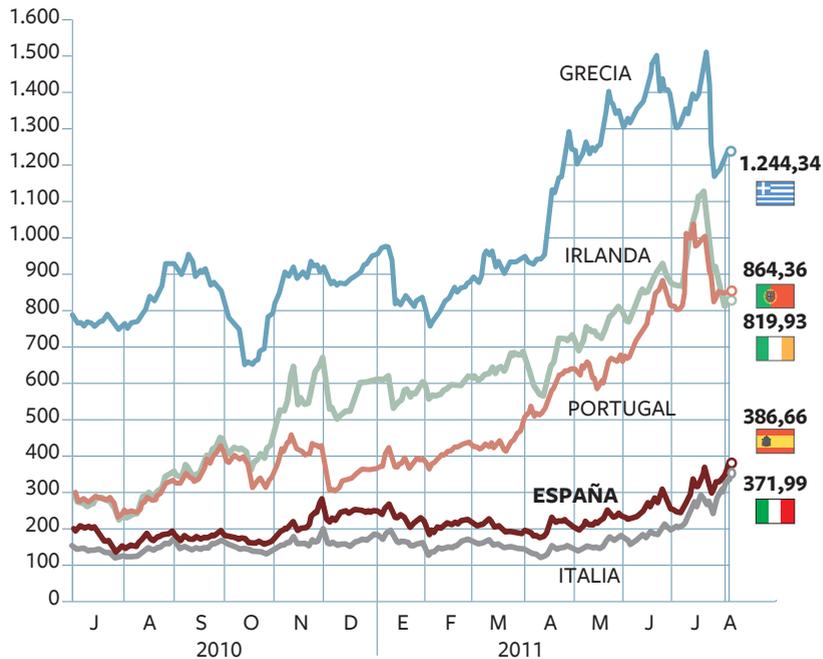


La reacción de los mercados

PRIMA DE RIESGO DE LA DEUDA

Diferencia del rendimiento del bono a 10 años con el bono alemán, en puntos básicos



BOLSAS INTERNACIONALES

	Valor	En el día	En el año
Dow Jones EE UU	11.866,62	-2,19%	+2,50%
S&P 500 EE UU	1.254,05	-2,56%	-0,29%
Nasdaq EE UU	2.669,24	-2,75%	+0,62%
FTSE 100 Reino Unido	5.718,39	-0,97%	-3,08%
CAC 40 Francia	3.522,79	-1,82%	-7,41%
Dax Alemania	6.796,75	-2,26%	-1,70%
Ibex 35 España	9.114,90	-2,18%	-7,55%
MIB Italia	17.272,79	-2,53%	-14,38%

EVOLUCIÓN DEL EURO

Dólares por euro



Fuente: Bloomberg.

EL PAÍS

El mercado recrudece la amenaza sobre España y lleva a máximos la prima de riesgo

- ▶ La desconfianza de los inversores en la deuda italiana a corto plazo supera a la de la española
- ▶ El retraso en la aprobación del fondo de estabilidad europeo agrava la situación

M. V. GÓMEZ / A. MARS
Madrid

La pesadilla va a más. La crisis de la deuda soberana vivió ayer un capítulo inesperado. La prima de riesgo española superó los 400 puntos básicos. La italiana marcó un nuevo máximo (383). Lo que hace apenas dos semanas fue todo un alivio, los cambios decididos para el fondo europeo de rescate para que pueda comprar deuda, son ahora el problema. La debilidad de la economía de Estados Unidos aporta su grano de arena. Y un factor que, por anecdótico que parezca, condiciona mucho: es agosto, hay poca negociación y cualquier operación mueve los mercados mucho más que en cualquier otra época del año.

Con estos ingredientes, se conformó a primera hora de la mañana un cóctel que disparó las alarmas. La prima española, la diferencia entre lo que paga cualquier país y Alemania por ende-

darse en bonos a 10 años, tocó los 403 puntos básicos y luego se relajó hasta los 386. ¿Qué ocurrió? "Hay muchas respuestas posibles, en época estival hay poco volumen de negociación y cualquier elemento u operación puede influir en los precios", apunta Fernando Hernández, de Inveris. Durante el día, diferentes fuentes apuntaron a los rumores de que China estaba comprando deuda o que el Banco Central Europeo (BCE) lo haría, entre otros. Pero no ha habido compras del BCE desde marzo.

