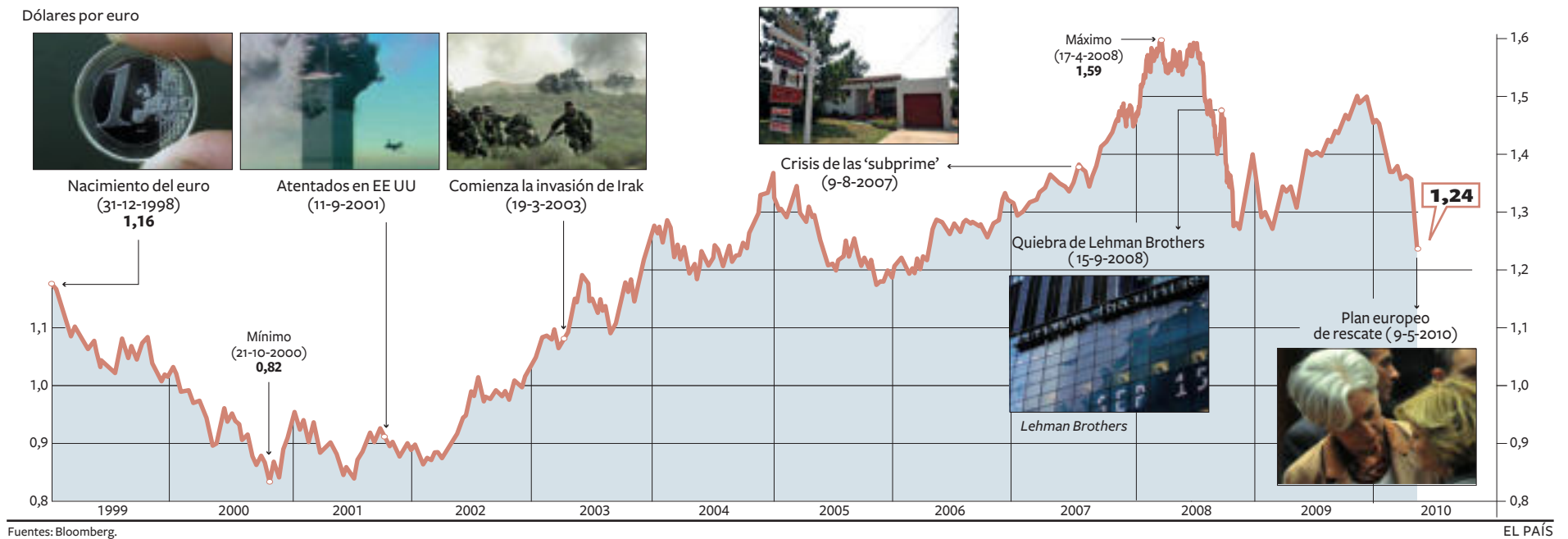


Evolución del dólar frente al euro



co Gordon Brown y el presidente José Luis Rodríguez Zapatero), tenían como objetivo prioritario evitar el contagio de la crisis a EE UU. Paradojas de esta historia: las turbulencias financieras generadas por la banca estadounidense han desencadenado una crisis fiscal del euro, pero podrían volver a rebotar hacia suelo americano. Obama llama porque teme el contagio. Y las probabilidades de contagio son proporcionales a su propia debilidad: EE UU tiene un déficit público rayano en los 1,4 billones de euros, aproximadamente el 10% de su PIB. La imagen de estas llamadas es fatal para Europa, pero lo importante es que Obama explicita la necesidad de actuar coordinadamente, porque el ritmo de su endeudamiento podría ser tan insostenible como el de determinados países europeos. La próxima reunión del G-20 en Toronto en junio es una buena ocasión para medir si las dos orillas del Atlántico sintonizan la misma música.

