

Apuntes fedea

finanzas

06

El BCE, cada vez más

por Tano Santos
(Columbia University y Fedea)

junio de 2011

La crisis de la eurozona es el rayo que no cesa porque como hemos explicado aquí en varias ocasiones la crisis tiene dos orígenes estructurales que requieren de soluciones de calado. Por un lado esta las tensiones propias de una unión monetaria con poca movilidad laboral entre las distintas regiones que la componen y fuertes divergencias en lo que se refiere al crecimiento de la productividad. Por otro está el mal diseño de la eurozona que no cuenta con las instituciones mínimas que impidan el contagio entre sectores o países en dificultades. Así por ejemplo las garantías con la que cuentan los depósitos bancarios en la zona euro son garantías puramente fiscales, sin posibilidad de “monetización” (algo extraño cuando se habla depósitos) y por tanto una crisis bancaria grave como la que estamos viviendo es casi por definición una crisis fiscal del estado, como “compañía aseguradora” de esos depósitos. ¡Cuánto se echa de menos ahora el tener un fondo de garantía de depósitos a nivel europeo así como un mecanismo de resolución!

Luego está la crisis de liquidez y solvencia que se deriva de la interacción entre el sobreapalancamiento de algunos de los miembros de la eurozona, consecuencia directa de lo dicho en el anterior párrafo, y la negativa por parte de los mercados a refinanciar a los estados y bancos en dificultades. Como lo estructural requiere de tiempo, mucho tiempo, hay que encontrar la “financiación puente” que permita la implementación de las muchas reformas que requieren las economías más débiles así como la profundización institucional de la eurozona sin los sustos continuos asociados con la falta de liquidez.

El dilema al que se enfrenta el Banco Central Europeo es claro: Sólo él puede ofrecer la liquidez ilimitada que la situación requiere pero si lo hace disminuye los incentivos a la toma de las dolorosas medidas, necesarias para resolver los problemas estructurales en el origen de la crisis. Y en estas estamos. Es este dilema lo que está en el origen de las continuas crisis de la eurozona durante los últimos meses.

El BCE, a regañadientes, pero cada vez más se está convirtiendo en el centro neurálgico de la refinanciación de la eurozona, tanto de sus gobiernos como de su sistema financiero. Este pasado verano cruzó un Rubicón importante con el inicio de compras de bonos italianos y españoles, cuyos diferenciales empezaron una

peligrosa senda alcista en el momento en que se anunció en aquella reunión de Julio que el sector privado absorbería importantes quitas en la deuda griega en su cartera. El mercado entendió, en mi opinión, que esto era la “plantilla” a seguir en futuras reestructuraciones de la deuda soberana de los países más débiles de la eurozona y cargó la prima de riesgo correspondiente a la nueva situación. Ayer, volvió a cruzar otro Rubicón, uno que sin embargo ya había transitado, con el anuncio de la vuelta de la barra libre, esto es, la provisión ilimitada de crédito a los bancos así como dos subastas de liquidez a largo plazo, una en Octubre con vencimiento a doce meses y otra en Diciembre, con vencimiento a trece meses. Inicia también un programa de compra de cédulas hipotecarias por valor de 40,000 millones de euros, algo fundamental para nuestra banca que emite muchos de estos activos en la eurozona. El BCE por tanto entra, una vez más de lleno, en la refinanciación bancaria de la eurozona.

Pero Trichet ha insistido una y otra vez que no es el papel del BCE la refinanciación de la eurozona. Que todo lo que ocurre son problemas fiscales (incluso los bancarios) y que por tanto requieren de soluciones fiscales. Es aquí donde mecanismos como el EFSF pueden adquirir un papel fundamental proveyendo a bancos y estados de la refinanciación que el BCE no quiere facilitar, temeroso como está de que le dejen al final con la papeleta de absorber las posibles pérdidas.

Y, ¿cuáles son los números?. Recuérdese que el EFSF tiene unos 440 millardos (billones americanos), una parte importante, más de un tercio, está ya comprometido con los programas de Grecia, Portugal e Irlanda. Según datos de la Dirección del Tesoro Público el perfil de vencimientos de la deuda viva a 31/08/2011 era de 152 millardos de euros, solo para España para lo que queda del presente año y el siguiente (probablemente menos dadas las recientes subastas que no están incluidas en los datos del Tesoro; véase el gráfico 1). Italia necesita el año que viene de 168.2 millardos de euros para refinar sus vencimientos. Esto es España e Italia necesitarán de un poco más de 275 millardos de euros para refinar su deuda (esto no incluye la emisión de nueva deuda dados los déficits en los que incurrirán estos países sin duda alguna; tampoco incluye las operaciones de compra de deuda portuguesa por ejemplo.)

