

»laboratorio de ideas.

Bucle debilitado

EMILIO
ONTIVEROS

En varios de los artículos publicados en este mismo suplemento hemos destacado la necesidad de romper el *bucle diabólico* constituido por el contagio recíproco entre la erosión de la solvencia bancaria y la de las Administraciones públicas, en un entorno de pronunciada recesión económica. El caso español sigue siendo el más representativo e inquietante de la eurozona. Con un volumen muy elevado de deuda privada, la mayoría de ella bancarizada, y un ritmo negativo de crecimiento económico, esos pasivos van irremediamente mutando en deuda pública. Lo hacen de forma rápida cuando el Gobierno inyecta dinero a los bancos y más gradualmente como consecuencia del prolongado descenso en la recaudación tributaria.

El comunicado final del pasado Consejo Europeo reconoce, en su primer párrafo, como necesidad prioritaria la ruptura de ese círculo perverso. Ya es un paso. Consecuente con esa premisa, se admite la posibilidad de recapitalización directa de los sistemas bancarios sin necesidad de que los Gobiernos contabilicen esas aportaciones como mayor deuda pública. Ese acuerdo no se aplicará de forma inmediata, pero en el caso del rescate al sistema bancario español, si se hace antes de que entre en vigor este acuerdo, podrá aplicarse con carácter retroactivo: cuando se disponga de un supervisor único para el sistema bancario de la eurozona, la deuda pasará directamente a los bancos, dejando de ser deuda pública.

Tampoco puede minimizarse la importancia de ese otro acuerdo que permite que el fondo de rescate adquiera directamente deuda pública de los Tesoros amenazados, como había propuesto Mario Monti. Las inconcreciones en este punto son más relevantes: no se ha concretado si a cambio de esos apoyos se exigirá a los Gobiernos "favorecidos" cláusulas de condicionalidad, como las que incorporan los rescates al uso. La dotación de recursos al ESM (European Stability Mechanism), hoy insuficientes, es la otra exigencia para completar el acuerdo. Necesario sería que, mientras se concretan esos y otros detalles, el Banco Central Europeo (BCE) reactivara el programa de adquisición de deuda pública en el mercado secundario, que puso en marcha el pasado agosto, en apoyo precisamente de Italia y España.

La tercera conclusión del Consejo que igualmente puede atenuar la presión sobre la deuda pública española e italiana es la no prelación del fondo de rescate frente a otros inversores del país ayudado, en caso de impago o reestructuración de la deuda pública. Era uno de los factores de incertidumbre asociados al rescate bancario español que más había contribuido a la depreciación de la deuda pública en las últimas semanas.

Esas tres direcciones de actuación llevarán consigo condiciones: las asociadas a la construcción de una unión bancaria y la aceleración del horizonte de integración fiscal. El elemento más destacado de la primera es la atribución al BCE de capacidad técnica y poder suficientes para ejercer de supervisor de los bancos de la eurozona. Esa extensión de su papel de prestamista de última instancia de los bancos a la supervisión de la solven-

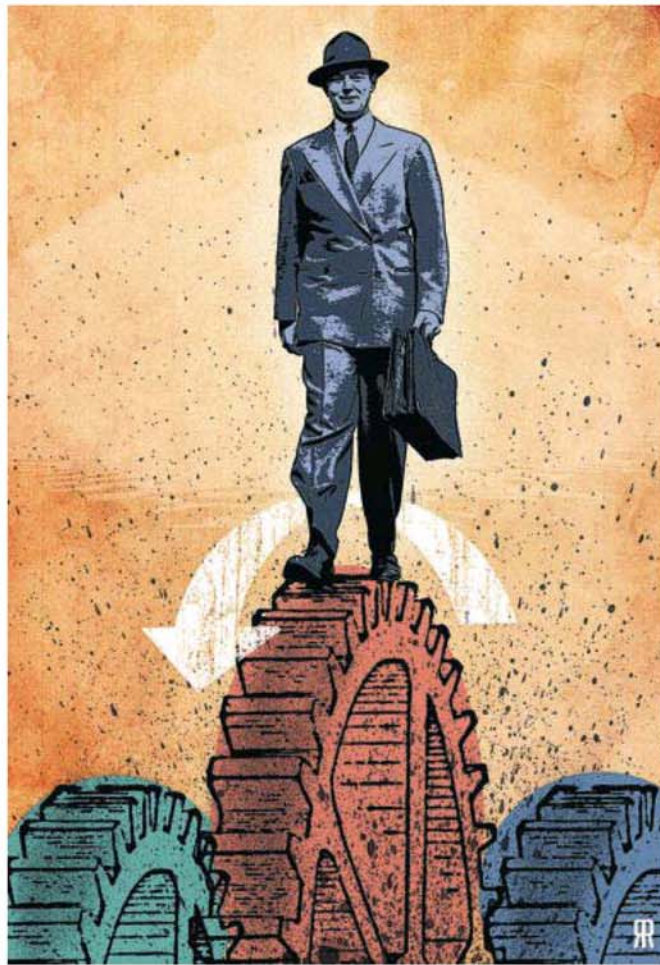
ción de largo plazo, una visión política más, divorciada de las decisiones más perentorias. Que se concrete cuanto antes la capitalización directa de los bancos sería la mejor forma de asentar la transición a esa forma de integración. A ello contribuiría la intervención en unos mercados secundarios de deuda pública que, como algún consejero del BCE reconocía, no reflejan fielmente los fundamentos de las economías más afectadas.

