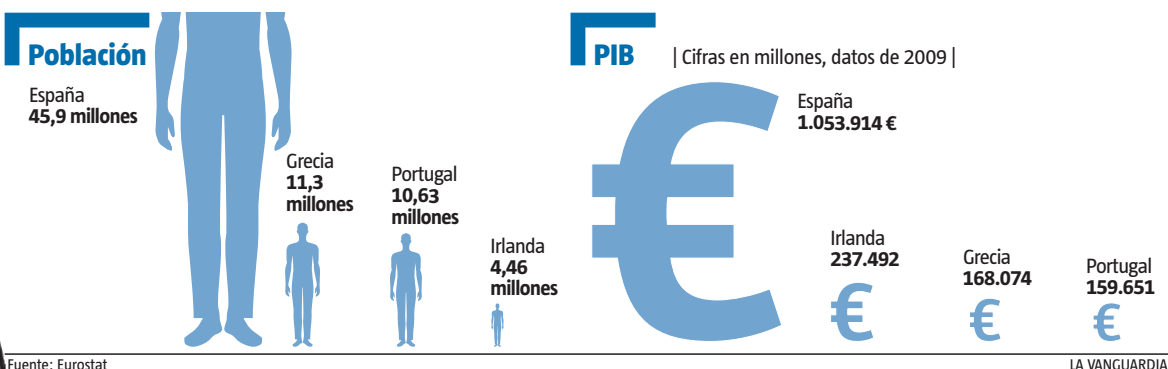


EN PORTADA



CONTAGIO, ¿SÍ O NO?

Doce voces de referencia

Analistas españoles e internacionales opinan sobre la delicada situación de la deuda y el euro

La evolución de la deuda española se ha convertido en la gran preocupación de los mercados financieros europeos en la última semana. Tras la aceptación por Irlanda de la ayuda internacional, la especulación se ha volcado sobre las deudas española y portuguesa. Las llama-

das a la sensatez por parte de las autoridades españolas e internacionales no han podido evitar que la prima de riesgo de la deuda española se colocara en su máximo de los últimos años. Las diferencias de España con el resto de países afectados son obvias. Con respecto a Grecia el nivel de deuda es la mitad en términos de

PIB. En comparación con Irlanda, la diferencia principal está en la situación de las entidades financieras, quebradas o nacionalizadas allí y en mejor situación aquí. Por lo que respecta a Portugal, la diferencia principal está en que su economía no crecía ni antes de la crisis y está necesitada de muchas reformas que no se

han emprendido. Pero quizás la mayor diferencia se halla en el tamaño. Las economías irlandesa y portuguesa son apenas una sexta parte de la española y la griega no supera el 25% de la misma.

A lo largo de las próximas cinco páginas, doce reconocidos economistas dan su opinión sobre la situación financiera, contestando

con ello a los siguientes temas:

-¿España se verá forzada a acceder al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera?

-¿Qué cree que va a pasar en la zona euro en el próximo año?

-¿Cómo deberían reaccionar las autoridades?

-¿La zona euro sobrevivirá en su estado actual?

LOS EXPERTOS OPINAN



Carmen Reinhart

BLOOMBERG

CARMEN REINHART, especialista en crisis de deuda del Peterson Institute

Irlanda parece Islandia, no España

No creo que España tenga que acceder al fondo de estabilización: Portugal, sí. Los problemas de España y Portugal tienen diferentes órdenes de magnitud. Se pueden dividir los países en cuatro grupos. Los que tienen problemas de deuda pública como Grecia. Los que tienen problemas de deuda privada como España e Irlanda. Los que tienen ambos problemas como Portugal y los que no tienen ningún problema.

España se sitúa en la misma categoría que Irlanda. Pero las diferencias cuantitativas son abismales. Irlanda se parece más a Islandia que a España. España tiene una deuda privada dos veces más grande que el PIB; Irlanda la tiene diez veces más grande. Las primeras olas de contagio no discriminan. Pero si aguantas en la tormenta, luego empiezan a diferenciar.

