

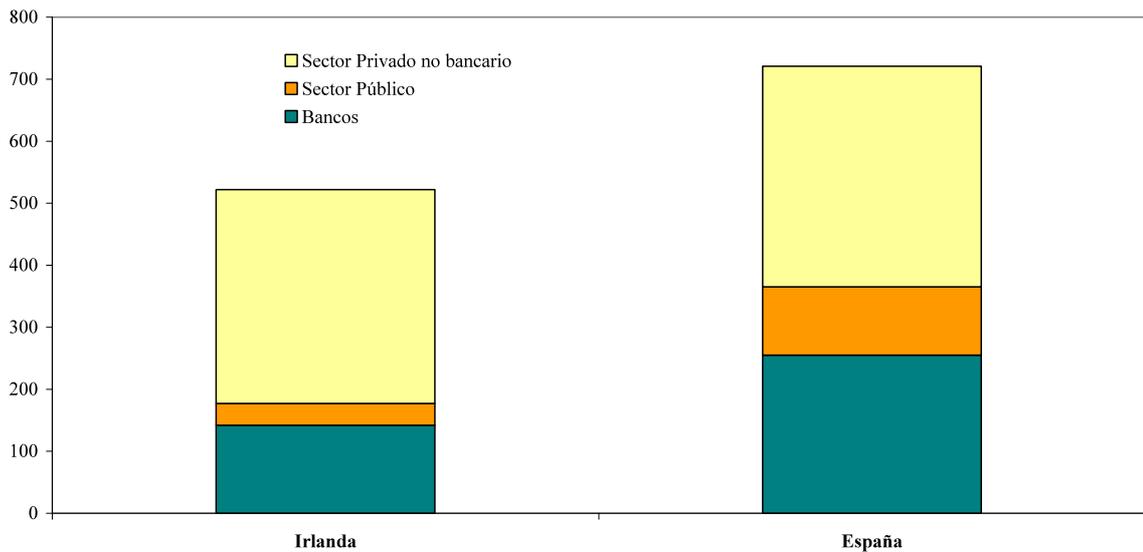
DESPUÉS DE IRLANDA Y DE PORTUGAL... ¿ESPAÑA?...

30-11-2010

El riesgo de contagio de la crisis de deuda que asola Europa se ha extendido a España tras el rescate de Irlanda y el inevitable de Portugal. Así lo reflejan el aumento del diferencial del bono español respecto al alemán, en máximos históricos; la severa carrera bajista de la bolsa y el cierre de los mercados mayoristas a la economía española. Esta situación dramática, lejos de corregirse, tenderá a agudizarse en las próximas semanas. La puntual mejoría se los mercados bursátiles y el estrechamiento del diferencial con el bono alemán son expedientes breves y de corta duración. No hay nada que permita creer que el panorama se ha modificado a mejor de manera estructural.

En contraste con Grecia y Portugal, donde el grueso de las vulnerabilidades se concentran en el sector público, España e Irlanda presentan altos niveles de endeudamiento privado generados por el ciclo inmobiliario de auge y de recesión. Cuando el flujo de exceso de ahorro externo recibido por la economía nacional se ha contraído después del boom inversor registrado durante el largo ciclo expansivo, las pérdidas del sector privado han sido *socializadas* o interiorizadas por la banca y las cajas, caso del sector inmobiliario, con un impacto negativo sobre las cuentas del sector público aunque en menor medida que en Irlanda y con un efecto diferido pero inevitable sobre los balances de las entidades financieras. La decisión del gobierno irlandés de salvar su sistema bancario del colapso aceleró la insostenible trayectoria alcista de la deuda. La pregunta es si España se encuentra en una situación similar.

