

“Solución parcial que, de momento, satisface”. Es la opinión de los expertos que han participado en Los Desayunos de EL NUEVO LUNES, sobre los acuerdos alcanzados en la pasada Cumbre Europea. A su juicio, estamos en un círculo vicioso que no es fácil de romper y que ha supuesto nuevas exigencias de recapitalización a la ban-

ca “perjudiciales” en estas circunstancias. Apuntan que, como toda crisis que se precie, esta tendría que haber servido para sanear el sistema financiero “dejando quebrar aquellas entidades insolventes” para añadir que falta una hoja de ruta que nos lleve a resolver un tema trascendental: definir el Gobierno económico de Europa.

A la deriva y sin modelo a seguir, se pone en riesgo la recuperación y contra las cuerdas la viabilidad del euro

Europa, al límite



De izqda a dcha: Javier Kessler, socio de Kessler & Casadevall y presidente de Aseafi (Asociación Española de Empresas de Asesoramiento Financiero); José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup en España; Santiago Fernández de Lis, economista jefe de Sistemas Financieros y Regulación de BBVA Research; Nicolás López, director de Análisis de MG Valores; Manuel Balmaseda, economista jefe de Cemex, y Rosa del Río, directora de EL NUEVO LUNES.

■ Ana Sánchez Arjona

“Es más de lo mismo”, opina **Manuel Balmaseda**, economista jefe de Cemex, sobre las medidas adoptadas en la pasada Cumbre Europea, que, a su juicio, han servido para satisfacer a los mercados durante un período determinado. “Es una solución parcial que, de momento satisface, pero solo de momento. Lo más relevante es

que se han cerrado tres acuerdos. Uno: la quita del 50% de la deuda griega. Lo que no se sabe cuál es la contrapartida en forma de pérdida de soberanía fiscal que se le impone al que necesita ser intervenido. Segundo: la recapitalización de la banca. Es un error y una locura hacerlo en estos momentos. Tercero: el EFSF (Fondo Europeo de Rescate), lo que ya se esperaba”. Se ha quedado por el cami-

no la parte complicada, añade este experto

“El cambio institucional, empezando por un mecanismo de resolución bancaria. Pienso que el BCE tiene que ser prestamista en última instancia al mismo tiempo que se necesita una pérdida de soberanía fiscal para los que toquen fondo, quizá con impuestos paneuropeos”. Pronostica que, no obstante, “estamos en ese

camino y la Europa que conocemos ahora va a ser muy distinta de la que veremos dentro de cinco años”. Señala que “de una forma muy obtusa”, Alemania es la que está liderando el proceso “porque no hay nadie que lo haga” mientras el objetivo último es, a corto plazo, satisfacer a los mercados “unos mercados a los que, llegado el momento, deberíamos decirles que no”.

Nicolás López, director de análisis de MG Valores, dice que es fácil criticar estas medidas porque, efectivamente, son más de lo mismo. “Pero no hay otra alternativa. Estamos en un círculo vicioso que no es fácil de romper. Hacer instituciones europeas requiere llenarlas de contenido. En la situación actual es imposible que eso se produzca porque eso sería tanto como decir que, de repente, Alemania tiene que asumir la deuda y los agujeros fiscales del resto de Europa. Y, antes de llegar hasta ese extremo, el euro se rompe”. Por tanto, López pronostica que seguiremos en la misma situación. “Es verdad que, a medio plazo, creo que el objetivo no son los Estados Unidos de Europa, más bien podríamos hablar de confederación de países soberanos”.

Un paso en la buena dirección, califica los acuerdos **Santiago Fernández de Lis**, economista jefe de sistemas financieros y regulación de BBVA Research, para añadir que todavía queda mucho por hacer. “Falta una hoja de ruta, saber a dónde queremos llegar. Y, si al final hablamos de unión fiscal, esto requiere una reforma del Tratado muy complicada que, no obstante, hay que plantear”. En esta cumbre se ha puesto sobre la mesa, a su juicio, un asunto institucional muy profundo. “La disociación entre la UE 27 y la UE 16, con mecanismos diseñados para la UE que no sirven para la Eurozona que tiene que elaborar los suyos aunque carece de base legal para hacerlo”. En cuanto a la reforma regulatoria, señala que es necesario saber qué objetivo se persigue porque es bastante complicado desenvolverse en constantes cambios. “Lo curioso es que la recapitalización se ha decidido al mismo tiempo que se estaba discutiendo la directiva de regulación de capital europea en el Parlamento y en el Consejo. Me refiero a la letra pequeña de Basilea III”.