puesta a problemas urgentes con decisiones estratégicas, de largo plazo, no ha sido a costa de actuaciones inmediatas. La situación hoy es algo menos amenazante que la semana pasada. No se ha hecho otra cosa que sugerir la utilización de las herramientas disponibles para evitar que los mercados financieros intensifiquen esa suerte de extorsión a algunos tesoros, como el español e italiano, cuyas economías y planes de saneamiento de las finanzas públicas no justifican las cotizaciones últimas en los mercados de bonos. Las mismas razones que ampararon el pasado agosto la creación por el BCE del programa de bonos mediante el que anunciaba la compra en el mercado secundario, disponen hoy de mayor vigencia para volver a movilizarlo. Las amenazas de fragmentación, o directamente de desintegración, de la eurozona son ahora menos probables, aunque en modo alguno son desdeñables.

El otro acuerdo alcanzado, en torno al "pacto por el crecimiento" movilizará la asignación de 120.000 millones de euros con el fin de actuar sobre este tercer elemento del bucle, la ausencia de crecimiento económico. No es mucho, es verdad, pero es la primera señal significativa que admite que la austeridad no funciona en solitario, mucho menos en etapas recesivas. Quizás habría sido mucho más efectiva acompañarla de la flexibilización de los objetivos de reducción de déficit público de algunas economías, la disposición de un plazo mayor para cumplir los objetivos de saneamiento financiero. En realidad, aunque se establezca esa suerte de cinturón sanitario sobre los bancos, del primer acuerdo, será la prolongación de la recesión la que acelere el aumento de la deuda pública: sin crecimiento económico hoy, no solo no se pagan las deudas, sino que no se sientan las bases para el crecimiento potencial.

Sobre esta base, las decisiones adoptadas en la reunión del Consejo de Gobierno del BCE no pueden considerarse suficientemente adecuadas a las exigencias que demanda la eurozona. La reducción en el tipo repo en un cuarto de punto es apenas testimonial, aunque haya venido acompañada de la ausencia de retribución de la facilidad marginal de depósito. Si la semana pasada fue el momento de las políti-

cas que ha reclamado insistentemente el BCE, y los Gobiernos de España e Italia mantienen su compromiso con los horizontes de integración bancaria y fiscal, eran decisiones mucho más comprometidas con la estabilidad financiera y el crecimiento económico las que debía haber anunciado el jueves el Banco Central. A tenor de las tensiones que siguen dominando los mercados de financieros, la reactivación del programa de adquisición de deuda pública es sin duda la más necesaria de las decisiones. Las primas de riesgo española e italiana con que los mercados recibían las declaraciones de Mario Draghi no son precisamente una confirmación de que el debilitamiento del *bucle diabólico* sea, ni mucho menos, definitivo. ■



RAFAEL RICOY

Las decisiones del BCE no pueden considerarse adecuadas a las exigencias de la eurozona

cia de estos debería significar una reducción de la incertidumbre hasta ahora existente en el suministro de liquidez a los bancos. Adicionalmente, será necesario un sistema supranacional de garantía de depósitos.

El horizonte de una unión bancaria es de todo punto razonable. No debería caerse en el frecuente error, sin embargo, de que quede como una nueva formu-

Claro que han quedado en el aire algunos aspectos relevantes. Uno de ellos es el papel que pasará a desempeñar la European Banking Authority (EBA), con muy limitadas funciones actualmente, y los pasos a dar para la unificación de ese sistema de garantía de depósitos. El propio aprendizaje del BCE de esa nueva función no deja de ser un elemento al que los analistas e inversores prestarán gran atención. La cesión de soberanía de las instituciones nacionales que exigirá la transición a esos horizontes de mayor integración tampoco estará exenta de tensiones, de tiras y aflojas entre los Gobiernos y otras instituciones, que prolongarán la situación de interinidad que se sigue sufriendo en la eurozona.

Pero al menos en esta ocasión la res-