

# Opinión

## Apetito por la deuda, pero con prima elevada

**E**n un ejemplo más de las contradicciones del mercado, el Tesoro español logró colocar ayer holgadamente una abultada emisión de títulos a 15 años, mientras que la prima de riesgo de la deuda soberana española se situaba otra vez en 200 puntos básicos. Como el martes la denostada Grecia o el miércoles Italia y Portugal, los países periféricos europeos no están encontrando problemas para financiarse en los mercados, en los que encuentran incluso una notable sobredemanda en las colocaciones, más incluso que en las emisiones de bonos germanos, en los que la rentabilidad es muy limitada e incluso se corre el riesgo de que sea neutralizada por la inflación. Eso sí: el precio a pagar por una colocación cómoda es demasiado abultado, y parece que el mercado no está dispuesto a renunciar a una rentabilidad que se mueve en todos los casos por encima de dos puntos enteros sobre los títulos alemanes.

En el caso de España, ayer el riesgo país, medido con los tipos de interés en el mercado secundario de la deuda a 10

años, se mantuvo en torno a los 200 puntos básicos. Por mucho que el mercado se acostumbre a semejante rentabilidad, ni los responsables económicos españoles, ni los de ningún país de la zona euro, deben considerarlo definitivo y resignarse a semejante sobrecoste, sobre todo cuando los fundamentales económicos no justifican tal castigo.

La inminente publicación de las pruebas de esfuerzo a las que los supervisores monetarios han sometido a los 91 principales bancos y cajas de Europa despejará en parte el camino para las instituciones españolas, que superarán con holgura la prueba, a juzgar por la información que hasta ahora ha trascendido. Incluso la apelación masiva a la financiación de último recurso del Banco Central Europeo (BCE) debería mejorar con los resultados de las pruebas, aunque no lo haga de forma inmediata. De hecho, los mercados bursátiles ya han comenzado a premiar en las cotizaciones de los bancos la expectativa de un expediente limpio en el caso de la banca de España.

Pero las dudas siguen sobre la deuda soberana, aunque ante el compromiso de remunerar con más de un 5% como la presentada ayer por el Tesoro con títulos a 15 años, la demanda de papel sea elevada. Nada menos que 2,5 euros por cada euro que se emitía puso el mercado sobre la mesa de contratación ayer, y donde al menos la mitad del dinero procedía de no residentes. Y tales dudas ya sólo pueden resolverse vía política económica, concentrándose en decisiones que recompongan el crecimiento, tengan efectos inmediatos de largo plazo sobre el empleo y restauren la confianza en la capacidad de pago de un país que precisa, como el aire que respira, los recursos financieros del exterior. Por tanto, reformas integrales de los mercados, mientras se vela por la estabilidad fiscal estricta.

## La Euroviñeta se impone en Europa

**L**os Gobiernos europeos buscan aceleradamente fórmulas para financiar sus políticas de inversión en infraestructuras en un entorno de escasez de recursos fiscales. Pero en los últimos años han generalizado la implantación de peajes al tráfico pesado en las vías de alta capacidad, con la única intención de que los recursos obtenidos financien el mantenimiento de la red viaria. Un total de 18 países europeos han optado por la Euroviñeta, una fórmula de fácil gestión que grava el uso de las grandes vías a los camiones de un determinado tonelaje. Francia y Alemania están entre ellos. El Gobierno español ya ha advertido que el uso gratuito de las infraestructuras debe ser reconsiderado para el futuro.

El mantenimiento de las carreteras en España cuesta unos 1.200 millones de euros al año, prácticamente la mitad de lo que Fomento podría recaudar en caso de imponer a los camiones de más de 3,5 toneladas una tasa de 0,1 euros por kilómetro en todas las vías nacionales que ahora no tienen peaje. La fórmula es la más adecuada en un modelo de gestión de infraestructuras en el que gana espacio el concepto de que se paga por uso, pero en el que a cambio es exigible la existencia en cantidad y calidad de las infraestructuras que casan con una economía moderna.

## Test de estrés: baile de cifras



**JOAQUÍN MAUDOS**  
INVESTIGADOR DEL IVIE  
Y PROFESOR DE LA  
UNIVERSIDAD DE VALENCIA

**E**n los últimos días se ha generado una enorme expectativa en torno a la próxima publicación el 23 de julio de los resultados de los test de estrés o pruebas de resistencia a las que el Consejo Europeo de Supervisores Bancarios va a someter a 91 grupos bancarios europeos (27 españoles) que representan el 65% del sector. En el caso español, la expectativa es aún mayor ya que tanto en boca del presidente del Gobierno como de la ministra de Economía se nos ha dicho que va a ser la prueba del algodón para demostrar la solvencia de nuestro sector bancario, alejándose así los nubarrones que acechan a la banca española y que se materializan en una falta de confianza de los inversores extranjeros a la hora de prestar a nuestras entidades.

Al margen de los resultados, una condición indispensable para que sean útiles es que sean creíbles. Y para ello, es necesario que se ofrezca información detallada de los distintos escenarios manejados, así como de las variables afectadas. De nada servirá ofrecer estimaciones de pérdidas esperadas y de las consiguientes necesidades de capital si las pruebas no son creíbles.