Pocos esperaban que las primas de España e Italia, el termómetro que mejor mide la confianza en la economía de un país, escalaran a la altura que lo hicieron ayer. Desde luego, no lo esperaban sus respectivos Gobiernos. Zapatero retrasó unas horas el comienzo de sus vacaciones. Y Berlusconi convocó a los máximos responsables de la economía italiana para analizar la situación. La Comisión Euro-

pea, por su parte, defendió las medidas de austeridad impulsadas por el Ejecutivo español contra el déficit y rechazó que la posibilidad de un rescate para España esté "sobre la mesa", en palabras de la portavoz comunitaria Chantal Hughes. Declaraciones del mismo cariz precedieron los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal.

Los analistas coinciden en la urgencia de que el BCE compre deuda

El fantasma del rescate no crecerá en función del máximo histórico que la prima de riesgo española toque de forma puntual. Lo hará si mantiene un nivel muy alto durante bastante tiempo. Ayer, la rentabilidad del bono a 10 años rozó el 6,5% y acabó en

el 6,24%. Para Portugal, el tercer país del euro en pedir la ayuda financiera (el pasado marzo), la línea roja se situaba en el 7%.

Los gestos políticos que ayer tuvieron Madrid, Roma y Bruselas no bastaron. De hecho, las pérdidas en las Bolsas se acentuaron conforme pasaba la sesión. El Ibex 35 perdió un 2,18%. Y el índice selectivo italiano cayó un 2,53%. Es una batalla entre la política y los mercados. Los segundos quieren saber más detalles sobre las decisiones de los líderes europeos para el Fondo de Estabilidad. "El plan aún peca de inconcreción. Las pautas son poco precisas. Sabemos, por ejemplo, que el Fondo de Estabilidad puede comprar bonos en el mercado secundario, o entrar en el capital de bancos, pero ¿cómo? ¿cuánto? ¿qué se considera situación extrema? El mercado quiere más concreción", profundiza Nuria Álvarez, de Renta 4.

Las diferencias también llegan a los tiempos. A los merca-

dos no les gusta el ritmo de Bruselas a la hora de actuar. "Se han tomado decisiones importantes sobre el FEEF [el fondo europeo de rescate], pero la aplicación todavía está pendiente. Hasta septiembre, como pronto, no se votará en los parlamentos nacionales", explica desde Londres Antonio García Pascual, economista jefe de Barclays Capital para el sur de Europa.

El dinero, ayer, escapó a sus tradicionales refugios: el oro escaló a su máximo histórico, hasta los 1.643 dólares la onza, casi un 40% más que hace un año. El bono alemán a 10 años bajó al 2,41%, cuatro puntos básicos menos y el bono británico a 10 años tocó su mínimo histórico, al 2,76%. El franco suizo sacó pecho y subió un 2,3%, hasta los 1,09 euros.

Mientras se dirime la batalla entre mercado y política, la situación de los más débiles se agrava. Al rozar el 6,5%, la rentabilidad de los bonos españoles a 10 años

¿Cuál es la línea roja?

ANÁLISIS

José Carlos Díez

Las crisis financieras siguen la misma dinámica que un huracán. Los economistas observamos desequilibrios pero no sabemos cuál será el evento que desencadenará la crisis y cuál será la dinámica que seguirá después. Por esta razón, nadie sabe trazar la línea roja y el punto de no retorno con precisión. No obstante, en el caso español hay más indicadores, aparte del diferen-

cial de tipos, que nos indican que aún estamos alejados de ese punto de no retorno.

España no tiene una crisis de solvencia, ya que nuestra ratio de deuda pública es la más baja de la Eurozona. Nuestro problema es de liquidez. En las crisis de liquidez, el precio de los bonos y su diferencial es un indicador importante, pero el problema es de cantidades. Cuando el país no puede refinanciar sus vencimientos de deuda es cuando se ve obligado a pedir ayuda financiera al Fondo Monetario

Internacional (FMI), en este caso asociado con el nuevo Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF).

Nuestro Tesoro público, desde que comenzó la tragedia griega en abril de 2010, ha seguido una prudente política de emisiones y, en este momento, dispone de dinero en su cuenta corriente del Banco de España. Tiene una cantidad que cuadruplica la de hace un año. Este colchón de liquidez permite que pueda estar durante meses emitiendo menos cantidad de la habitual, sin nece-

sidad de pedir ayuda financiera. El problema sería que sus subastas quedaran desiertas. La semana después del último Eurogrupo, con máxima tensión en los mercados, el Tesoro y el FROB pudieron emitir casi 10.000 millones, por lo que de momento no es el escenario central.