De particularmente grave ha calificado este experto el caso de Grecia. “Es necesario un cortafuegos lo que ha obligado a reforzar el EFSF. Ahora estamos introduciendo, poco a poco, todo aquello a lo que Alemania se negó antes. Por lo tanto hay que reconocer que a pesar de que este país marca los pasos, ha ido cediendo en la mayoría de los puntos a los que se había negado hace un año”.

José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup en España, se plantea en este contexto, ¿cómo se puede solucionar la crisis? “La primera opción es empezar a crecer, lo que es muy difícil”. La segunda: que el déficit público mundial se reduzca un 30%. La tercera opción: “que alguien ponga dinero. Por ejemplo, el BCE, una posibilidad que no figura en los acuerdos que se han alcanzado en la Cumbre. “Si queremos solucionar la crisis de deuda, es definitiva su participación, si queremos solucionar la crisis europea, no”. Campuzano se ha referido a uno de los acuerdos concretos como es el apalancamiento del EFSF, que ha definido como “una situación compleja”, para adentrarse en un tema muy importante: el Gobierno Económico de Europa. “Ahí entrará el Banco Central Europeo y eso no se ha tocado. Integración, control, penalización, etc. De todo eso no se ha hablado porque se ha aplazado. El año que viene hay elecciones en Francia, Alemania está en año pre-eleitoral. Es una gran cuestión que se ha quedado pendiente”. Considera, por tanto, que en el año 2012 habrá que dar un paso definitivo. “Será un año muy importante donde los mercados no van a dar tregua. Se tendrá que decidir, además, si se da un paso definitivo con respecto al Gobierno económico con todas sus consecuencias o, damos marcha atrás”.

Sin margen para políticas de demanda

■ **José Luis Martínez Campuzano** explica que lo prioritario va a ser el ajuste fiscal “aunque tomando iniciativas que te permitan mejorar las expectativas”. Al respecto, se preguntan los expertos que han participado en los Desayunos de El Nuevo Lunes, si habría margen para aplicar políticas de demanda. “Yo creo que nos enfrentamos todos los meses a dos o tres subastas del Tesoro”, dice el estratega jefe de Citigroup en España, “y ese es el margen que tenemos, pagar tipos a diez años por encima de un 5%, lo que no es muy saludable a medio y largo plazo”. Es imprescindible, por tanto, mejorar las expectativas, “esa es la política de demanda para que los inversores vuelvan a ver a

España como un país atractivo para invertir”. A su juicio es en las políticas de oferta donde hay margen para actuar eliminando rigideces y buscando sinergias. “Lo que necesita nuestro país es una sorpresa positiva”, añade el economista jefe de Cemex, **Manuel Balmaseda**, “y eso solo va a venir si, el nuevo Gobierno, adopta algunas reformas de calado, en el momento de asumir el poder, rápidas y que vayan mucho más allá de lo que se espera”. ¿Se va a hacer o no?, se cuestiona, para responder que es lo único que se puede esperar. “Hay que profundizar y hay que hacerlo rápido porque, de alguna forma, el mercado descuenta que con un cambio de Gobierno se tomarán medidas y no en

política de demanda, que siempre será interpretado mal, sino en política de oferta”. Y en este sentido, observa Balmaseda, todavía hay ayuntamientos, comunidades, que están en el proceso de asumir “de verdad”, la situación, es decir, que “los ingresos considerados como permanentes, relacionados con el sector inmobiliario, son transitorios, y que cuando vuelvan no va a ser con la misma intensidad. Hay que hacer un ajuste en el gasto estructural y eso es lo que está costando y va a costar”.