El 2011 va a ser el año de vivir peligrosamente. Habrá olas de incertidumbre hasta que se resuelva el problema de la deuda y esto supone reestructurar la deuda privada en Irlanda, Portugal quizás España. Y habrá que reestructurar la

deuda soberana en Grecia. No se puede seguir retrasando esto. Porque hasta que se resuelva, cualquier cosa puede desencadenar el contagio.

Las autoridades deben ser realistas. Reconocer la cruda realidad. La necesidad de la austeridad ha sido digerida, me parece. Grecia lo hizo cuando accedió al fondo. Lo próximo que hay que digerir es que no se puede dejar la reestructuración fuera de la mesa durante más tiempo. Si un quite resulta imposible, se podría empezar por alargar los plazos y vencimiento de los créditos y poner límites sobre los tipos de interés. Los gobiernos van a tener que negociar con los bancos. Por ejemplo, el Gobierno británico va a tener que ayudar a los bancos

ingleses a aceptar un quite sobre sus créditos a la banca irlandesa.

La zona sobrevivirá pero no va a ser exactamente en su estado actual. Porque países como Grecia, Irlanda, quizás España, jamás volverán a contar con primas de riesgo tan bajas como las que han tenido en la primera década de la unión. Pero no creo que sea probable que la zona euro desaparezca.



Xavier Vives

EFE

XAVIER VIVES, director del Centro Sector Público-Privado (Iese) y Cesifo

Hay que evitar el triunfo de la especulación

España es víctima de la especulación por el posible contagio de Irlanda y, sobre todo, de Portugal. Esto es posible por las debilidades en la economía española: la digestión de la explosión de la burbuja inmobiliaria con implicaciones en la salud del sistema financiero, el volumen de la deuda del sector privado, la dependencia de la financiación exterior, y unas perspectivas de crecimiento átonas por factores estructurales que lastiman la productividad de la economía. Estas debilidades hacen que pueda ser víctima de la especulación en contra de su deuda y esté en zona de peligro. La especulación puede tener éxito si la prima de riesgo alcanza niveles insostenibles en un proceso de expectativas que se validan ellas mismas.

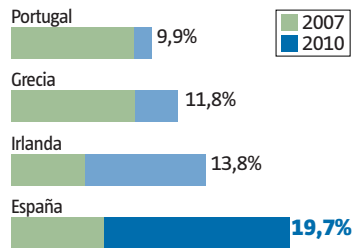
Para disminuir la probabilidad de necesitar un rescate España debe dar una señal clara de credibilidad en su política económica y en las reformas emprendidas. Principalmente, se debe reformar la negociación colectiva y completar la tí-

meda reforma laboral, poner el sistema de pensiones en una senda sostenible, reformar la administración pública para hacerla más eficiente y transparente, acelerar la transformación de las entidades financieras con problemas y fomentar la productividad en general. Si es necesario, hay algún margen para subir impuestos indirectos. La UE y el BCE deben estabilizar los mercados dejando claro que proporcionarán la liquidez necesaria a los países solventes que la necesitan. Al mismo tiempo las autoridades políticas deben abstenerse de hacer declaraciones imprecisas sobre posibles quitas a los tenedores de bonos.

El euro sobrevivirá, dada la voluntad política expresada por Alemania y Francia, pero hay que poner los mecanismos institucionales necesarios que proporcionen un marco fiscal y de estabilidad financiera adecuados. La gobernanza del euro ha fracasado y urge la combinación de una mayor coordinación e integración fiscal, una supervisión bancaria integrada, y disciplina de mercado para la deuda soberana.

CESifo
GmbH

Tasa de paro 2007/2010



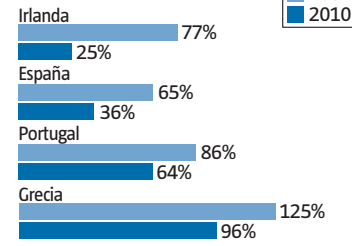
Fuente: Eurostat

LV



Deuda pública

| En porcentaje del PIB |



Fuente: Eurostat

LV



Pablo Vázquez

ARCHIVO

PABLO VÁZQUEZ, director de Fedea

Concentración en las tres reformas clave

Los economistas nos equivocamos con frecuencia si tratamos de predecir el futuro. Lo que hoy sí sabemos con certeza es que, entrando en el Fondo de Estabilización, no se van a resolver nuestros problemas. Lo que tenemos que hacer con Fondo o sin Fondo es acelerar las reformas que necesita nuestra economía para volver a generar crecimiento y empleo. En nuestro país tenemos tres grandes prioridades, aunque no son ni mucho menos las únicas: profundizar en la reforma laboral, culminar la reforma financiera y llevar a cabo la reforma de las pensiones.