► **Ni bien ni mal, sino todo lo contrario.** Evaluar ese paquete en su conjunto es tremendamente difícil, pero el panorama se ve más oscuro al otro lado del Atlántico. Desde Harvard, Kenneth Rogoff asegura a este diario que se trata de un plan "que impresiona" y que debería ayudar a estabilizar los mercados "temporalmente, aunque no sabría decir por cuánto tiempo: la crisis entra en una nueva fase". "Después del mecanismo aprobado, Europa va a te-

ner que persuadir a los mercados para que compren masivas cantidades de deuda nueva. Se trata de un desafío mayúsculo. Europa necesita ajustarse. Veremos", concluye. En Washington, Desmond Lachman, del *think tank* neoconservador American Enterprise Institute, es aún más pesimista: "Se trata de un conjunto de medidas de emergencia, muy improvisadas, para salvar el euro. Pero es demasiado tarde: es una cuestión

Los mercados desconfían de que la situación se estabilice

Tras la euforia inicial, el euro ha caído a su mínimo en cuatro años

de tiempo ver suspensiones de pago de la deuda en Europa y hay países que van a abandonar la moneda común con toda seguridad". En Europa hay menos dramatismo, y prácticamente nadie está de acuerdo con ese último extremo. Daniel Gros, economista del Centro de Estudios de Política Europea en Bruselas, asegura que los acuerdos "eran lo necesario para evitar el desastre: de lo contrario le hubiéramos visto las orejas al lobo esta semana". "Pero

más allá de esta semana, los beneficios son menos evidentes: es un primer paso, una puerta abierta para mejorar la UE, para arreglar las disfunciones con las que nació el euro, pero sólo eso: una posibilidad. Es la hora de la verdad, especialmente en Berlín". Desde Madrid, Pedro Solbes, ex ministro de Economía y ex comisario europeo, subraya que uno de los problemas de la Unión "es la inexistencia de precedentes: no todo estaba previsto y la crisis tiene que servir para cambiar algunos enfoques. Pero no creo que vayamos al desastre (la UE no admite la marcha atrás) y algunos pasos como el nuevo rol del BCE deben considerarse positivos y están suficientemente justificados pese a que no sigan la línea histórica".

► **Más gobierno.** Es temprano para saber cuál de las decisiones es más relevante. Pero muchos de estos pasos llevan hacia un Gobierno económico de la UE, la idea preconizada por Jacques Delors en 1997. El que fuera presidente de la Comisión Europea señaló entonces que "si la política económica queda como una prerrogativa de los Gobiernos nacionales, un cuadro común de iniciativas coordinadas podría aportar un valor añadido indispensable para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM)". Como dice un alto funcionario del Consejo, "hasta ahora, la E de UEM ha sido minúscula; ya es hora de que crezca".

Hay quien ve muy lejana esa

posibilidad. Charles Grant, del británico Center for European Reform, admite que la cercanía al abismo disparó los resortes de supervivencia hasta ahora ocultos tras intereses endogámicos y cortoplacistas. Pero su optimismo llega hasta ahí. Ni un paso más allá: "Es un buen acuerdo, va en la buena dirección. Y sin embargo no resuelve los problemas fundamentales de Europa. Hemos visto declaraciones grandilocuentes so-

"La crisis tiene que servir para cambiar algunos enfoques", dice Pedro Solbes

La distancia hasta un Gobierno económico real es enorme

bre la gobernanza económica, pero no hay verdaderos pasos hacia una unión fiscal, hacia una unión política, hacia un Tesoro único. Eso no va a suceder. La razón es sencilla: los grandes países no quieren. Europa sólo se mueve cuando está al límite, pero ni siquiera ahí se vislumbra que puedan resolverse algunos de los defectos de fábrica del euro".

► **Crónica de un acuerdo maratoniano y noctívago.** El salto

histórico que marcará el desarrollo futuro de la UEM empezó la noche del pasado viernes 7 de mayo, en la cena de los líderes del Eurogrupo en Bruselas, convocada oportuna y urgentemente por el presidente del Consejo, Herman Van Rompuy, unos días antes. Se trataba de una reunión excepcional, cuyo único antecedente era el cónclave celebrado en París a mediados de octubre de 2008, para tratar las medidas de protección de la banca tras el derrumbe del banco estadounidense Lehmann Brothers. Los paralelismos con esa fatídica semana son numerosos: esta vez eran varios Gobiernos (Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia) los que tenían dificultades heredadas de la crisis financiera, y eso acabó secando el mercado interbancario, como ocurrió en otoño de 2008: los bancos también estaban en peligro. Las entidades financieras norteamericanas dejaron de prestar a los bancos europeos, temerosos por la cantidad de deuda pública de países potencialmente peligrosos. Y los mercados se contagiaron de esa incertidumbre.