Otro foco habitual de tensión en crisis financieras es el sistema bancario. En estos momentos nuestro sistema bancario ya dispone de un plan para crisis de liquidez que se llama "acceso ilimitado a las subastas del BCE". Según nuestros cálculos, las entidades españolas disponen de papel para descontar en el BCE suficiente para atender los venci-

mientos de sus bonos de 2011 y 2012. El BCE ya ha anunciado que mantendrá el acceso ilimitado hasta al menos finales de diciembre de este año, por lo que de momento, tampoco será el desencadenante.

Aunque estemos lejos de la línea roja, la situación actual tiene enormes costes para la economía real. Por eso conviene revertirla cuanto antes. El plan europeo pactado en la cumbre extraordinaria está bien diseñado para acabar con la crisis. El problema es que tardará unos meses en ser aprobado por los parlamentos nacionales y ser operativo. Por eso es urgente que sea el BCE el que intervenga en el mer-

se sitúa en torno a un punto menos del nivel alcanzado por Portugal cuando solicitó ayuda a Bruselas y al Fondo Monetario Internacional.

En el caso italiano, la lectura de lo que sucedió ayer es incluso peor. Los intereses de los títulos de deuda a dos años están por encima de lo que paga España, un 4,6% frente al 4,5%. La interpretación de estos datos indica que los inversores tienen menos confianza a corto plazo en Italia que en España.

Pero todas estas causas no bastan para aclarar por qué la volatilidad se ha disparado en las últimas dos sesiones y los movimientos de los mercados de renta fija han alcanzado una virulencia desconocida. Esto tiene más que ver con el calendario. En agosto hay muchas menos operaciones. La liquidez en los mercados de deuda se ha secado incluso para Italia, el mayor de Europa. Así que cualquier operación provoca movimientos mayores que en otra época del año. Además, según explican fuentes del mercado, "ahora nadie está comprando, solo se vende".

El Gobierno descarta más recortes y Bruselas dice que no se plantea un rescate

La situación es gravísima porque no se ve nada que pueda revertirla en el corto plazo. Y no está claro que el BCE vaya a reabrir el plan de compra de deuda soberana", explica García Pascual.

Esta, precisamente, es la solución que reclama el catedrático de Economía de la Universidad de Granada Santiago Carbó. "Necesitaríamos que el BCE se implique [comprando deuda]. Es la única solución que tenemos a corto plazo".

Desde luego, vista la evolución en las últimas semanas de la prima de riesgo, las Bolsas y el resto de indicadores, no parece que los mercados se vayan a dar por satisfechos con medidas individuales que los Gobiernos puedan adoptar de forma unilateral. Italia adoptó hace poco un recorte fiscal de 80.000 millones de euros. Aunque todavía esté por ver su desarrollo, España ha hecho las reformas —financiera, laboral, negociación colectiva, ajuste fiscal— demandadas.

cado para estabilizarlo. Si no interviene por miedo a la inflación, el fantasma de la deflación volverá a sobrevolar el mundo como sucedió en 2008.

En España debemos seguir la hoja de ruta trazada, pero hay que mandar nuevas señales a los mercados. Hay que cerrar la reestructuración del sistema financiero cuanto antes. Además, hay que contar un relato coherente sobre la desviación del límite de déficit de las comunidades autónomas. El objetivo del 6% de déficit en el ejercicio 2011 es irrenunciable.

José Carlos Díez es economista jefe de InterMoney.

