

¿Cómo salimos de ésta? Es la pregunta a la que han tratado de dar respuesta nuestros expertos en la misma semana en la que se ha conocido que el déficit del Estado está a punto de rebasar el objetivo de todo el año; la prima de riesgo sigue disparada y se ha hecho oficial la petición de rescate financiero. Poco optimismo. Todos creen que a España le queda aún una larga travesía en el desierto, de la que solo saldremos si se insiste en el

control del déficit y las medidas estructurales. Para Europa recetan más integración fiscal y bancaria, aunque no lo ven fácil. En esta ocasión han debatido el director de coyuntura de Funcas, Ángel Laborda; el presidente de Iberclear, José Massa; el estratega jefe de Citigroup en España, José Luis Martínez Campuzano; el socio de Kessler&Casadevall, Javier Kessler; y el director de Análisis de MG Valores, Nicolás López.

**Los expertos recetan más espíritu reformista para seducir a los inversores y una pizca de estímulo europeo**

## España se queda sin financiación a marchas forzadas



De izda. a dcha.: Nicolás López, director de Análisis de MG Valores; Ángel Laborda, director de Coyuntura de Funcas; José Massa, presidente de Iberclear; José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup en España, y Javier Kessler, socio de Kessler&Casadevall.

F. MORENO

### ■ Nuria Díaz

Ni siquiera la recién formalizada petición de rescate financiero por parte del Gobierno español ha servido de inyección de optimismo para nuestros analistas. En general, cunde el pesimismo –o realismo, dicen algunos–, condición necesaria, según **José Luis Martínez Campuzano** para poder llegar al optimismo. Y es que, pese a todo, el tema más urgente, sigue siendo el financiero.

“Lo más urgente, lo que nos asfixia, es el tema financiero”-señala **Ángel Laborda**. “La financiación de la economía ha huido y sigue huyendo. Somos una economía que se queda sin financiación a marchas forzadas y lo podemos comprobar por dos datos relevantes: por una parte, el año pasado la balanza de pagos registró un déficit en el segundo semestre de 110.000 millones de euros, y en lo que va de este año el déficit ya supera los 100.000 millones. Además, también se puede ver por el saldo en el target bancario –lo que le falta al sistema bancario de financiación- y que arroja un saldo negativo de más de 300 000 millones y aumentando cada vez más”-señala.

Laborda precisa además que cuando hablamos de la huida de inversores internacionales, no nos

referimos a los especuladores, sino al denominado ‘big money’, es decir los fondos soberanos, los fondos de pensiones... Los que tiene más poder financiero y lógicamente tratan de sacar más rendimiento. Los que se están retirando son, entre otros, los bancos europeos, porque el mercado interbancario no funciona.

En opinión de Laborda, con esta situación, si hasta ahora no hemos tenido que pedir una ayuda financiera total, integral, como Grecia o Portugal, es o porque el Tesoro español tiene un cierto colchón y se sigue financiando aunque sea a intereses altos. “El país tendría que ser rescatado financieramente como otros, y si no ha hecho es porque la banca nacional está comprando los títulos del Estado. Es una situación que lleva así meses pero que no se puede sostener mucho tiempo”. Sobre todo, porque la falta de financiación causa estragos sobre la economía real. No solo las pymes tienen problemas. Para las grandes empresas la prima de riesgo está suponiendo muchas cargas financieras en sus cuentas de resultados.