"Cuando se convocó la cumbre sólo teníamos en mente ratificar el acuerdo de Grecia", señala una alta fuente comunitaria. Un acuerdo alcanzado el día 2 cerró un paquete de ayuda a Grecia por valor de 110.000 millones, con participación del FMI. Sin embargo, a partir del día 4, el clima se había enrarecido. Los costes de la

PASA A LA PÁGINA 6

España, en el ojo del huracán

TANO SANTOS

El plan anunciado el pasado fin de semana por los líderes europeos constituye un rescate en toda regla de todos aquellos bancos, aseguradoras, fondos de pensiones y otras instituciones financieras europeas cuyos balances estaban sufriendo sobremedida como consecuencia del incremento de los diferenciales de la deuda soberana

griega, española y portuguesa en sus carteras. Tanto los bancos franceses como los alemanes estaban particularmente expuestos a los diferenciales de la deuda griega y el colapso de este país amenazaba con abrir un agujero en el sistema financiero europeo que hubiera podido llevar a una situación similar a la de otoño de 2008; de hecho, se empezaron a observar problemas de liquidez en el interbancario que recordaban lo vivido en aquel periodo aciago.

Lo ocurrido en estas últimas dos semanas, por tanto, no puede ni minimizarse ni desligarse de todo lo aconteci-

do en esta crisis y subraya, por si cabía duda alguna, la gravedad de la misma y lo lejos que aún estamos de someterla. El plan se presenta como un rescate de las naciones con problemas fiscales, pero es mejor entenderlo como una transferencia del riesgo soberano de determinados países en las carteras de las mencionadas instituciones financieras al balance de un fondo de nueva creación, de más de 700 billones de euros, bien mediante préstamos directos, bien mediante garantías por parte de los miembros de la zona euro, pero también del BCE. Este fondo está respaldado por el contri-

buyente europeo, y en esto el plan conjunto de la UE y el FMI no constituye sino una continuación de la estrategia con la que las autoridades de todo el mundo han decidido atajar la presente

La pasividad del Gobierno ante la crisis ha pasado de ser una cuestión nacional a una europea

crisis: utilizar la capacidad de endeudamiento del Estado para absorber la deuda del sector privado, de difícil renegociación y que actúa como una pesada

PASA A LA PÁGINA 6

» Primer plano.



La vicepresidenta económica del Gobierno, Elena Salgado, en el Congreso de los Diputados. / BERNARDO PÉREZ

VIENE DE LA PÁGINA 5

financiación de la deuda de Portugal escalaron hasta niveles *griegos*. Y los de España se dispararon a consecuencia del falso rumor de que Madrid había pedido ayuda al FMI por una cuantía astronómica. Pero lo que terminó por hacer saltar las alarmas fue la caída de las Bolsas.

► **Cena indigesta.** Cuando el viernes por la noche los líderes del Eurogrupo llegan a Bruselas, en el ambiente flota algo parecido al pánico. Wall Street sufre un nuevo descalabro, un día después de haber caído hasta el 9% en algún momento. Trichet, Sarkozy y Zapatero coinciden en que la UE “está en una situación de riesgo” y que “lo que está en cuestión es la estabilidad del euro”. Antes de

la reunión, el presidente de la Comisión, José Manuel Barroso, llama a Merkel para alentar que Alemania actúe para salvar el euro. Paralelamente, Barroso insiste en sus recomendaciones a Zapatero y al primer ministro portugués José Sócrates para que adopten medidas drásticas.

La atmósfera de tensión de la cena del viernes aumenta a medida que se fragua la convicción de que lo que está en riesgo no es Grecia o el contagio a España y Portugal, sino la supervivencia del propio euro. Para empezar, el primer ministro luxemburgués, Jean Claude Juncker, se queja por la lentitud de la toma de decisiones en alusión a Merkel. Sarkozy, más dramático, exige una acción decidida y contundente si se quiere evitar el colapso y pide la creación de un mecanismo de es-

Los líderes del Eurogrupo veían la supervivencia del euro en peligro

Ni Trichet ni Merkel querían que el BCE empezase a comprar deuda

tabilización. Sarkozy tiene prisa: los bancos franceses son los más atrapados en Grecia, seguidos de los alemanes. Pero Merkel está todavía pendiente de las elecciones en Renania-Westfalia del domingo día 9, que igualmente perderá. Para el presidente francés la

situación es insostenible y ha llegado el momento de que el BCE se emplee a fondo adquiriendo deuda soberana de los países más afectados, según fuentes comunitarias. La iniciativa cuenta con el apoyo de del presidente italiano, Silvio Berlusconi, quien decide permanecer en Bruselas hasta que se alcance un acuerdo anulando todos sus compromisos: eso se interpreta como otro síntoma de gravedad. Zapatero y Sócrates respaldan también la medida. Pero ni Trichet ni Merkel quieren que el BCE dé ese paso: la canciller alemana reprocha a los políticos su responsabilidad en las desgracias del euro y esgrime la independencia del eurobanco. Tres días después, sin embargo, el BCE decide —para sorpresa de todos, irritación de Alemania y alivio de los merca-

dos— iniciar las compras masivas de deuda.

