporte mutuo en materia de deuda soberana. El único equilibrio que tiene ganancias para todos los estados miembros es aquel en el que se hacen ambas cosas. Por el contrario, si los países aplican tan sólo una de las dos condiciones (austeridad o apoyo), la debilidad de la deuda soberana de los países del euro persistirá y podría derivar en un accidente financiero de proporciones mayores a las hasta ahora observadas.

En este sentido, junto al ESM o el posible inicio de un proyecto de mercado de eurobonos u opciones como las ofrecidas desde el FMI, reformando sus líneas de crédito -para ayudar a países con economías sólidas pero con necesidades extraordinarias de liquidez, más allá de las situaciones contempladas hasta ahora (conflictos o desastres naturales y otras situaciones similares-, se convierten en alternativas dignas de consideración.

### 3. España ante un problema fundamental de financiación: afrontar el deterioro de activos bancarios como parte del problema y de la solución

En lo que se refiere a España, la situación financiera que es preciso resolver se estructura en tres problemas interrelacionados: la elevación de la prima de riesgo y las dificultades de control de la deuda pública, el elevado endeudamiento privado y su lento proceso de desapalancamiento y, por último, el problema bancario del deterioro de activos.

En lo que se refiere a la deuda pública, el reto de desdobra, a su vez, en dos. La conveniencia de reducir el diferencial, o prima de riesgo de los bonos, y la renovación de la deuda que vence en 2012 sin comprometer los objetivos de déficit. Si como ha sucedido recientemente, la prima de riesgo se eleva demasiado, los costes de financiación de esa deuda renovada pueden ser importantes y dificultar aún más la consecución de las metas fiscales trazadas.

El segundo elemento se refiere a la deuda privada. En realidad, es en la vertiente privada del endeudamiento donde puede residir el verdadero germen de la desconfianza hacia España. La deuda privada se está reduciendo muy lentamente dadas las dificultades que tienen los hogares y las empresas en un entorno de desempleo creciente y pocas expectativas de crecimiento. España –incluido el sector bancario- dependió de forma muy significativa de la financiación externa en los años anteriores a la crisis. Ante la dificultad de generación de ahorro en las economías domésticas y las empresas, España seguirá precisando de financiación externa para impulsar su recuperación.

El tercer elemento de este entramado de problemas financieros es el sector bancario. La reordenación del sector bancario en torno al FROB ha permitido avanzar de forma significativa en la consolidación del sector, reduciendo el número de entidades operativas y generando sinergias que han ayudado a avanzar en el saneamiento de activos. En todo caso, los problemas de deterioro de activos siguen siendo muy acusados y es preciso considerarlos en sentido dinámico. Esto implica que si la macroeconomía no ofrece perspectivas favorables –desde FUNCAS se estima que el PIB retrocederá un 0,5% en 2012-, el deterioro de los activos sólo puede avanzar. En el último Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España<sup>1</sup>, los datos relativos al mes

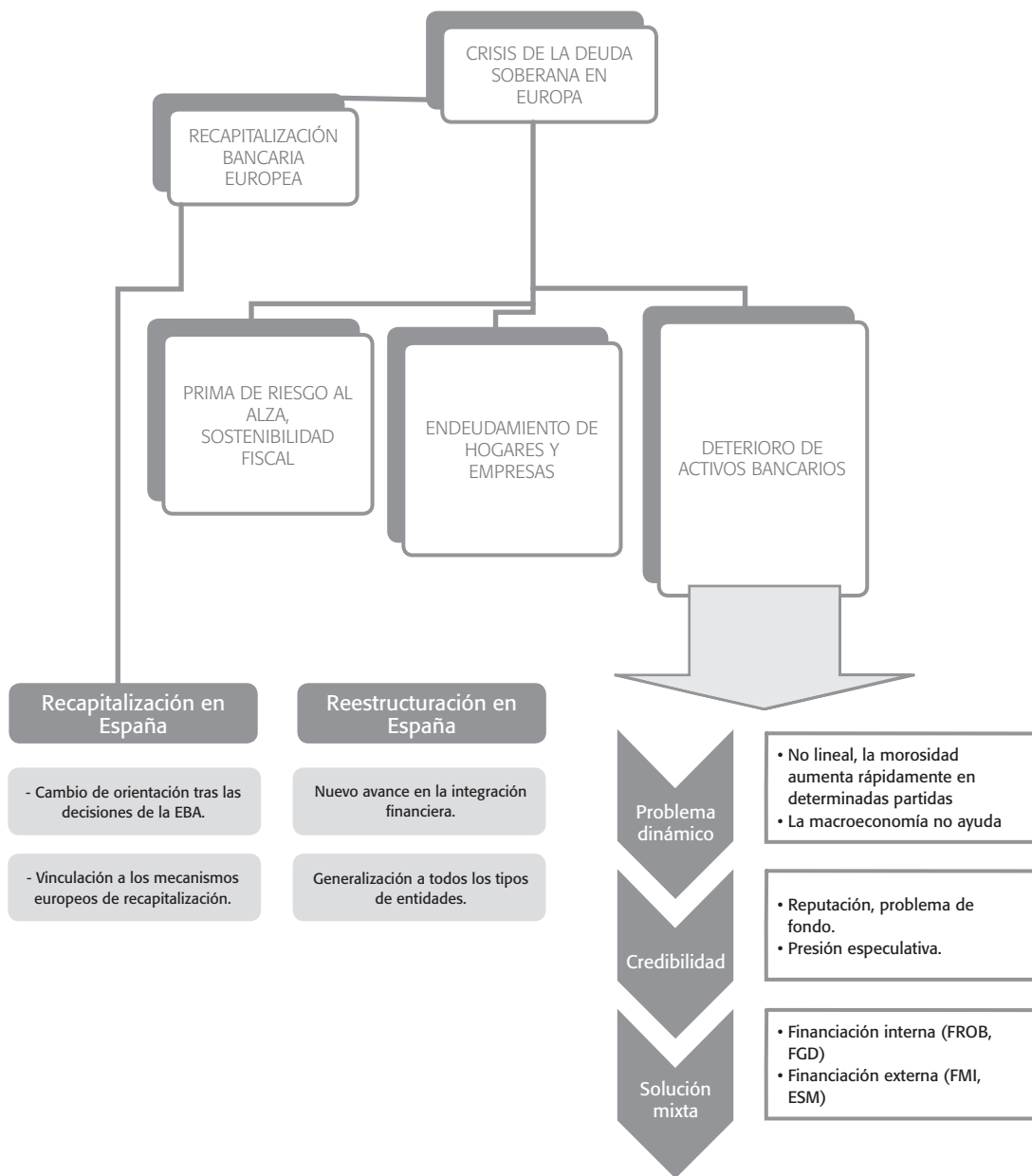
<sup>1</sup> Informe de Estabilidad Financiera (2011), Banco de España, noviembre: [http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/11/IEF\\_NOV2011.pdf](http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/11/IEF_NOV2011.pdf)