Los intereses de la deuda complican el objetivo de reducción del déficit

El incremento de los costes de financiación acerca el fantasma del rescate

ALEJANDRO BOLAÑOS
Madrid

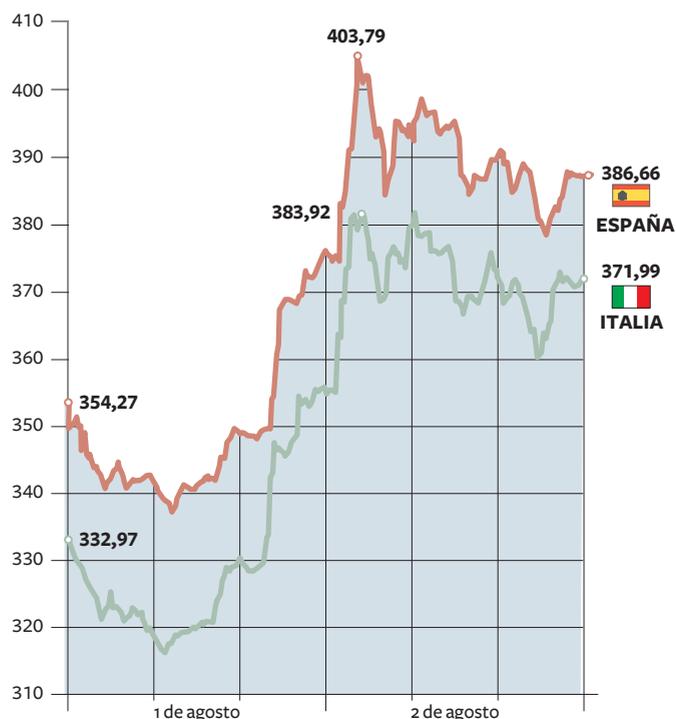
En los mercados se ha roto un nivel de resistencia, una de esas líneas imaginarias que miden el atrevimiento de los inversores. Para la Comisión Europea o el FMI, es el umbral en el que el coste de pagar la deuda achica las perspectivas de crecimiento, una amenaza grave cuando apenas se crece. Las cámaras de compensación internacionales, que han permitido a la banca española lograr liquidez en los últimos meses, están a punto de elevar su tarifa "por el riesgo adicional". Los contables de las empresas tiran a la basura los planes de financiación para la segunda mitad del año. Los directivos se replensan cualquier aumento de plantilla. Y el Gobierno, en fin, tendrá que estudiar si es necesario otro ajuste sobre la marcha para que el objetivo de déficit no descarrile, para no verse abocado a pedir la ayuda de la UE. Superar los 400 puntos básicos en la prima de riesgo de la deuda española es mucho más que un símbolo.

» **Zona de peligro.** El rendimiento del bono a 10 años (el español paga ya un 6,4%) en el mercado secundario y la diferencia con el tipo de interés del título alemán al mismo plazo (la famosa prima de riesgo) son los contadores Geiger de esta crisis, los que miden la apuesta de los inversores contra las cuentas públicas de los países más frágiles. Su lectura varía con el tiempo: antes del primer rescate a Grecia, en mayo de 2010, la prima de riesgo no pasaba de 175 puntos básicos, pero a España ya se le consideraba un país infectado por las dudas de los inversores. El mismo argumento impulsó el riesgo país antes de los rescates de Irlanda (200 puntos básicos, noviembre de 2010) o Portugal (225, marzo de 2011). Desde que se planteó el segundo rescate a Grecia (375, julio) hay un salto cualitativo. España no sufre ya solo por contagio de los problemas de los demás; son sus debilidades las que la han situado en el centro de la batalla entre los especuladores y la zona euro.

» **¿Cuándo suena la alarma del rescate?** "Si se pasa de esa barrera, hay un riesgo elevado de que haya que pedir ayuda a la UE". La barrera a la que hacía referencia el exministro de Finanzas portugués, Teixeira dos Santos, en octubre de 2010, era un tipo de interés del 7% en el bono a 10 años. Portugal la traspasó unos meses después, como también lo hicieron Irlanda y Grecia, los otros dos países rescatados. La subida de los tipos de interés en el mercado secundario es la señal de que los bonos pierden valor, de que las ventas superan (con mucho) a las compras. Los tipos de

Prima de riesgo de Italia y España

Diferencia del rendimiento del bono a 10 años con el bono alemán, en puntos básicos



Fuente: Bloomberg.

EL PAÍS

Un bucle acelerado de consecuencias

► España partía de unos **niveles de endeudamiento** y unos **tipos medios de interés** bajos, pero el ritmo de crecimiento de ambos es muy alto: los dos indicadores se han casi duplicado en los últimos tres años. Ahora la deuda pública equivale al 64% del PIB y el gasto en intereses, al 4,3%.

► En el primer trimestre de 2011, como consecuencia, el Estado se gastó casi **6.000 millones de euros en pagar intereses**, un 28% más que en el mismo periodo del año anterior.

► El repunte de esta partida de gasto, la atonía de los ingresos, lastrados por un consumo que no despega, y los problemas de las comunidades autónomas pueden obligar al Gobierno a hacer **nuevos ajustes si quiere alcanzar el objetivo de déficit** (6% del PIB) comprometido ante Bruselas y los mercados.