Lo que sabemos también del futuro es que está en nuestras manos. Lo que ocurra en la eurozona va a depender del grado de determinación por parte de las autoridades de los países del área en llevar a cabo programas creíbles de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Aquí, en Portugal, en Italia o en Bélgica. Los mercados no son, como oía el otro día, un virus que se propaga movido por el pánico. Responden, al menos al comienzo del ciclo no-virtuoso, a una generación de expectativas, porque hay bases reales, como las muchas decisiones erróneas que se

han tomado y que posteriormente no se han corregido.

Mientras no se asuman esos errores, en forma de pérdidas en muchos casos, se hace difícil construir un edificio coherente y que pueda resistir los embates de la especulación.

De momento, las autoridades de cada país tienen que centrarse en acometer las reformas que requieren las diferentes economías. Esa es la raíz del problema y otras opciones menos costosas en el corto plazo, pero mucho mayores en el largo plazo, como nos enseña el caso de Irlanda, no lo resuelve.

En cuanto a la supervivencia del euro, lo que tengo claro es que el euro que viviremos cuando salgamos de esta crisis será algo distinto de lo que hemos vivido anteriormente. Todos somos conscientes de que habrá cambios en la supervisión financiera y en la monitorización de las políticas fiscales que es necesario acometer para fortalecer la moneda única y evitar episodios como los que hemos vivido. El euro ha sido un elemento esencial a la hora de explicar la prosperidad de nuestro país en la primera década de este siglo y lo será también en nuestra salida de la crisis.



Jaume Ventura

ARCHIVO

JAUME VENTURA, investigador sénior del CREI y catedrático de la UPF

Mejorar el funcionamiento del mercado

Imagine que necesita financiar unos gastos inesperados y pide un préstamo a un año por un valor del 60% de sus ingresos. Un año más tarde, usted devuelve el préstamo original y pide un nuevo préstamo por un valor del 50% de sus ingresos. Dos años más tarde, usted devuelve el segundo préstamo y pide un tercer préstamo por valor del 40% de sus ingresos. Si usted sigue refinanciando su deuda de este modo, en seis años su deuda inicial habrá desaparecido. Este plan de financiación consiste en hacer pequeños pagos durante seis años, y esto usted se lo puede permitir. El problema es que queda expuesto al riesgo de no encontrar un préstamo en el segundo o tercer año, cuando la deuda aún es alta. Si esto sucediera, se enfrentaría a un dilema: ¿Devuelvo el préstamo y reduzco mi consumo? ¿O decido no devolver el préstamo y trato de mantener mi consumo? La turbulencia reciente en los mercados de deuda soberana se debe a que los inversores no saben cómo determinados países europeos resolverían este dilema.

¿Cómo convencer a los mercados de que el gobierno español va a pagar su deuda? La respuesta de la UE y el

FMI consiste en la creación de un fondo de estabilización de 750.000 millones de euros, anunciada el pasado mayo en el contexto de la crisis griega. Este fondo garantiza el pago de la deuda aún cuando el mercado se niegue a dar más préstamos a un país. Unos opinan que es demasiado pequeño para cubrir a todos los países afectados, y otros que ha habido demasiada improvisación en su diseño. Cualquiera que sea el motivo, la solución de corto plazo es fortalecer el fondo y emitir señales contundentes de que cumplirá su objetivo. Una posibilidad sería no esperar a que la crisis estalle y desembolsar inmediatamente sumas considerables a España y Portugal. A largo plazo, la única solución pasa por mejorar el funcionamiento del mercado de la deuda soberana.