El panorama de incertidumbre en los mercados, la intensidad de las presiones de la mayoría de líderes políticos y sobre todo el SOS enviado desde el otro lado del Atlántico por el propio Obama acaban por convencer a Merkel. Pero aún quedan dos días para las elecciones regionales de Renania-Westfalia, un *land* con unos 20 millones de habitantes, nada menos. La reunión termina con un acuerdo político. Y punto. “La Comisión propondrá un mecanismo de estabilización para conservar la estabilidad financiera de Europa”. Palabras, una vez más, y no hechos, a pesar de la gravedad de la situación.

Merkel, para disgusto de Sarkozy, decide aplazar la creación del instrumento de intervención

VIENE DE LA PÁGINA 5

losa impidiendo la generación de nuevo crédito y con ello el repunte de la actividad económica. Esta transferencia ya ha comenzado con la compra de importantes cantidades de deuda soberana por parte del BCE y los bancos centrales de las naciones de la zona euro. La participación del BCE era pieza fundamental en esta estrategia, y a pesar de que insiste en su voluntad de esterilizar las compras para evitar cualquier efecto inflacionario de las mismas, la transferencia de riesgo ha de tener un efecto positivo sobre la estabilización del sistema financiero.

Nada cambia en lo que se refiere a Grecia con este plan. El problema griego es uno de solvencia, no de liquidez, y más deuda sin renegociar la ya existente no parece sino posponer la inevitable resolución del problema. El ajuste fiscal que se exige a Grecia es tal que la reestructuración o quiebra parecen inevita-

bles, como apuntan gran cantidad de expertos, pero sólo ha de esperarse una vez que haya la certeza de que tal eventualidad: a) tenga un efecto mínimo, esto es, no sistémico, sobre los balances de los bancos y demás instituciones financieras, y b) el riesgo de contagio sea menor.

Como ya he apuntado, está en marcha un proceso activo de transferencia del riesgo soberano griego de los balances privados al de la UE y el BCE, con lo que el primer problema se elimina. El segundo puede eliminarse también emitiendo garantías sobre la deuda del resto de los países en el punto de mira de los inversores, el nuestro en particular, y garantizando su vuelta a la estabilidad presupuestaria. De hecho, el tamaño del fondo es más o menos similar a las necesidades de financiación de España, Portugal e Irlanda durante los próximos tres años, que es, casualmente, el vencimiento del mecanismo de estabilización. Es por ello por lo que las mira-

das se centran primordialmente en nuestro país, de forma justa o injusta, pues tiene el tamaño de hacer de la presente crisis de deuda una de proporciones de pesadilla. Nuestro país se convierte así en el mayor beneficiario y a su vez en el mayor riesgo de este nuevo

Es importante no reducir nuestra política económica a una mera estabilización fiscal

intento de atajar esta peligrosa fase de la crisis.

No han de llamar la atención, por tanto, las presiones a las que se ha visto sometido nuestro presidente en estos últimos días. Su sorprendente pasividad ante la enormidad de la crisis ha pasado de ser una cuestión nacional a una euro-

pea, y es por ello por lo que ante la urgencia de la situación nos han sido impuestas las medidas anunciadas por el presidente el pasado miércoles. Sin embargo, es importante evitar reducir nuestra política económica a una puramente de estabilización fiscal. De hecho, nada ha cambiado en lo fundamental: las tantas veces solicitadas reformas (pensiones, mercado laboral...) que eran absolutamente necesarias hace dos semanas lo siguen siendo hoy. El plan de la eurozona permite acometerlas sin los sobresaltos de un mercado de deuda nervioso y sujeto a contagios. Es de capital importancia no dejar de pasar esta oportunidad que se nos brinda sin haber hecho mucho para merecerla. Puede que sea la última antes de una crisis aún mayor. ■

Tano Santos es director de la cátedra Franklin Pitcher Johnson, Jr. de Finanzas y Economía de la Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia e investigador de FEDEA.