► La **prima de riesgo** española escaló a medida que se sucedían los rescates (175 puntos básicos en el de Grecia; 200 en el de Irlanda; 225 en el de Portugal). Pero hay un **salto cualitativo** desde que se planteó el segundo a Grecia (365).

los bonos de España e Italia no están todavía ahí, pero avanzan de forma sostenida en las últimas semanas. Si es la prima de riesgo la que prende la alarma, la respuesta es más desasosegante. "No me puedo imaginar que países como España o Italia resistan con una prima de riesgo cercana a los 400 puntos. Si llegamos ahí, estaremos en una situación al límite de Lehman Brothers", aseguraba hace apenas dos semanas el catedrático Santiago Carbó. Aquí ya se ha pisado esta línea roja, aunque solo fuera por unos minutos. Pero tanto en el rescate de Portugal (500 puntos básicos), como en el de Irlanda (600 puntos básicos) los mercados tuvieron que redoblar su apuesta y mantenerla durante semanas.

» **Especulación de agosto.** Con alguna luz roja ya encendida, ni el Gobierno español ni la Comisión Europea se precipitaron a

tomar medidas. El argumento esencial es que, en este mes, el volumen de compraventa de títulos en el mercado secundario es más bajo, con lo que operaciones relativamente pequeñas pueden hacer subir y bajar los precios de forma abrupta. Algunos datos apuntalan la idea de que lo que se mueve ahora es especulación pura y dura, con los fondos de inversión de alto riesgo en plan protagonista: al huir de los bonos de los países en problemas, se compran muchos títulos de deuda pública alemana. Su rendimiento es ya tan bajo (menos del 1% a tres años) que no serviría ni para compensar la inflación, el mínimo que se pide a cualquier inversión financiera. En el caso español, la especulación tendrá una consecuencia directa y muy real: el Tesoro, que tenía pensado colocar hasta 3.500 millones el jueves en bonos a tres y cinco años en el mercado primario,

tendrá que comprometerse a pagar tipos de interés sensiblemente más altos para atraer inversores.

» **¿Y si la alarma suena en Londres?** Puede que la situación sea sostenible durante unas semanas con la prima de riesgo a 400 puntos básicos, pero quizá baste con llegar a 450 puntos para que Bruselas y Madrid se vean forzados (de nuevo) a tomar soluciones de urgencia. Es el límite que fijó en octubre del año pasado la cámara de compensación LCH.Clearnet, con sede en Londres, como "indicativo de riesgo soberano adicional". Esta cámara de compensación, que cobra por garantizar que un banco devolverá lo que otro le presta en operaciones a muy corto plazo, fue una válvula de escape para las entidades españolas el verano pasado, que lograron aquí la liquidez que la banca internacional les negaba. La cámara de compensación aceptó el uso de los títulos de deuda pública española como garantía. "Un riesgo soberano adicional" implica que la cámara de compensación cobrará más a los bancos por utilizar como garantía los títulos españoles. O lo que es lo mismo, los bonos se devalúan, lo que se transmite de forma automática al mercado secundario, y el acceso a la liquidez para la banca española se encarece. En el caso irlandés, donde los problemas de su sistema bancario eran enormes, la decisión de LCH.Clearnet encendió la mecha del rescate.

» **¿Europa? ¿Hay alguien ahí?** Intervenir en los mercados secundarios para comprar deuda pública en circunstancias excepcionales. Esta es una de las nuevas funciones que la UE aprobó para el fondo de rescate europeo, en el celebrado acuerdo de julio. La definición se ajusta como un guante al ataque indiscriminado que sufren los títulos de España e Italia, un envite que pone en cuestión a la propia zona euro. Pero la nueva función no estará operativa (hay que cambiar estatutos, aprobarlo en 17 parlamentos nacionales) al menos hasta otoño y los especuladores están dispuestos a poner en evidencia, una vez más, la lentitud en la toma de decisiones de la UE. Más aún cuando en el camino queda por refrendar la nueva estrategia de estabilidad y convergencia económica, donde Francia y Alemania querrán apretar las clavijas (un poco más) a los países periféricos. A falta de un fondo de rescate que funcione, solo los rumores sobre una hipotética intervención del Banco Central Europeo (cada vez más remiso a enzarzarse en estas operaciones) enfriaban el ánimo de los especuladores.