La economía va a seguir en recesión. “Llevamos dos trimestres cayendo y las previsiones apuntan aún caídas mayores el PIB. Este trimestre, de incluso 5 o 6 décimas”

“Efectivamente- señala **José Luis Martínez Campuzano**- las cifras son duras y creo que para la crisis del euro no hay solución, al menos a corto plazo”. “Las pérdidas han ido aumentando a medi-

da de que el detrimento económico ha sido mayor. La cuestión de fondo es que en España tenemos un problema de desequilibrios acumulados y hay que dar tiempo a las medidas agresivas y eso tiene un



José Luis Martínez Campuzano:  
“Las cifras son duras y creo que para la crisis del euro no hay solución, al menos a corto plazo”



Javier Kessler:  
“Europa está abocada a una interacción quiera o no quiera. Hay que trascender el entorno económico y saltar al político”

coste brutal nos guste o no. Pero es que, la deuda del sector privado es del 270%. Eso es muy elevado. En el caso de las familias deberíamos estar en el 80 o 85%. Pensar que en esta situación, vamos a recuperarnos por el consumo parece muy agresivo. Y tampoco parece que pueda serlo por aumento de la inversión empresarial, entre otras cosas porque como bien ha dicho Ángel, las empresas no se están pudiendo financiar. El problema es que sólo el Tesoro está pudiendo hacerlo”-señala Campuzano, de acuerdo con Laborda.

La realidad es que el escenario económico es gravísimo y aumenta. La crisis del euro es política y se ha gestionado mal. Se necesitan decisiones políticas, y no son fáciles. “Alguien tiene que asumir las pérdidas”-sentencia Campuzano.

**Jose Massa** está de acuerdo en que alguien tendrá que reconocer que hay un problema en el balance en el sector financiero, que hay que reconocerlo y que habrá que tomar las pérdidas que hay detrás de esto. “Cuanto antes, mejor, porque lo demás es ir parcheando”-sentencia.

“El acento –añade- se debe colocar en mi opinión en el problema de balance más que de flujos. Lo que tenemos es un exceso de deuda, no de déficit. Tener el año que viene un déficit del 4% y quedarse así ad infinitum, no nos arregla el problema. La deuda sobre el PIB es del 90%. Corregir el déficit es el camino para corregir la deuda”.

Por su parte, **Nicolás López**, también ahonda en la idea de que estamos en el proceso de asumir pérdidas. “El origen del problema español es la burbuja crediticia, la inmobiliaria y de las propias empresas que invirtieron demasiado”-recuerda. “Europa –añade- no acepta que haya un proceso de quiebras que afecten al sistema. Las pérdidas se aparcan en el Estado, eso lo cubre Europa con los mecanismos de rescate, ya sean masivos o como en el caso español, y con el paso de los años ya se verá si se recupera o no. Así que, a corto plazo la vía está marcada, no tenemos demasiadas oportunidades. El Gobierno no se atreve a más, a un ajuste draconiano, porque hay un serio problema con el paro. Pero me temo que ese va a ser el camino. Por los problemas financieros, España va a necesitar una especie de rescate, se haga como se haga, y esto va a tener contrapartida en un ajuste fiscal duro, aunque se negocie y se consiga que se alargue un año el periodo”-asegura. “Hay que pasar la travesía en el desierto”

### Recuperar la confianza

Así las cosas, lo más importante –señala **Laborda**- es recuperar la confianza de los inversores, que vuelvan, que se normalizar las condiciones financieras. Es cierto que es fácil de decir, pero difícil de hacer. Eso lleva mucho tiempo”-asegura.

Lo primero que hay que hacer para recuperar esta confianza, obviamente se está haciendo ya, es decir sanear y recapitalizar el sistema bancario, y mientras cumplir los objetivos en materia fiscal. Y, muy importante, cumplir los objetivos, es decir, aunque yo soy partidario de que, al estar en recesión, es de sentido común alargar el proceso de ajuste fiscal, creo que dicho objetivo, sea cual sea, hay que cumplirlo. Y aquí el Gobierno hay que reconocer que sigue generando desconfianza porque en realidad los objetivos en materia fiscal no se están cumpliendo. Y el ejemplo más claro

está en los propios presupuestos del Estado no se corresponden con el objetivo del 5,3%. No sabemos qué pasa finalmente con el déficit de las CCAA. Hay mucha confusión. De hecho, todos los analistas dan unas previsiones de que el déficit se irá a más del 6%." Y es que -ahonda-, este gobierno empezó con un ímpetu reformista tremendo, cada viernes un paquete de medidas, pero ese ímpetu se ha diluido, de hecho ni siquiera sabemos si se están haciendo los reglamentos de desarrollo de la reforma laboral, por ejemplo, y otras reformas en cartera anunciadas. No espero que estas reformas hagan que la economía crezca inmediatamente, pero hay que preparar a la economía para cuando haya unas condiciones financieras normalizadas, para que entonces pueda empezar a crecer. Y lo cierto es que, poco más podemos hacer como país, sujetos a la disciplina fiscal"-concluye Laborda.