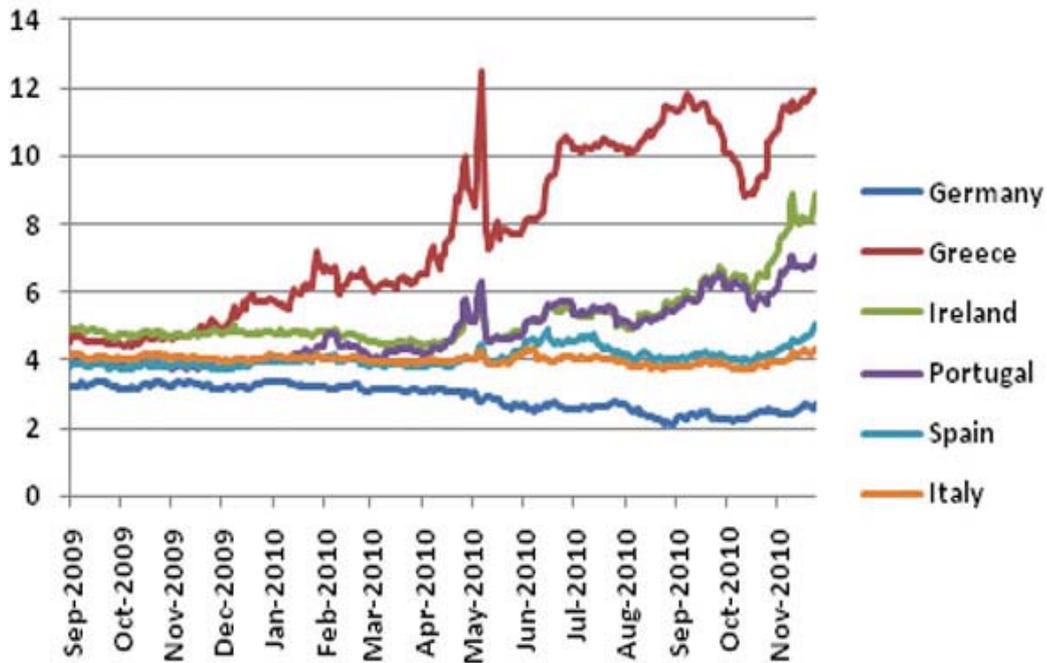
**Endeudamiento de España e Irlanda por sectores
(segundo trimestre de 2010)**



Fuente: BIS, RGE

Hasta el momento, los inversores parecían dispuestos a dar a España el beneficio de la duda, pero la dinámica de los mercados desde el rescate irlandés ha comenzado a poner en cuestión esa optimista hipótesis. De hecho, la coyuntura española tiene elevadas probabilidades de volverse insostenible si los costes del endeudamiento y la prima de riesgo exigida para suministrar liquidez a los sectores público y privado mantienen su tendencia ascendente y si se consolida la restricción financiera a la economía nacional. Este planteamiento se ve reforzado por los comentarios realizados por el Presidente del Bundesbank, Mr. Weber, de que la dotación del Fondo de Estabilización Financiera ha de ser elevada para prevenir una posible ruptura de la Eurozona, clara referencia a la eventualidad de un posible rescate de España.

Diferencial del Bono a 10 años



Fuente: Bloomberg

¿Cuáles son las principales vulnerabilidades de España en términos de liquidez y de solvencia en comparación con Irlanda y los otros Estados del Sur de Europa? La tesis gubernamental de que los *fundamentales* de la economía nacional son sólidos o, al menos, mucho más que los de Grecia, Irlanda o Portugal es errónea por dos razones básicas: La **primera**, porque la coyuntura económico-financiera española condensa, si bien con menor intensidad, todos los elementos que han desencadenado las crisis de deuda en los demás estados periféricos. La **segunda**, porque el gobierno ha ido siempre por detrás de lo exigido por las circunstancias económicas y por los mercados para restaurar la sostenibilidad de las finanzas públicas, sanear el sistema banca-cajas y aplicar las reformas estructurales imprescindibles para poner las bases de la recuperación.