En este sentido y en referencia a la intención del PP de recuperar la desgravación por adquisición de vivienda, todos coinciden, en mayor o menor grado, en que es un error para señalar que

fue esa, precisamente, una de las causas de la burbuja inmobiliaria. Argumentan que la prioridad es incentivar el alquiler aunque, matiza el economista jefe de Cemex, “en estos momentos España no está para incentivar ni una cosa ni otra”. En la misma sintonía, José Luis Martínez Campuzano, precisa que “si hablamos de una medida coyuntural, hay alternativas, y si hablamos de una medida estructural, no está tan claro que sea necesario. Pero, no debemos olvidar, que el sector inmobiliario es un problema que va a durar mucho tiempo que tiene que ver con precios, con stock, y que necesita de alternativas para darle salida”. **Nicolás López**, director de análisis de MG

Valores, considera que hacer este tipo de políticas en países que no disponen de un banco central propio para endeudarse, es imposible. “En Europa, la prioridad número uno es que todos los países ajusten su déficit y, lo que sí podría suceder, es que si se encauza, podría haber más adelante, políticas de demanda europeas para ayudar a la reactivación”. López añade, en relación al sector inmobiliario que los precios tienen que bajar más “lo que supone un mecanismo doloroso que va dejando pérdidas por el camino. Habría que hacer un trasvase de las personas a los profesionales, a compañías del sector que realmente puedan ofrecer una buena alternativa en alquiler. En España, el 85% de los pisos son en propiedad, y esto ya no se sostiene”.



Javier Kessler:
“Estamos buscando la calidad en el crecimiento y esto significa no sustentarlo en expansiones fáciles”



Santiago F. de Lis:
“Se ha producido la disociación entre la UE 27 y la UE 16, con mecanismos diseñados para la UE que no sirven para los países de la Eurozona”

Opina **Javier Kessler**, socio de Kessler & Casadevall, y presidente de ASEAFI (Asociación Española de empresas de Asesoramiento Financiero) que el acuerdo ha salido adelante para tapar el problema. “El mecanismo estaría bien si hubiera crecimiento pero, si no lo hay, vamos a acudir a ese fondo constantemente. Se tendrá que mirar de nuevo a los mercados y emitir más deuda para nutrir ese Fondo”. Porque, el principal asunto es el Gobierno económico. “El día en que la UE se comprometa a establecerlo en un período determinado, se acabaron los problemas. A partir de entonces, Europa atraerá a inversores”.

Lo que no parece estar claro, coinciden en señalar estos expertos, es si el objetivo final es una Europa más integrada. “Hablamos de un proyecto político implantado de arriba abajo y no de algo que hayan decidido a los ciudadanos”.

Proteccionismo financiero

En cuanto al mayor proteccionismo, en este caso financiero, que se empieza a vivir en Europa Balmaseda explica que hay dos aspectos preocupantes. “Vemos como el proteccionismo que está llegando, no es industrial sino financiero. En Europa, cada país ha de ayudar a su banca lo que implica una intervención del Estado, y viceversa. Esto a largo plazo puede ser contraproducente”. Añade que las recesiones tienen un poder “limpiador pero, el problema, es que cuando eso ocurre en un sector industrial, las empre-



Nicolás López:
“Es sencillo criticar las medidas porque, efectivamente, son más de lo mismo. Pero no hay otra alternativa”



José Luis M. Campuzano:
“Por un lado tenemos falta de dinero porque a los Gobiernos les cuesta mucho colocar deuda pero al mismo tiempo percibimos que hay mucha liquidez”



Manuel Balmaseda:
“Europa necesita un cambio institucional, empezando por un mecanismo de resolución bancaria”

sas quiebran, aparecen nuevas y todo se purga. Cuando afecta al sector financiero, y después de lo de Lehman, eso no se permite. Habrá bancos que son muy solventes y otros que tendrán que desaparecer. Sin embargo, estamos poniendo todas las trabas posibles para que ocurra”. Campuzano matiza y considera que el ajuste se está dilatando en el tiempo. “Cuando hablamos de apalancamiento, estamos hablan-