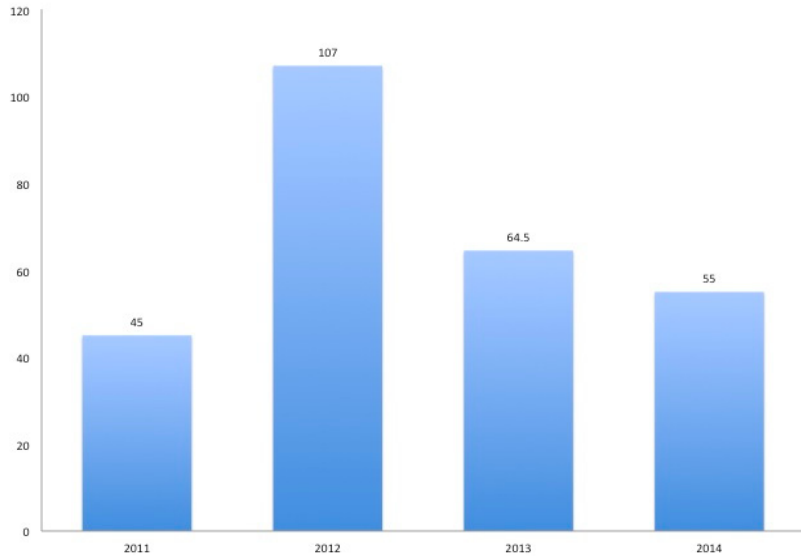


Grafico 1: España: Perfil de vencimientos anuales deuda viva, 2011 a 2014 a 8/31/2011, en millardos de euros. Fuente: Direccion General del Tesoro Público

Nótese que estoy siendo generoso, asumo que solo se necesita financiación hasta el 2012. Si los problemas se extienden al 2013, que es lo más probable, Italia necesita de otros 100 millardos y España de 64.5. Solamente estos dos países por tanto necesitarán de 440 millardos de aquí a 2013. Por supuesto que no todos han de salir del EFSF: España acude al mercado pero es un mercado intervenido precisamente porque el BCE da un “put” al mercado mediante sus operaciones de compra. No sabemos donde está el límite de financiación de nuestro país en ausencia de la intervención del BCE.

A lo anterior por supuesto hay que añadir las necesidades de refinanciación de deuda mayorista bancaria hasta finales del 2012 lo que muestro en el gráfico 2. El total de las necesidades de refinanciación son de alrededor de 800 millardos de euros. Una vez más no todos los bancos son problemáticos y van a necesitar de ayuda pero aquí el problema es más generalizado: Los bancos alemanes tienen problemas precisamente porque la deuda española o italiana cotiza a la baja. Los dos problemas están ligados y no ha de descartarse que bancos alemanes y franceses necesiten también de la asistencia de un EFSF con estas responsabilidades. Por último se habla de que se va a utilizar el EFSF para una recapitalización bancaria que

permita la asunción de pérdidas en la cartera de deuda soberana. Los números que se barajan están entre 250 y 500 millardos de euros.

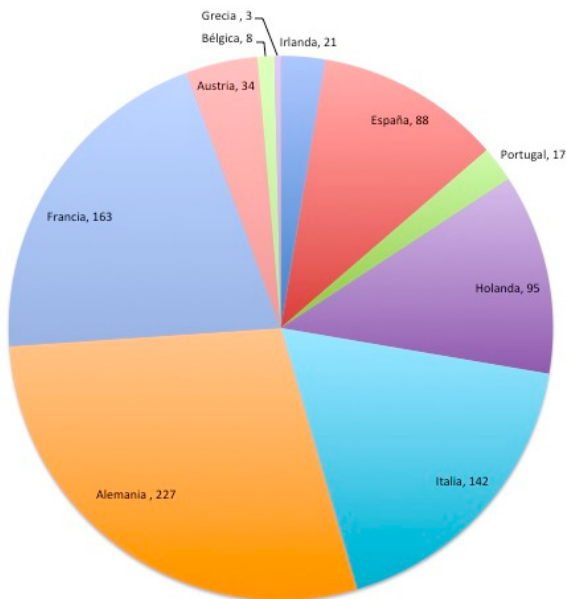


Gráfico 2: Necesidades de refinanciación en el sector bancario hasta finales de 2012 en millardos de euros. Fuente: “Through a glass darkening,” Independent Strategy, 21 de Septiembre de 2011.

En resumen, solamente para el 2012 necesitamos de 275 millardos para España e Italia, de otros, tirando a la baja, 250 millardos para una posible recapitalización y pongamos que la mitad de esos 800 millardos para refinanciar deuda bancaria, o sea 400 millardos. Esto es casi un billón de euros, siendo conservadores (no hemos incluido financiación de déficits españoles e italianos, emisiones portuguesas o irlandesas, ... y lo que pueda pasar más allá de 2012.) Los números que se barajan para el EFSF son mucho mayores, de ahí la insistencia de muchos de que hay que apalancar el EFSF. El apalancamiento del EFSF es la creación del Eurobono, aunque no se le llame así, con la correspondiente corresponsabilidad fiscal. Como está corresponsabilidad es a la que se niegan, con razón alemanes, holandeses y demás, no veo como esto puede pasar sin un cambio de actitud importante por parte de estos, aunque no hay que descartarlo si el BCE se pone testarudo bajo el mandato de Mario Draghi. Por todo ello no sorprende que el BCE sea ahora mismo la maquina que engrasa a la eurozona.

Hay otra solución que flota por ahí y es involucrar más al FMI mediante sus programas de concesión de créditos. Básicamente consiste en que el FMI tome prestado las ingentes reservas en moneda extranjera de países como China y Brasil e inicie programas de asistencia a los países de la periferia Europea con la condicionalidad acostumbrada.

**Publicado originalmente en Nada es Gratis el
07/10/2011**