Los desequilibrios del sector público

El 22 de noviembre, el gobierno español reiteró su declaración de que el déficit de las Administraciones Públicas iba a evolucionar en 2010 de acuerdo con la programación gubernamental: un descenso del 11,4 por 100 del PIB en 2009 al 9,3 por 100 en 2010. En concreto, la Comisión Europea ha declarado que el ajuste fiscal es insuficiente y, por tanto, el objetivo de déficit público para 2011 es inalcanzable. Por añadidura, los organismos internacionales ven difícil de lograr las previsiones de déficit y de deuda proyectados por el gabinete para los años venideros. El FMI sitúa ese desequilibrio en el 4,4 por 100 del PIB en 2015 y coloca la ratio deuda/PIB en el 82 por 100 para ese año. Si los 99 mil millones de euros (10 por 100 del PIB) tuviesen que ser utilizados para socorrer al sistema bancario, básicamente a las cajas, la deuda escalaría hasta cerca del 90 por 100 del PIB en 2011 de acuerdo con las estimaciones realizadas por el grueso de los analistas. Si ese “fondo” se tuviese que utilizar el año próximo, el déficit se situaría el año próximo en el 18 por 100 del PIB. Si se tiene en cuenta, que el crecimiento de la economía española el año próximo será inferior al previsto por el gobierno, el desequilibrio de las finanzas públicas sería todavía mayor.

Necesidades financieras totales (en millones de euros, operaciones financieras y avales excluidos)

	2011			2012			2013		
	Deuda	Déficit	Total	Deuda	Déficit	Total	Deuda	Déficit	Total
Grecia	28.370	-17.004	45.374	30.835	-14.667	45.502	25.698	-11.481	37.179
Irlanda	4.390	-18.146	22.536	5.576	-14.731	20.307	6.028	-13.163	19.191
Portugal	9.633	-9.049	18.682	8.518	-8.428	16.946	8.738	-7.665	16.403
España	45.129	-73.853	118.982	46.416	-69.422	115.838	54.795	-63.604	118.399

Fuente: FMI, RGE, Bloomberg

En Irlanda, la consolidación de los 39 mil millones de los costes de recapitalizar sus bancos pueden llevar el déficit público al 32 por 100 del PIB en 2010 y la deuda pública al 98 por 100 del PIB. Aunque el impacto de ese movimiento no implica que las

necesidades de endeudamiento a corto plazo hayan de ser satisfechas de inmediato, lo cierto es que la credibilidad del gobierno irlandés como garante último de la deuda bancaria en un marco de estabilización presupuestaria estalló en pedazos lo que ha obligado al gabinete a buscar apoyo externo. Los mercados comienzan a descontar que España puede encontrarse en una posición similar en tanto en cuanto están presentes elementos que contribuyeron de manera decisiva al desplome del mecanismo de medios de pago irlandés. Esta tesis se ve soportada por una serie de consideraciones que se exponen a continuación.

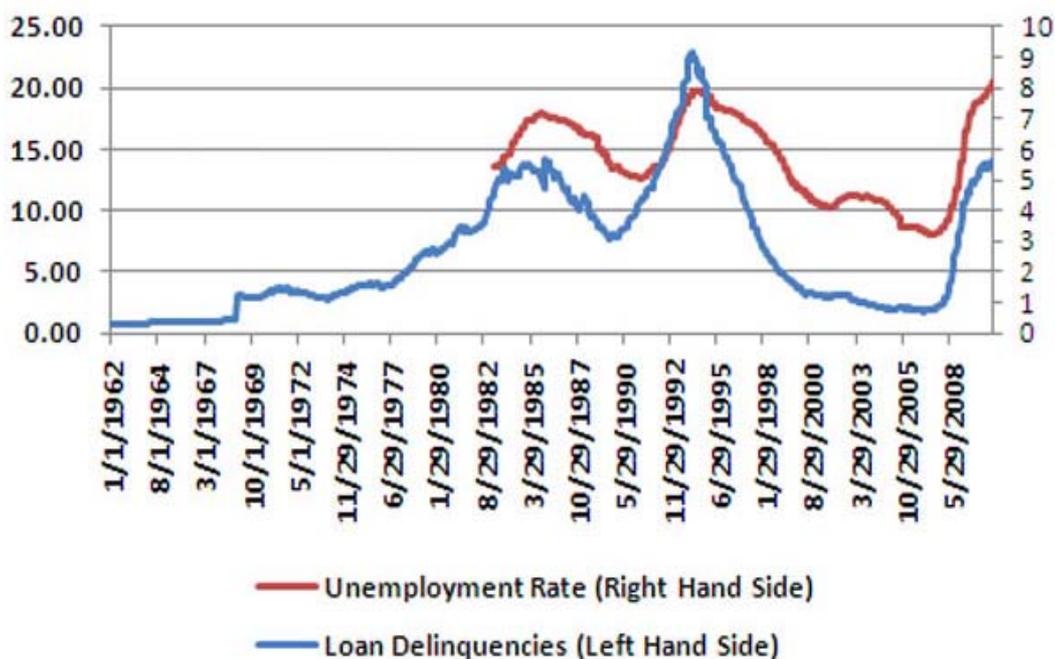
El ajuste de precios de la vivienda no ha finalizado