#### Una nota de optimismo

Y en un intento de poner una necesaria nota de optimismo, decir que **Massa** no comparte del todo la idea de que España esté tan atada de manos y de que todo depende, en gran medida, de Europa. "Por ejemplo se puede entrar de una vez por todas a solucionar el tema de las CCAA. Y de muchas rigideces estructurales que se pueden corregir.

A veces creo -bromea- que el país está entrando en depresión psicológica. Y justo ahora, no es el momento de estar paralizados. Hay que dejar de pensar en la prima de riesgo de ayer y mirar lo que puede pasar dentro de un año. Nuestro Gobierno nos haría un favor si nos dijera que piensa hacer dentro de un año, de dos o de tres. Porque, que la prima este mañana en 600 es irrelevante"-señala.

**Nicolás López** está de acuerdo en que hay que pensar en lo que podemos hacer como país. No hay porque caer en la depresión de pensar que no vamos a ser capaces. En estos próximos dos años se van a ir generando las condiciones que impulsen las dinámicas del crecimiento. No hay más remedio que pasar esta travesía dolorosa en el desierto, pero hay que mirar un poco más allá". "Es una cuestión de calendario -apostilla Massa- No va a ser



**Nicolás López:**  
"España va a necesitar una especie de rescate, se haga como se haga, y esto va a tener contrapartida en un ajuste fiscal duro. Hay que pasar la travesía del desierto"

mañana, ni el año que viene, pero yo creo que dentro de tres años sí, si hacemos las cosas bien, pero hay que ser muy determinantes",

**Hacia la integración fiscal**  
**Laborda** que ve poco margen de maniobra a España, si que cree que a nivel europeo podrían poner en marcha algunas medidas de estímulo al crecimiento. "Está claro que no en los países con problemas financieros en los que hay que ajustar el déficit aunque cueste la caída del PIB, pero el conjunto de la zona euro no está en esta situación. De hecho, el déficit de la zona euro, estará este año por debajo del 3%. No tiene déficit de balanza de pagos. Podría desarrollarse por Alemania, fundamental que tiene un déficit del 1%, y también por países de Centroeuropa que también podrían hacer una política fiscal de corte más expansivo. Esto, más los recientes programas que se empiezan ahora a diseñar de movilizar recursos a través del BEI por ejemplo, sería bueno. Debería estar en la agenda del Eurogrupo.

**Javier Kessler** cree que la parte positiva de esta travesía en el



**Ángel Laborda:**  
"Si hasta ahora no hemos tenido que pedir una ayuda financiera integral, como Grecia, es porque el Tesoro tiene colchón y se sigue financiando aunque sea a intereses altos"

desierto es que, una vez pasada, podemos salir fortalecidos y se habrá hecho más Europa. Soy positivo en el sentido de que para crecer no podíamos seguir haciendo lo que hacíamos, se produjo un colapso en el modelo de crecimiento. La integración fiscal y las intervenciones regulares es una salida para Europa porque estamos en el contexto internacional que estamos. Europa está abocada a una interacción quiera o no quiera. En este contexto, el hecho de que Alemania quiera o no, da un poco igual. Hay que trascender el entorno económico y saltar al político. Hay decisiones que se toman, no porque tengan una ecuación matemática detrás, porque aunque la haya eso no es fácilmente asumible, pero la política nace precisamente para ello, para igualar solidariamente las cosas. La solución pasa porque los ajustes se tomen de forma rápida. Que se adopten las medidas necesarias para que el camino de la integración se haga lo más rápidamente posible. Costes, pues claro que los hay, porque el camino es difícil y no se hace de un día para otro. Pero que las economías europeas vayan por este camino



**José Massa:**  
"El sector público español tiene un problema, pero conozco empresas que van de maravilla. Estamos todo el día flagelándonos y hacemos muchas cosas bien"

porque es una manera de asegurar un crecimiento futuro para las generaciones venideras.