Desde que en marzo de este año el

Banco de España ofreciera en su *Informe de estabilidad financiera* datos de la exposición problemática al ladrillo hasta estos días, he contabilizado al menos 10 informes de instituciones como el FMI, JP Morgan, Citigroup, BBVA, Standard & Poor's, etc., que ofrecen estimaciones de pérdidas esperadas y de inyecciones de capital, los dos últimos fechados el 12 de julio y realizados por Royal Bank of Scotland y por Fitch. Tras revisar esos informes, dos son las conclusiones que quiero destacar. Primera, que hay enormes discrepancias en la estimación de las necesidades de capital (por ejemplo, en un escenario base, la estimación del FMI es de 7.000 millones de euros; la de Fitch, de 23.000 millones, y la del Royal Bank of Scotland, de 51.700 millones). Y segundo, que los informes no son comparables ya que difieren en aspectos tan importantes como los escenarios de estrés, el nivel mínimo de Tier 1 a mantener tras el estrés, los activos sometidos a evaluación (préstamos a la construcción y promoción inmobiliaria, resto de préstamos, deflación de deuda pública, valor de las garantías aportadas, etc.).

Se debe eliminar la incertidumbre reinante como consecuencia de la

enorme discrepancia en los resultados de los diversos informes, ofreciendo pruebas de estrés en que todos los escenarios y variables manejadas estén consensuados para que sean creíbles.

En este contexto, me gustaría hacer tres reflexiones que pueden contribuir a solventar la falta de credibilidad existente sobre la solvencia del sector bancario español.

- La actual incertidumbre acerca de la salud del sector bancario español tiene consecuencias negativas sobre la alta prima de riesgo (encarecimiento de la financiación), las posibilidades de financiación en los mercados mayoristas y el crecimiento del crédito. En consecuencia, es necesario conocer cuanto antes la magnitud de las necesidades de capital mediante la publicación de los resultados de los test de estrés, así como los supuestos utilizados. En el caso español, si queremos que las pruebas de resistencia sean creíbles, es necesario incluir escenarios sobre la pérdida de valor de los activos reales (inmuebles).

- Muchos de los informes realizados que cuantifican la pérdida estimada y necesidades de capital ignoran los préstamos distintos a la promoción inmobiliaria y construcción, la posible

deflación de la deuda pública y la pérdida de valor de los activos inmobiliarios. Por tanto, para que los test sean creíbles, es necesario incluir todo tipo de activos.

- Además de la importancia de la transparencia y credibilidad de los test de estrés, es necesario poner a disposición de las entidades con problemas las ayudas necesarias para su recapitalización (FROB y Fondo Europeo de Estabilidad), así como instrumentos complementarios ante los problemas existentes de liquidez (como las subastas y compra de deuda por parte del Banco Central Europeo). Aunque es cierto que la capacidad máxima de endeudamiento del FROB (99.000 millones de euros) es muy superior a los fondos hasta ahora utilizados, la capacidad real de endeudamiento de este fondo se va a ver limitada por la imagen exterior de la economía española y de sus finanzas públicas.

A la vista de las enormes discrepancias en los resultados de la decena de informes que se han publicado en los últimos cuatro meses sobre las pérdidas y las necesidades de capital del sector bancario español, seguimos sin saber (por el momento) la verdadera situación de la banca en España.

Al menos 10 informes ofrecen estimaciones de pérdidas esperadas y de inyecciones de capital"

### CincoDías

Director Jorge Rivera

Subdirectores José Antonio Vega y Juan José Morodo

Redactores Jefe Fernando Sanz (Especiales), Ángeles Gonzalo (Finanzas), Rafaela Perea (Diseño), Nuño Rodrigo (Mercados-5D)

Secciones Cecilia Castelló y Ana Perona (Empresas), Carmen Monforte (Energía), Antonio Ruiz del Arbol (Telecomunicaciones), Marimar Jiménez (Cinco Red), Bernardo Díaz (Economía), Natalia Sanmartín (Vida Profesional), Juan Ferrarri (Opinión), Miguel Rodríguez (Mercados-5D), Federico Castaño (Política), Paz Álvarez (Empleo y Directivos), Kirru Artea (País Vasco) y Oscar Laguarda (Infografía)

Corresponsales Ana B. Nieto (Nueva York) y Bernardo de Miguel (Bruselas)

Director [CincoDias.com](http://CincoDias.com) Jorge Chamizo. Jefe de sección Arantxa Corella

Gerente Marta Moldes

Operaciones José Luis Gómez Desarrollo Digital Iciar Moscoso del Prado

Producción Ángel Martín Distribución Mónica Roldán Marketing Eduardo Díaz

Suscripciones Alberto Alcantarilla Sistemas Javier Álvarez

Depósito legal: M-7603-1978. Difusión controlada

Edita Estructura, Grupo de Estudios Económicos, S.A. Miguel Yuste, 42. 28037. Madrid. Teléfono 915 386 100.