La burbuja inmobiliaria fue superior en España de lo que lo fue en EE.UU. pero inferior a la registrada en Irlanda. El precio de la vivienda en EE.UU. alcanzó su punto más alto en 2006; creció un 140 por 100 desde 1995. Ahora está un 27 por debajo de su *peak* en aquel año. Los precios de la vivienda en Irlanda alcanzaron su punto cíclico más elevado en 2006, un 315 por 100 superiores a los existentes en 2006. En la actualidad han caído un 40 por 100 desde su momento de mayor altura. Los precios de la vivienda en España lograron su máximo en 2008, un 200 por 100 de los registrados en 1995 pero se han corregido a la baja en tan sólo un 15 por 100. Mientras en América e Irlanda, el valor de las casas están por debajo de los niveles anotados en 1996, en España están aun por encima lo que sugiere que han de caer aun entre un 20 y un 30 por 100 adicional.

Numerosos analistas argumentan que la naturaleza de los préstamos hipotecarios en España es un factor que soporta, esto es, que reduce la magnitud del descenso de los precios de la vivienda. Como las hipotecas españolas están respaldadas no sólo por el inmueble sino por los ingresos y el patrimonio de los deudores, la posibilidad de impago se reduce aunque el valor de ese activo sea inferior a la deuda. Ahora bien, este esquema era igual o muy parecido en Irlanda y los precios han caído significativamente. Obviamente, lo mismo puede suceder en España.

Por otra parte, el grueso de las hipotecas españolas está a tipos variables, sólo un 3 por 100 son fijas, lo que ha aliviado la presión financiera sobre los hogares en un entorno de tipos muy bajos. El Euribor a un año ha descendido del 5,5 por 100 en 2008 al 1,2 en la actualidad, lo que ha facilitado el servicio de la deuda por parte de las familias. Al mismo tiempo, durante este tiempo, la corrección de los precios de la vivienda ha sido pequeña. La combinación de esos dos factores ha facilitado el pago de los préstamos hipotecarios y también ha sostenido, a pesar de su descenso, el consumo privado. Sin embargo, este panorama no va a continuar. A partir de ahora, los tipos de interés sólo pueden moverse hacia arriba y el precio de las casas hacia abajo. Esto generará significativos *efectos riqueza* negativos y deprimirá de manera adicional el consumo privado. Además, la correlación histórica entre impagos y desempleo sugiere que la morosidad hipotecaria se doblará a lo largo del próximo ejercicio.