Empezamos la dinámica de la globalización los desarrollados porque el modelo de crecimiento había colapsado y esa dinámica obliga a que las áreas tengan generación de crecimiento, estamos abocados a ello. Las verdades llegan poco a poco.

#### Dificultades

El proceso de interacción es ineludible y la política tendrá que dar el do de pecho y Merkel, Hollande, Monti y Rajoy tendrán que tener una agenda de interacción. Habrá una agenda para las etapas de integración fiscal.

**Campuzano** duda de que haya condiciones objetivas para ser tan optimista respecto a esta interacción europea. "La integración bancaria no es fácil. Ni que Europa ponga directamente dinero en los bancos, ni la integración fiscal -no creo que Alemania quiera integrarse fiscalmente con los españoles-, pero hay que ver hasta qué punto los diferentes países en situación de rescate quieren perder soberanía políti-

ca. Unos están en situación muy compleja, no sé si existe solución y son los políticos quienes deben crearlas y la velocidad de las decisiones políticas es muy lenta con respecto a la velocidad a la que avanza el mercado. ELBCE puede dar tiempo para que se tomen medidas desde el punto de vista político, pero ¿cuánto?. Tenemos que pensar, además, que el mundo no solo es complicado pero no solo por el euro, sino pro EEUU, Japón, países emergentes. Simplificar es complicado. El escenario es difícil y creo que vamos a vivir siempre al filo de la navaja. Y los inversores tendrán que acostumbrarse a que tendrán que manejar este nuevo escenario de riesgos e incertidumbres"-concluye.

#### El momento de la política

"Mi optimismo se explica en el sentido de que considero todo esto un mal necesario. Es el momento de la política, pero los políticos solo reaccionan cuando la maquinaria económica se colapsa-explica **Kessler**. Así que aprovechemos que es lo que ha sucedido para hacer lo que hay que hacer. La reestructuración de la banca es buena porque era una estructura muerta. Lo que digo es que prefiero que las circunstancias me obliguen. Este rescate es bueno porque me va a obligar a hacer unos cambios, necesarios".

**Nicolás López** está de acuerdo. "La cuestión es si percibes esto como el fin del mundo o como parte de la solución. Y Javier tiene razón en que por primera vez España tiene la oportunidad de salir de una crisis modernizándose y haciendo más competitiva su economía. O salimos adelante o nos vamos por la vía de Grecia".

**Laborda** también apoya que este es un momento en el que la política tiene que tomar la palabra, y que será la que posibilite el arreglo, de los instrumentos los cauces, los tratados, pero -señala "eso no significa que los bancos, empresas, y ciudadanos no tengamos que hacer nuestro trabajo. Hay que desapalancar esta economía y mientras dura el proceso, como no hay capacidad de gasto, estará en ralentí. El proceso va a llevar años".

**Massa** aprovecha para señalar que quizá España está un poco "lirona". "Vivimos en el país que ha dado origen a Inditex. Donde ha crecido Mercadona. Y esas cosas pasan a pesar de los políticos. El sector público español tiene un problema, pero conozco cientos de empresas españolas que van de maravilla. España es algo más que el problema del sector público. Estamos todo el día flagelándonos y hacemos muchas cosas bien".

"De hecho -apunta **Kessler**- yo empiezo a ver cosas que me gustan. Empieza un camino en el que las alarmas empiezan a ser más positivas".