do del balance de los bancos y de, hasta qué punto, el riesgo sistémico es realista. Además hay que preguntarse cómo se puede dejar caer a una entidad y limitar su impacto”. Santiago Fernández de Lis, apunta que una de las grandes preguntas es esta. ¿Cómo conseguir que los bancos insolventes quiebren sin llevarse por delante a la economía? “En el momento en el que hemos creado esa expectativa de rescate público de cualquier institución financiera se plantea esa gran cuestión y no sé si las últimas medidas van en la dirección correcta”. Este es, a su juicio, el principal reto. “El sector financiero es una parte fundamental”, explica en este sentido el economista jefe de Cemex, “por la generación de crédito, por la dinámica de endeudamiento. No está claro que en la próxima expansión económica vaya a tener el peso que ha tenido en la última”. “En Europa”, añade Campuzano, “el sector financiero el 70% del crédito. Es lo que hay y es fundamental. Además no estoy del todo seguro de si la tensión más reciente tiene como foco este sector o el sector público”. El sector público es el problema, para Balmaseda, del sector financiero. “El mecanismo de salida de lo público es que los bancos locales asuman una gran parte de la deuda. Lo que pone en evidencia el mal funcionamiento del sistema”. El problema en Europa es, en estos momentos, la deuda soberana, coinciden los analistas. “Intentar resolverlo a través de la recapitalización de los bancos es un error”, argumenta Fernández de Lis para quien este tipo de política es “dar a los mercados lo que piden en cada momento y yo me pregunto si esa es la política razonable”.

Javier Kessler, define la situación como un cuello de botella. “Nos están pidiendo que crezcamos de manera eficiente. Estamos buscando la calidad en el crecimiento y esto significa no sustentarlo en expansiones fáciles. Es fundamental, para Kessler, tener conciencia de ajuste. “Cuanto antes se haga, mejor. Si determinada banca no es eficiente, tendrá que desaparecer. Hablamos de los problemas políticos como es el de decidir quién mueve la pieza antes”. Kessler observa un aspecto positivo cuando señala que las reglas están escritas. “Salvo que demos marcha atrás, el camino está definido”.

Mucha liquidez

Estamos ante una tesitura compleja, dice el estratega jefe de Citi. “Por un lado tenemos falta de dinero porque a los Gobiernos les cuesta mucho colocar deuda pero al mismo tiempo percibimos que hay mucha liquidez. Los mercados son muy disciplinados e imponen la necesidad de ajustes y si eso no se produce y hay que aplicar nuevas medidas, al final no hay dinero. Para Kessler lo que falta es información. “La distancia que existe entre el objeto de inversión y el que puede invertir, es enorme”. Señala que el dinero tiene que fluir desde los lugares en los que sobra hacia aquellos donde es necesario. “Cuando los bancos asumen la tarea de transmitir información están inmersos en solucionar sus problemas y no asignan correctamente el dinero hacia, por ejemplo, una pyme, sino que lo destinan a un producto comercial de la propia banca”. A lo mejor, sostiene Campuzano, “es que no hay una demanda solvente. Volvemos sobre el problema de expectativas, de riesgos, incertidumbre, de ajuste y los mercados no son racionales”. Balmaseda señala, “aun a riesgo de ser demagógico”, que hablar de falta de demanda solvente, “es decir, que la banca era responsable de haber dado créditos hipotecarios a personas que no eran solventes. Lo cierto es que hay una restricción de crédito porque las entidades tie-

nen que ajustar sus balances”. Y es que, Fernández de Lis añade que la disciplina de mercado que funciona ahora “en los malos tiempos”, no lo hizo igual en tiempos de bonanza. “Si hubiera funcionado, seguramente Grecia no estaría en la situación insostenible en la que hoy está. El problema es que los mercados son asimétricos y ahora mismo asumen riesgo cero. Eso es lo que explica que haya un exceso de liquidez brutal en algunos segmentos y en otros, falte dinero. Lo que tenemos que intentar, por tanto, es ir hacia un sistema financiero que no sea tan pro cíclico”. Martínez Campuzano argumenta que los mercados no están asignando como debieran las probabilidades, “no están funcionando bien”. Manuel Balmaseda considera extrema esta afirmación. “Hay problemas de mercado que nadie discute pero de ahí a decir que no funcionan, es un salto amplio. Lo que pasa es que, si hay un proyecto que no tiene futuro, no tiene plan de negocio, no es viable, por mucho que se le inyecte liquidez, no sale adelante”.

Lejos del ‘crack’ del 29 y más cerca de la ‘japonización’

■ “Cuando se observa la caída del PIB actual en Estados Unidos y la que se produjo en el 29, vemos como la comparación no tiene color”, comenta **Balmaseda**. “En estos momentos el país ha vuelto al punto pre crisis mientras que lo ocurrido en la tercera década del siglo XX fue muchísimo más profundo y duradero”. Añade que ahora se da una circunstancia particular, que los países emergentes pesan mientras, en aquellos momentos, no formaban parte del entramado global. “La actual crisis, por desgracia, puede parecerse más a la que ha padecido Japón, que a la Gran Depresión, lo que no es nada positivo, porque los japoneses llevan muchos años sin poder crecer”. Y es que, recesiones aderezadas con una crisis financiera “siempre han sido duras de digerir y difíciles”.