¿Y qué tiene que ver todo esto con el euro? Circula insistentemente el comentario de que la crisis actual está debilitando al euro. Yo no entiendo esta opinión. Sin embargo, cuando los países europeos tenían su propia moneda, solían resolver sus problemas de deuda con inflación. Esto ya no es posible gracias al euro. ¿Quién quiere el regreso de la inflación y las tasas de interés altas?



seat.es

SEAT EXEO
TU COCHE DE EMPRESA
POR 385 €/MES.

1401 HBA

SEAT EMPRESAS.

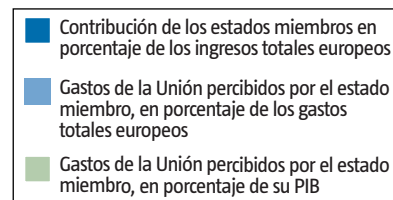
Consumo medio ponderado: 5,2-7,7 l/100 Km. Emisiones de CO₂: 136-179 g/Km. Modelo visualizado EXEO Sport. Cuota de renting sin IVA válida para Península y Baleares calculada para un contrato de 48 meses y 15.000 km/año. Incluye alquiler de SEAT EXEO 2.0 TDI CR Reference DPF 120 CV. La oferta no incluye pintura con coste. Servicios incluidos: Impuesto municipal, mantenimiento y averías, cambio de neumáticos, tarjeta carburante y peajes, gestión de flotas y gestión de multas, asistencia de viaje y seguro (seguro todo riesgo-prima variable No suplido). Oferta de Volkswagen Leasing válida hasta 31/12/2010.

información: 902 102 650

GRUPO VOLKSWAGEN

EN PORTADA

Unión Europea: pagar y recibir



España

Fuente: Comisión Europea

LOS EXPERTOS OPINAN



Paul de Grauwe

BLOOMBERG

PAUL DE GRAUWE, Universidad de Lovaina, Bélgica

Falta un fondo monetario europeo

Cuando miras la realidad fundamental de la economía española, es obvio que el Estado español es plenamente solvente. Pero el mecanismo de resolución de crisis por reestructuración de la deuda que el Consejo Europeo ha anunciado hace mucho más probable que el mercado de bonos del Estado español pueda convertirse en una víctima de los ataques especulativos. Es un poco como el mecanismo de tasas de cambio del sistema monetario europeo que existía antes de la creación del euro. Genera claros incentivos para especular. Si esto llega a ocurrir, España puede verse forzada a recurrir al Fondo de Estabilidad Financiera Europea.

Si el mecanismo de resolución de crisis que abre el camino a la moratoria sobre la deuda soberana acaba por convertirse en ley, creo que es

muy probable que algunos estados se vean obligados a suspender pagos. No quiero ni pensar cuál será la consecuencia de un evento como este.

Las autoridades europeas deberían rescindir el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana y crear un fondo monetario plenamente dotado. Este fondo debería ser utilizado para luchar contra el ambiente de pánico que se ha generado estos últimos días en los mercados.

En cuanto a la supervivencia o no de la eurozona como un todo, la respuesta es compleja. Si, en cambio, lo que nos planteamos es la posibilidad de que algunos países desaparezcan de la zona me me parece algo muy posible, efectivamente. Ahora bien, si llega a ocurrir

habrá sido, en una gran parte por la mala gestión de la crisis por parte de los líderes europeos.

KATHOLIEKE UNIVERSITEIT
LEUVEN

URI DADUSH, director del programa económico de Carnegie Endowment

Bajas salariales en la periferia

Pese al relativamente bajo nivel de deuda pública en España y problemas bancarios menos graves, un recurso al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera puede ser necesario. La dinámica de la deuda, dado su elevado déficit y los tipos altos que debe pagar, así como el estancamiento económico, son problemas. Los mercados quieren avances rápidos en el déficit y además quieren un repunte de crecimiento antes de confirmar que el paciente se haya recuperado. Pero estas condiciones son difíciles de cumplir simultáneamente.