Desempleo e impago de hipotecas



Fuente: Banco de España

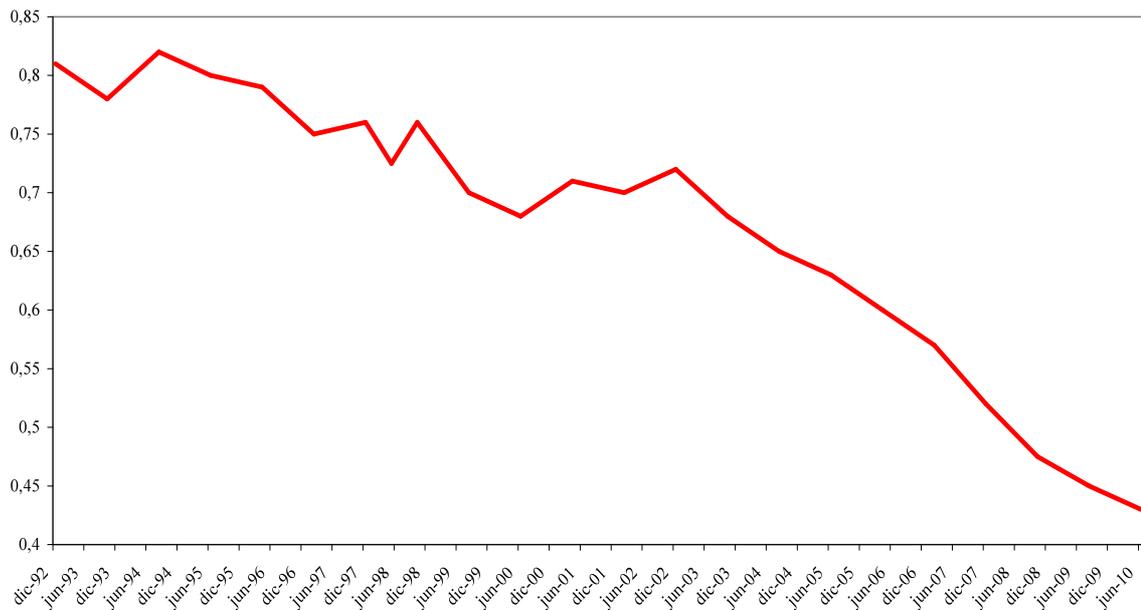


De acuerdo con los datos de la Asociación Hipotecaria Española, el total de préstamos hipotecarios es del orden del billón de euros. Una tasa de morosidad del 10 por 100 (en línea con la experimentada en ciclos pasados) implica una pérdida de unos 100.000 millones de euros. En la práctica, las pérdidas tienen altas posibilidades de ser mayores si se tiene en cuenta la persistencia de un abultado desempleo y las perspectivas de bajo crecimiento de la economía en el horizonte del corto y del medio plazo. En su último Informe de Estabilidad Financiera, el Banco de España situó la cuantía de los préstamos dudosos en unos 181.000 millones de euros. Si se aplica una tasa de morosidad del 10 por 100 a los restantes créditos otorgados por las instituciones financieras (aproximadamente 2 billones de euros), es posible construir un escenario en el que las pérdidas de las entidades crediticias podrían ser de 200.000 millones de euros.

Vulnerabilidad Exterior

En contraste con Irlanda, España no es un centro financiero internacional con un gran stock de activos y deuda en manos de inversores extranjeros. Ahora bien, la acumulación de déficit por cuenta corriente ha llevado a generar una deuda externa bruta del orden del 160 por 100 del PIB, mientras la inversión neta extranjera ha declinado en un 86 por 100 desde el segundo trimestre de 2010, comparada con el 90 por 100 en Irlanda en 2009, el 107 por 100 en Portugal, el 93 por 100 en Grecia y el 17 por 100 en Italia. En suma, la deuda exterior neta de España es similar a la de Irlanda en porcentaje del PIB y mucho más grande que la de Italia. La inversión en cartera y “otras inversiones” canalizadas a través del sistema financiero, constituyen el grueso de las entradas de capital foráneo, y exponen al país al riesgo de un “sudden stops” de los flujos inversores.

Ratio de Solvencia Externa y Deuda Bruta Externa (en % del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

Vulnerabilidad del sistema banca-cajas

El principal mecanismo de transmisión de las crisis en un área monetaria única es el sistema bancario. Aunque los bancos y cajas españolas fueron capaces de recortar sus volúmenes de endeudamiento en el Banco Central Europeo de 130.000 millones de euros en julio de 2010 a 68.000 millones de euros en octubre del mismo año, el rápido aumento de la prima de riesgo española y el incremento del riesgo de la contraparte, plantean una inevitable tendencia de las entidades crediticias españolas a recurrir de nuevo al BCE con fuente de liquidez primaria de la economía nacional. Además, el riesgo de los bancos españoles, como el de los irlandeses, se concentra básicamente en

las entidades financieras europeas y una gran parte de él en el sector privado no financiero, incluido el inmobiliario. Esta situación asegura que cualquier problema en la periferia tiene repercusiones sobre los países centrales del euro.