de junio de 2011 reflejan que la exposición problemática (dudosos, adjudicados y normales bajo vigilancia) vinculada a la actividad de promoción inmobiliaria para bancos y cajas de ahorros es de 176.000 millones de euros, lo que supone un 52 % de la exposición total a promoción inmobiliaria, un 11,4 % de la cartera crediticia del sector privado residente en España y un 5,2 % del activo conso-

olidado del sector bancario. Y lo que resulta preocupante es que, según indica este informe, la morosidad del crédito a la construcción y promoción inmobiliaria estaba creciendo en junio de 2011 a ritmos superiores al 20% en términos anuales, cuando durante 2009 y 2010 lo había hecho en torno al 10%. Este ejemplo ilustra el carácter dinámico del problema del deterioro de activos.

Diagrama 1

EL RETO FINANCIERO EN ESPAÑA Y SUS VERTIENTES



Fuente: Elaboración propia.

La economía política de esta problemática de financiación se expresa en el diagrama 1. En él se sugiere que la crisis de la deuda y la recapitalización bancaria son problemas europeos que requerirán el concurso de Europa para que puedan existir soluciones viables en países como España. Junto a los tres grandes problemas de financiación mencionados (deuda pública, endeudamiento privado y saneamiento bancario) el diagrama representa el deterioro de activos bancarios como el principal reto a corto plazo, dado que es un problema dinámico que puede empeorar y compromete la credibilidad. Por lo tanto, para resolver los problemas de financiación de España parece conveniente afrontar los tres elementos mencionados de abajo a arriba, comenzando por la resolución del problema de saneamiento de activos bancarios. Aportar una solución en este frente puede generar la confianza que España necesita y disipar las dudas de los inversores sobre la viabilidad del problema en su conjunto, reduciendo la presión especulativa sobre el bono español. En todo caso, no se trata de una tarea sencilla e implica sacrificios y costes.

Resolver el deterioro de activos supone, al mismo tiempo, afrontar y atajar lo que ha distinguido a España en esta crisis: un problema importante de pérdida de valor de los activos inmobiliarios, que aún no se ha acabado de resolver, lo que ha afectado, de paso, a una industria inmobiliaria que concentró gran parte del empleo en los

años anteriores a la crisis. Las fórmulas para hacer frente al deterioro dinámico de esos activos en los balances bancarios no son sencillas y entrañan costes. Por la vía de las provisiones, sinergias de integraciones y mejora de la eficiencia, las entidades financieras están haciendo un esfuerzo descomunal pero parece insuficiente. Una alternativa sería crear un banco malo, en alguna de sus configuraciones, si bien, como indica también el diagrama 1, parece que se precisaría de algún vehículo de financiación institucional internacional para afrontar toda la financiación que ese banco malo puede requerir. En cuanto a la financiación desde España, a los recursos limitados del FROB y del Fondo de Garantía de Depósitos (que recientemente se ha unificado para bancos, cajas y cooperativas de crédito) habría que incluir alguna vía adicional de financiación, ya sea mediante la ampliación de los fondos del FROB y FGD con contribuciones de todas las entidades financieras españolas o mediante otras alternativas de endeudamiento público.

Si se ofrece alguna solución de este tipo, se podría propiciar un ajuste más rápido de los desequilibrios en el sector inmobiliario y una mayor confianza en la viabilidad y solvencia de España y su sistema financiero. En ese contexto, los otros dos elementos mencionados del urgente reto de credibilidad financiera -el desapalancamiento financiero y la confianza en la deuda española- podrán tener un entorno más propicio para su mejora.