

# Artículos de Prensa

Madrid, 27 de mayo de 2012  
**Análisis Económico**

**El País**

**Juan Ruiz**  
Economista Jefe de Escenarios  
Económicos de BBVA Research

## Un cortafuegos eficaz

Europa se enfrenta a la posibilidad de que una situación de fuerte tensión política y económica en Grecia termine contagiando a otros países de la periferia europea. Para evitar este contagio, es indudable que es necesario contar con un cortafuegos eficaz, que evite que problemas de liquidez soberana se transformen en problemas de solvencia. Con este fin, la unión monetaria ha reforzado el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM, según sus siglas en inglés) dotándolo de una capacidad de préstamos nuevos de 500 mil millones de euros.

Pero, ¿qué significa que este cortafuegos sea eficaz? Por supuesto, debe tener los recursos suficientes para cubrir las necesidades de financiación de medio y largo plazo de los países más propensos al contagio durante un tiempo razonable. En este sentido, los rescates ya implementados han puesto el foco en las dificultades (reales o previstas) de los países para regresar a los mercados incluso tras tres años bajo un programa. Y este es precisamente el punto principal que marca la eficacia de un rescate. En la medida que se está apoyando a un país solvente pero con problemas de liquidez, un rescate debe asegurar no sólo la provisión de liquidez soberana sino también promover las condiciones para un regreso a los mercados. Es decir, el rescate debe servir de catalizador de los flujos de financiación del sector privado al soberano y no disminuir la demanda de bonos por parte de los inversores privados.

Hay dos aspectos en el diseño reciente de los programas de rescate y del ESM que no está del todo alineado con mantener la demanda de bonos por parte de los inversores privados.

En primer lugar, Europa debería dejar muy clara su voluntad política de no permitir nuevas reestructuraciones ni salidas del euro. Una forma contundente de dar una señal en este sentido es disponer que el ESM preste con la misma prelación que los inversores privados. Esto disminuye la probabilidad de una quita posterior y no aumenta la pérdida para los inversores privados en caso de producirse. Sin embargo, ahora mismo los préstamos del ESM tendrían un tratamiento similar a los del FMI, con prelación de facto sobre el resto de acreedores.

En segundo lugar, la condicionalidad impuesta junto con los préstamos del ESM debe generar una mayor capacidad de repago de los gobiernos en el futuro. De ser así, se despejarían las posibles dudas sobre su solvencia y se recuperaría la demanda de bonos por parte de los inversores privados. Por eso, tan importante como un programa de ajuste fiscal resulta evitar un bucle entre austeridad y recesión que termine anulando el propósito original del rescate: salvar una situación de falta de liquidez en un país que, en todos los sentidos, sigue siendo solvente.

Por ello, la necesaria condicionalidad asociada a los préstamos del ESM debe tener en cuenta planes de consolidación graduales y en términos estructurales (en línea con el espíritu del reciente tratado fiscal europeo), pero con medidas claras y concretas en un horizonte plurianual. Todo esto, por supuesto, acompañado de las reformas estructurales necesarias para relanzar el crecimiento potencial.