El próximo año definirá si se puede estabilizar la situación o si la crisis se extiende hasta los países grandes y los bancos en toda la región. Entre tanto, hace falta austeridad y reformas para mejorar la competitividad en la

periferia y políticas expansivas monetarias, fiscales y salariales en el centro. Habría que dejar depreciar al euro y que el BCE proporcione liquidez a los bancos. Hay que reforzar el marco institucional de la unión monetaria y esto debería incluir un mecanismo de reestructuración de la deuda aunque tenga un impacto desestabilizador en los mercados en estos momentos. Porque no es creíble que el centro –países como Alemania– siga garantizando la deuda de la periferia.

Creo que la zona euro sobrevivirá. Pero la deuda de Grecia y quizás otros países tendrán que ser reestructurada para que todos los acreedores sufran pérdidas. Y el coste de mantener la zona euro serán caídas de salarios en la periferia tal y como ha ocurrido en Irlanda y Grecia.

CARNEGIE
ENDOWMENT
FOR
INTERNATIONAL
PEACE



Heiner Flassbeck

AP

HEINER FLASSBECK, director de la Unctad

Hay que plantar cara a Alemania

Objetivamente, España no debería verse abocada a una situación de rescate. Pero en este momento nada es objetivo. Reina el pánico y la histeria, así que todo puede pasar. La estrategia actual no resolverá los problemas de los desequilibrios. Por ejemplo, la zona euro no puede funcionar sin la coordinación de salarios para que los costes unitarios laborales no diverjan. Alemania ha generado graves problemas al limitar el aumento de estos costes al 0,3% en los últimos años cuando el objetivo de inflación en la zona euro es el 2%. Esta es la raíz de los problemas de competitividad del resto de países.

De cara al 2011, creo que el pánico avanzará por todos los países del Mediterráneo y finalmente empezará a amenazar a Francia. En estos momentos, Francia se está aliando con los países “fuertes”

con superávit pero creo que vamos a descubrir que es un país débil porque aunque su problema de competitividad no es tan grande como el que tiene planteado España, la diferencia con Alemania se ensancha conforme pasan los años.

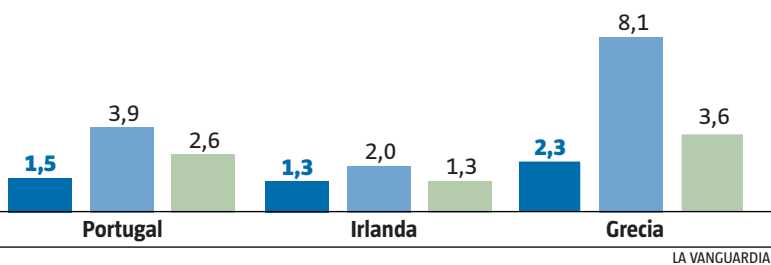
Las autoridades de los países que pueden sufrir las consecuencias de esta situación, como España, deberían tener el coraje de plantar cara a Alemania porque esto ya es un juego de poder. Es imprescindible que se empiecen a arreglar problemas de desequilibrios y que Alemania permita las subidas de salarios.

En cuanto a la posibilidad de que la eurozona desaparezca, depende de si Alemania está dispuesta a colaborar o no, para reequilibrar la zona. Si no, debería salir del euro. Creo que conforme se amplíe el fondo de estabilización se verán cada vez más protestas en Alemania que pueden imposibilitar más rescates.



Uri Dadush

BLOOMBERG



Jean Pisani-Ferry

ARCHIVO

JEAN PISANI-FERRY, director de Bruegel

Habrà otro año de tumulto y miedo

Creo que España podrá evitar encontrarse en una situación en la que se vea forzada a recurrir a pedir ayuda al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Es muy posible que haga falta un rescate a Portugal. Hace tiempo que Portugal parece una economía muy débil. Pero España es un caso distinto, puede evitarlo. Los mercados han mostrado alguna capacidad para diferenciar entre países.

De cara al próximo año, creo que vamos a atravesar fases de tumulto y miedo, pero la zona euro puede sobrevivir si países como España mantienen la disciplina y siguen aplicando las medidas de ajuste que han iniciado.

