

# Opinión

## Sacar jugo del mercado en tiempos de mudanza

Desde que el Banco Central Europeo (BCE) anunciase el pasado mes de julio que acudiría en auxilio de Madrid y de Roma frente a la asfixiante hostilidad de los mercados internacionales, España ha entrado en un período de gracia cuya duración constituye una incógnita. Mientras continúan las quinielas sobre la intención del Gobierno de pedir oficialmente la intervención del fondo de rescate europeo y sobre la fecha en que esa petición puede llevarse a cabo –algo que los analistas dan por descontado y sitúan antes de final de año–, la ola de calma que ha caído sobre la prima de riesgo española se ha convertido en un atractivo imán para los inversores. Sin duda resulta difícil predecir cuál será el calendario exacto de esta suerte de tregua, aunque todo apunta a que si España prolonga demasiado su decisión sobre el rescate esos efectos beneficiosos se difuminarán y la temperatura del diferencial volverá a dispararse. Entre tanto, las oportunidades que ofrece esta etapa de optimismo –moderado, pero optimismo al fin y al cabo– constituyen un buen acicate no solo para apostar por la deuda española, sino también para volver a poner la atención en la Bolsa, que ha logrado repuntar un 33% desde la fecha en que Mario Draghi anunció el plan de salvamento del BCE. Pese a que en el conjunto del año el selectivo cede todavía casi un 7,5%, las expectativas sobre su comportamiento en los próximos meses son extremadamente positivas. Los analistas coinciden en que la mejora que ha experimentado la prima

de riesgo podría traer como consecuencia que el Ibx 35 se revalorizase hasta un 10% en los próximos meses. Una suerte de oasis en medio del duro y complejo entorno que se ha vivido en los últimos meses.

Pese a todo, y dado que el discurso de Mariano Rajoy continúa poniendo freno a las expectativas de este rescate blando, los expertos aconsejan apostar por una cartera de valores defensivos. A la espera de que el horizonte se despeje, títulos como Telefónica, Ferrovial o Repsol, entre otros, se erigen como puertos seguros para esta etapa de transición hacia el sí o el no de España a la intervención del BCE. En el primer caso, los valores relacionados con la banca y la construcción aparecerían como grandes beneficiados; en el segundo, la prudencia y los pies de plomo constituirían la única recomendación posible para hacer frente a la tormenta.

Mientras tanto, las últimas subastas del Tesoro confirman el nuevo y creciente apetito por los bonos españoles. No en vano, si el rescate de España echa a andar, las rentabilidades del bono nacional descenderían –al igual que

la prima de riesgo– y ello dispararía su precio en el mercado. Un poderoso anzuelo difícil de resistir para quienes buscan un beneficio a corto plazo.

Como si de un tablero de ajedrez se tratase, la decisión del Gobierno sobre el plan de rescate del BCE marcará el itinerario no solo financiero, sino también económico de España en los próximos meses. Pese a la calculada resistencia de Moncloa a solicitar la intervención de los hombres de Draghi, y el hábil manejo de tiempos que parece haber adoptado como estrategia –no exento de las citas electorales de este fin de semana–, la difícil coyuntura en que España está inmersa hace improbable que se arriesgue a sufrir un nuevo redoble de la tormenta de deuda.

En cualquier caso, sería un error considerar la intervención del BCE como la receta que pondrá fin a todos los males de nuestra economía. El plan de salvamento a cargo del fondo de rescate europeo cumple con una función semejante al bloqueo de una vía de agua en un barco, y permitirá que la economía no siga acusando la insostenible sangría de tener que financiarse a precios prohibitivos, a la vez que posibilitará que esos recursos puedan emplearse en alimentar las bases de un crecimiento más necesario que nunca. A la espera de que ese movimiento se materialice en el tablero, es tiempo de volver la vista –con prudencia y sosiego– a las oportunidades de inversión que ofrece esta coyuntura histórica.

## Unión bancaria a paso de tortuga



**JOAQUÍN MAUDOS**

CATEDRÁTICO DE ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA UNIVERSIDAD DE VALENCIA-IVIE Y COLABORADOR DEL CUNEF

La reunión de jefes de Estado de la Unión Europea de esta semana nos ha dejado un sabor agri dulce. Por una parte, confirma el avance hacia la creación de una Unión Bancaria con la creación de un supervisor único a nivel europeo. Pero por otra, pospone su puesta en práctica a enero de 2014, y no a enero de 2013 como se propuso hace solo tres meses, lo que supone que el sueño que tenía España de que el rescate bancario no sea deuda pública, de momento, se desvanece. Por tanto, los 40.000 millones de euros en que se estima la recapitalización con cargo al fondo de rescate europeo supone meter más presión (4 puntos porcentuales de PIB) sobre el meteórico crecimiento de nuestra deuda pública.