“Ahora tenemos muchos más mecanismos de protección social de los que teníamos entonces”, opina **Fernández de Lis**. “El impacto del desempleo es mucho menor, hay más redes de protección, la reacción de las políticas económicas ha sido distinta de la de entonces, lo que está generando, sin embargo, problemas diferentes como el del riesgo soberano en Europa que es, en parte, resultado de todo esto”. Considera este experto que hay también más coordinación general de la

que hubo entonces. “Se recurrió más al proteccionismo, al sálvese quien pueda. Ahora tenemos un mayor clima de colaboración internacional donde se discuten los asuntos de una crisis que proviene de un exceso de endeudamiento, que requiere un importante desapalancamiento que va a suponer un proceso largo y doloroso”. Sobre todo en los países que tengan, en este sentido, un problema mayor. “Me temo que España es uno de ellos y creo que la digestión va a ser lenta”.

De acuerdo con todos los puntos de vista se muestra **Martínez Campuzano** para quien esta crisis, “que no tiene nada que ver con la del 29”, se estudiará durante muchísimo tiempo. “Tengo la impresión de que buena parte de la culpa la tiene la globalización. Nos hemos encontrado con la integración en el mundo capitalista de muchos países y eso nos ha venido bien para mantener ritmos de crecimiento elevados pero también se ha producido un cierto divorcio entre la economía real y financiera”. Campuzano habla de peculiaridades como ese apalancamiento que se deriva de una sobre-dimensión de los mercados que va a necesitar tiempo en ser absorbida y, también, de una parte positiva. “Las economías emergentes siguen creciendo y ya representan más del 60% del PIB mundial,

solo China el 30%. Lo que hace falta es que estos países colaboren en solventar la situación desde el punto de vista también financiero”. Pone un ejemplo. “China acumula tres trillones de dólares en reservas, que es casi el doble de lo que se estima que va a costar la crisis financiera, y que están invertidas en los mercados. Es precisamente es dinero el que tiene que volver a la economía”. Estamos escribiendo un libro que todavía tenemos a la mitad “sobre una situación que no se parece a la Gran Depresión, no sé si a lo ocurrido en Japón, pero que es muy especial y va a requerir mucho esfuerzo y mucho tiempo”. Para **Nicolás López**, no hay dos crisis iguales. “En los años 30 no había los niveles de endeudamiento que hay ahora. Se trataba de una economía mucho más industrial, más cíclica, más dada a los ajustes violentos”. Incide en que es el tema del endeudamiento lo que más asusta. “Una parte de su aumento es normal, inherente al desarrollo de una economía. Y en este punto me pregunto hasta dónde puede bajar, cuál es el ratio razonable. La verdad es que es difícil cuantificarlo pero lo que es cierto es que la economía sigue funcionando y se van haciendo las cosas. No soy tan negativo como para pensar que estamos ante una situación similar a la del 29”.

países periféricos porque no tienen cómo responder ante cualquier problema de liquidez. Esto es lo que se está intentando solventar con todas estas medidas, en espera de la solución final que no es otra que, cada uno, sea capaz de sostener su propia deuda y recuperar la confianza de los mercados”. La situación en la que estamos acumula muchos problemas para los expertos. Y uno de ellos, apunta el economista jefe de sistemas financieros y regulación del BBVA Research, es que los reguladores exigen más capital a la banca. “Al propio sistema financiero le interesa recapitalizarse y además el regulador le aprieta las tuercas. Cuando se alcanzó el acuerdo de Basilea III, se estableció un calendario muy dilatado, precisamente para evitar pedir más capital en un momento de crisis que pudiera agudizar la contracción del crédito. Estamos ante una vuelta de tuerca que va en contra de lo que estaba anunciado, que va más allá de Basilea III y que se hace porque lo piden los mercados. Sin embargo añade, que si esto sirve “para hacer fluir los segmentos atascados, bienvenido sea”.

El euro, es uno de los fallos de fondo, comenta Nicolás López. “El inversor no quiere arriesgar en los