Similitudes y diferencias con el resto de la periferia

Si se compara España con Irlanda, Grecia y otros países de la periferia de la Eurozona, hay algunas dimensiones en las cuales España está mejor y otras en las que está peor. En el terreno “positivo”, España tiene un déficit público menor que el de Grecia e Irlanda pero no que el de Italia. El stock de deuda pública es más bajo que en otros países periféricos, pero en un escenario probable donde los costes de salvamento del sistema financiero pueden suponer el 20 por 100 del PIB, la ratio deuda pública/PIB escalaría hasta el 90 por 100 y lo seguiría haciendo si la política presupuestaria se mantiene dentro de los parámetros establecidos por el gobierno. Por último, las tasas de ahorro privado son mejores en España que en otros estados de la periferia.

Resumen de la posición fiscal española (en % del PIB)

	2010	2011	2012	2013
Nuevo Objetivo fiscal (en mayo de 2010)	-9,3	-6,0	-5,3	-3,0
Previsión del Gobierno en cuanto al crecimiento del PIB	-0,3	1,3	2,5	2,7
Deuda en % del PIB	65,9	71,9	74,3	74,1
Estimación del FMI en cuanto al Déficit Fiscal	-9,3	-6,9	-6,3	-5,6
Estimación del FMI en cuanto a Deuda Pública	63,5	70,2	75,1	78,6
Estimación del FMI en cuanto a crecimiento del PIB	-0,4	0,7	1,8	2,1

Fuente: “Spain Stability and Growth Pact” FMI, October 2010, RGE

Pero hay otros ámbitos en los cuales el país está mucho peor:

En primer lugar, la tasa de paro alcanza al 20 por 100 de la población activa, la más alta de todos los países de la periferia europea. Esto genera problemas tanto para la recaudación fiscal como para la activación de la demanda interna vía consumo privado.

En segundo lugar, el ajuste de los precios inmobiliarios, como ya se ha comentado, no ha finalizado. Cuando se complete, la presión sobre las cuentas de resultados de los bancos y cajas y el efecto riqueza negativo sobre las familias reforzará las tendencias desequilibradoras dentro del sistema financiero.

En tercer lugar, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente está anclado en el entorno del 4 por 100 del PIB tan grande como el de Irlanda y Grecia y sólo superado por el de Portugal. Además de 1 billón de euros de deuda pública que necesita ser financiada en un escenario adverso, España tiene otro billón de deuda privada que también ha de ser servida y refinanciada. En 2011, los vencimientos del endeudamiento de los sectores público y privado ascienden a unos 300.000 millones de euros.

En cuarto lugar, la economía española, como la irlandesa y la griega, no presenta signo alguno de recuperación y es seguro que su crecimiento potencial se ha recortado de manera significativa a raíz de la crisis. *Ceteris paribus*, España no retornará a tasas de crecimiento previas a la fase bajista del ciclo, al menos, hasta 2015, siempre y cuando sanee las cuentas públicas, haga las reformas estructurales y reestructure el sistema financiero.

En quinto lugar, durante los años de la expansión, los salarios españoles crecieron muy rápido, muy por encima del incremento de la productividad, llevando a un aumento de los costes laborales unitarios superior al de Grecia y parecido al de Portugal. Además, la Productividad Total de los Factores ha sido inferior a la portuguesa y menor que la de cualquier otro Estado de la Eurozona.

En sexto lugar, comparada con Irlanda, que atrajo un importante volumen de Inversión Extranjera Directa y es sede de numerosas compañías tecnológicas produciendo en el país y que pueden beneficiarse de la depreciación del euro, España cuenta con un sector de bienes comercializables mucho menos competitivo y con una menor aportación de

valor añadido. Al mismo tiempo, Irlanda se beneficia de la ganancia de competitividad derivada de que los salarios están cayendo con mayor intensidad que en España.