La construcción de una genuina unión bancaria es un proceso lento y complicado en el que los distintos intereses de los países involucrados y sus muy distintas posiciones de partida en términos de desequilibrios macroeconómicos y bancarios hacen muy difícil lograr acuerdos. Se ha demostrado lo difícil que ha sido incluso consensuar lo que a priori era más fácil, como la creación de un único supervisor bancario. Unos países porque temen que el

excesivo poder que acumula el nuevo supervisor sea contraproducente para sus intereses; otros porque quizás tengan algo que ocultar en los balances de sus bancos. Y otros porque ven un posible conflicto de intereses en la labor de supervisión y en la instrumentación de la política monetaria del BCE.

Sin quitar importancia al acuerdo logrado, hay que ser conscientes de que una genuina unión bancaria exige mucho más que un supervisor único bancario. La unión necesita adicionalmente dos ingredientes: una autoridad y fondo de resolución de crisis bancarias y un Fondo de Garantía Europeo de Depósitos. El primero para romper de una vez por todas el tan mencionado círculo vicioso entre la deuda bancaria y la deuda soberana. Y el segundo para que todos los depositantes, con independencia del país en el que tengan depositados sus ahorros, estén igual de protegidos y disfruten de las mismas garantías.

¿De qué sirve que el supervisor único detecte un problema en una entidad bancaria de cualquier país de la eurozona si su posible reestructuración exige utilizar financiación de un fondo de rescate nacional? El conflicto de intereses entre la autoridad europea y la

nacional está más que asegurado, lo que condiciona la resolución de los problemas bancarios.

El problema de fondo es que la creación de fondos únicos de resolución de crisis bancarias y de garantía de depósitos exige mucho más que meras intenciones de avanzar hacia la unión bancaria. En ambos casos es necesaria la cesión de soberanía nacional en temas fiscales, ya que su puesta en práctica exige disponer de recursos suficientes en caso de crisis sistémicas. Por este motivo, la estrategia en curso es proponer la creación de una red de fondos de resolución nacionales con aportaciones de los bancos de cada país y la armonización de las enormes diferencias actualmente existentes entre los FGD nacionales. Esta es la esencia de las dos propuestas de directivas en curso, donde la red de fondos nacionales se complementa con un esquema de mutualización a través de préstamos entre fondos en caso de que algún país agote el suyo. En cualquier caso, se trata de un suceso, ya que la auténtica unión exigiría crear fondos únicos a nivel europeo. La duda que queda es si con el acuerdo alcanzado de supervisión única bancaria se pospondrán aún más los otros dos pi-

“ Hay que ser conscientes de que una genuina unión bancaria exige mucho más que un supervisor único ”

lares de la unión bancaria, lo que sería un gran error. La propuesta de directiva de FGD europeo lleva más de dos años de trámites parlamentarios sin que aún haya visto la luz. Este es el mejor ejemplo de lo complicado que es alcanzar acuerdos para recuperar el enorme terreno perdido en el avance hacia la integración financiera, donde la crisis iniciada en 2007 ha supuesto una fragmentación del mercado único en mercados nacionales.

Volviendo al sueño de España, obviamente es una mala noticia que la supervisión única se haya retrasado a 2014, ya que solo a partir de entonces será posible la recapitalización directa a los bancos por parte del fondo de rescate europeo. En cualquier caso, eso no implica que esa decisión tenga efectos retroactivos y que, por tanto, se aplique al rescate de la banca española. No obstante, no nos obsesionemos demasiado con este tema ya que estamos hablando de 4 puntos porcentuales del PIB que no se notarán en exceso en la ratio deuda pública/PIB de España dado el elevado nivel ya alcanzado. Este es otro grave problema que exige romper otro círculo vicioso tan o más importante que el anterior: el de la austeridad y la recesión.

**CincoDías**

Director Jorge Rivera  
Adjunto al Director José Antonio Vega  
Subdirector Juan José Morodo

Jefes de Contenidos Fernando Sanz (Empresas), Nuño Rodrigo (Digital),  
Nuria Salobral (Mercados y Finanzas), Raquel Díaz Gujarró (Economía),  
Natalia Sanmartín (Opinión), Bernardo de Miguel (Europa),  
Rafaela Perea (Diseño)

Director General: Ovidio Ramón  
Operaciones José Luis Gómez Desarrollo Digital Iciar Moscoso del Prado  
Producción Ángel Martín Marketing Eduardo Díaz  
Comercial Alberto Alcantarilla

Depósito legal M-7903-1978. Difusión controlada. Edita Estructura, Grupo de Estudios Económicos, S.A. Miguel Yuste, 42. 28037, Madrid. Teléfono 915 386 100.

Printed and distributed by NewspaperDirect  
www.newspaperdirect.com US/Can: 1.877.980.4040 Intern: 800.634.6384  
COPYRIGHT AND PROTECTED BY APPLICABLE LAW