En este punto **Laborda** también cree que debemos tomar como un rayo de esperanza el hecho de que al destaparse la caja de Pandora con el caso Bankia, se ha provocado el que se vaya a solucionar el tema más grave de nuestra economía, el financiero, y el que genera más desconfianza. "Esto puede ser el principio del final de la crisis". Mi crítica sería que el plan de rescate financiero marcha demasiado lento, demasiados estudios, largos plazos".

El plan en marcha aunque va a ser lento y se esté haciendo con demasiados estudios y plazos largos -hasta septiembre- el caso es que se afronta el problema. Un tercio del sector no podría solucionar su problema.

## El rescate español: ocasión perdida de integración bancaria

■ Mientras que nuestros analistas no se mostraban demasiado optimistas con respecto a la situación económica de España y al tiempo que podremos seguir aguantando sin financiación, lo cierto es que la lectura que hacen de la reciente petición formal de rescate es por un máximo de 100.000 millones de euros, es mucho más halagüeña. Primero, porque consideran inevitable esta ayuda, aunque creen que solo un 30% tiene un problema de capital. El resto, lo que tiene, es un problema de confianza. Y esto se soluciona precisamente con esta inyección de capital -señala **Campuzano**- porque lo que se logra recapitalizando, es que el mercado sea consciente de que el sistema financiero está

reforzado y mejor por ende la situación económica. "Porque esto -señala- es dinámico. Si las previsiones a medio plazo no mejoran, necesitaremos más dinero". En cualquier caso creo que es positivo porque es un ejercicio europeo. Es el primer ejercicio de interacción bancaria. Es muy positivo. Es un primer paso pero no la solución a todos los problemas: el endeudamiento del sector público y privado y la crisis política de Europa...

**Mutualizar riesgos**  
**Laborda** está de acuerdo pero con matices. Efectivamente cree que es un ejercicio europeo, lo cual es bueno, pero también afirma que los líderes europeos han tenido falta de reflejos.

"El caso español podría haber sido un primer ejemplo y haber puesto en marcha la unión bancaria. La inyección de dinero a los bancos debería hacerse directamente -tal y como pide nuestro gobierno, a los bancos. No solo porque es conveniente para la deuda española, sino para dar la señal al mundo de que Europa mutualiza riesgos".

En cualquier caso, señala **Laborda**, habrá contrapartidas, está claro. El proceso es largo, ya veremos. Habrá que negociar las condiciones más favorables y esas son tipos al interés al 4% como mucho y período de 15 años para adelante. Habrá condiciones para conjunto del sector también, que en realidad no tienen porque ser condiciones muy diferentes a las que se impondrían desde el

Gobierno español porque es lo que se debe hacer".

"Claro -señala **Massa**-, yo creo que es de justicia que en los bancos o cajas que lo hayan hecho mal, sus accionistas sean penalizados y por tanto se queden sin el banco, que los bancos que tienen pérdidas reduzcan su capital a cero, los accionistas que lo son ahora dejen de serlo y que sea el Estado el que se ocupe de sanarlo. Además, estos bancos tienen valor y se podrán vender por más dinero del que valen y recuperar el dinero".

**Kessler** cree que este proceso, además de permitirnos ajustar el sistema financiero español, también será un acicate para buscar nuevos medios en Europa de generar negocio. "Cuanto más integrado este el sistema mejor".

Sobre lo que tiene dudas es sobre qué ocurrirá con los bonistas, "que están cobrando el 10%", -señala **Massa**- y no sé si se merecen en realidad ser rescatados. También sobre los que tienen preferentes. Nuestros analistas se debaten entre qué hacer en los casos en los que ha habido asimetrías en la información -tal y como se ha sabido al conocer casos en los que los bancos habían vendido este producto complicado y de alto riesgo a personas mayores y hasta a alfabetos- y la asunción de responsabilidades. Según **Kessler**, "la vía es demandar a quien le ha vendido una cosa que no se ajusta a su perfil de riesgo. En Europa la corriente es la asunción de las responsabilidades por parte de los tribunales".