En séptimo lugar, la delicada, por no decir, desesperada posición financiera de algunos o muchos ayuntamientos y autonomías unida a su peso en los gastos del sector público deteriora todavía más la imagen de solvencia del Reino de España y la credibilidad del plan de ajuste fiscal y presupuestario del gabinete. Las administraciones territoriales se han convertido en un *riesgo sistémico*.

En conclusión, España es demasiado grande para caer pero también para ser rescatada en condiciones similares a las de Grecia, Irlanda y, en breve plazo, Portugal. El tamaño de un potencial rescate de la deuda y del sistema bancario española sería mucho mayor de los recursos del FMI, de la UE y del FEEF. Este es quizá el elemento de mayor vulnerabilidad para España. Los inversores pueden asumir que Grecia, Irlanda y Portugal pueden recibir un *bail-out* internacional pero ese no es el caso de España. La actual dotación de recursos oficiales, después de una masiva ayuda a Irlanda y la probable de Portugal, no serían suficientes para financiar el endeudamiento español durante los tres próximos años y para evitar el riesgo sistémico provocado por la crisis de su sistema financiero si el proceso de reestructuración y saneamiento de las cajas de ahorro no se lleva a término de inmediato o los mercados no crean que ese proceso sea suficiente.

En consecuencia, los fondos internacionales existentes -250 mil millones del FMI, 440 mil millones del Fondo de Estabilidad Financiera Europea que no están desembolsados y los 60 mil millones de la UE- no bastan para rescatar a España después de haberlo hecho con Grecia, Irlanda y Portugal. La propuesta alemana de incorporar al sector privado al mecanismo para afrontar las crisis financieras y las limitaciones político-constitucionales descartan la posibilidad de que Alemania pueda funcionar como prestamista de última instancia de la Eurozona. No lo puede hacer por razones constitucionales, la Carta Magna Alemana prohíbe los bail-outs y por el coste político para Merkel de aportar fondos a rescatar España, Esto abre las perspectivas hacia una intervención de la economía española sostenida sobre la base de un paquete de ajuste

presupuestario y de reformas estructurales acompañado de una moratoria en el pago de la deuda pública y privada con una aportación limitada de fondos para sanear el sistema financiero.

Pero la fuente de la dramática coyuntura española no tiene una naturaleza económico-financiera sino política. El gobierno ha tenido un comportamiento errático desde el comienzo de la crisis y ha sido fiel a él hasta estos momentos. Sin duda, España hubiese caído en recesión y hubiese tenido serias dificultades, pero las cosas no hubiesen llegado a los actuales extremos si el gabinete hubiese respondido con una estrategia económica anti-crisis distinta y desde el comienzo. Lejos de hacer eso ha desplegado una actuación contraria a la exigida por las circunstancias y sus rectificaciones han sido siempre tardías e insuficientes. Esto ha creado una situación de *inconsistencia temporal* crónica y de manual que ha destruido la credibilidad de los agentes económicos y de los inversores en la política gubernamental y, por ende, en España. Este panorama no se ha alterado ya que las medidas urgentes planteadas ayer por el ejecutivo adolecen de las mismas deficiencias que sus antecesoras: Son incapaces de estabilizar las finanzas públicas y de restaurar las bases del crecimiento.

En este contexto es improbable que sea posible frenar la tendencia a algún tipo de intervención aunque el gobierno de la nación pusiese en marcha un plan de ajuste y de reformas estructurales muy agresivo. Existe un problema de confianza y de credibilidad derivado de una larga trayectoria de insuficiencias e incumplimientos por parte de la política económica gubernamental, agravado ahora por la sensación de debilidad política de un gabinete *saliente*. España no está condenada a convertirse en un país “periférico” en el sentido no geográfico del término. Aquí y ahora, el gabinete socialista no es la solución. Es el problema y la primera medida para salir de la crisis es que abandone el poder.