Lo importante es que las autoridades focalicen todos sus esfuerzos en el ajuste, sobre todo en el frente de la competitividad. Hay que crear un Mecanismo de Resolución de crisis como el que han propuesto Angela Merkel y Nicolas Sarkozy para reconocer que la reestructuración de deuda soberana acabe siendo una posibilidad real en países que dejan de ser solventes. Ahora bien, creo que no se debería vincular el apoyo financiero a la reestructuración para países que son solventes.

En cuanto a la posible fragmentación de la zona euro, no hace falta pensar en ello. Hay que mirar cada situación y juzgarla por sus propios méritos.

**JUAN I. CRESPO, director europeo de Thomson Reuters**

Las dificultades tendrán un final feliz en el 2011

La probabilidad de que España tenga que recurrir al Fondo es todavía baja pero podría convertirse en alta de manera casi súbita. España todavía está a tiempo de evitarlo, pero no puede perder ni un minuto más en aplicar las reformas que le pidieron los socios europeos a primeros de mayo y también parece que reclaman los mercados. Y es bien sabido que cuando estos mercados creen que alguien tiene un problema... termina teniendo un problema.

Creo que en el 2011 las dificultades van a ser muchas y variadas, pero probablemente tendrán final feliz. Lo normal es que en algún momento del primer trimestre se produzca el desenlace de la crisis. No sin elevadas complicaciones. La ventaja respecto al primer semestre del 2010 es que tanto el Banco Central Europeo como la Comisión Europea y los distintos gobiernos están entrenados para afrontar una fase así.

Se nota esa mayor experiencia en gestionar la crisis. Sobre todo en los últimos días han abundado las declaraciones contundentes sobre el apoyo al euro, a su integridad y a los países en dificultades. Y entre las actuaciones está el que el BCE se decida a comprar deuda pública de manera más contundente (y/o a usar herramientas como la venta de protección por medio de CDS; de esa manera estaría en la práctica, y de manera temporal avalando deuda pública) y el que el Fondo de Estabilidad Financiera se dote de más recursos, para despejar las dudas sobre si puede hacer frente, llegado el caso, a sus tareas.

El sistema monetario europeo sobrevivió a pesar de la salida en septiembre de 1992 de la libra esterlina y de la lira. Y también sobrevivió a la ampliación de sus bandas y a las diferentes devaluaciones de alguna de las divisas que lo componían. Es muy probable que eso mismo pase con el euro, que sobreviva, con una gestión adecuada.



Juan Ignacio Crespo

ARCHIVO



THOMSON REUTERS



Richard Koo

ARCHIVO

RICHARD KOO, economista jefe de Nomura

España repite el error de Hashimoto

No me gustaría que España tuviera que pedir ayuda al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, pero su economía se encuentra en una recesión por desapalancamiento colectivo (véase la entrevista en *Dinero* de la semana pasada) y, si sigue intentando reducir el déficit presupuestario, puede acabar agravando la situación. Es lo que pasó en Japón en 1997 cuando el primer ministro Hashimoto intentó recortar el déficit mientras el sector privado aún desapalancaba. Y es la tragedia que estamos viendo en Irlanda hoy. Con respecto a la eurozona, si sigue la carrera hacia la consolidación fiscal, podríamos ver una segunda fase de recesión en *double dip* (de dos caídas del PIB) a lo largo del año próximo. Las autoridades europeas deberían excluir de los límites del déficit de Maastricht a todas las economías en recesión, las que están sufriendo desapalancamiento con tipos cero. El estado actual de la zona euro no es sostenible en el largo plazo. Para librar al Banco Central Europeo de tener que preocuparse de problemas fiscales, los países miembros deberían tener la opción de mantenerse dentro del límite del déficit del 3% del PIB o bien prohibir que los extranjeros sean tenedores de bonos. Esto internalizaría el problema del déficit: si sólo los griegos pueden tener deuda griega, sólo ellos se verán perjudicados si hay suspensión de pagos.



Intermón Oxfam
Soy IO

50 AÑOS AYUDANDO A CAMBIAR EL MUNDO

En Intermón Oxfam necesitamos personas dispuestas a luchar contra las causas de la pobreza, las injusticias, y no simplemente contra sus consecuencias. Gente como tú. Gente IO.

902 330 331
www.IntermonOxfam.org