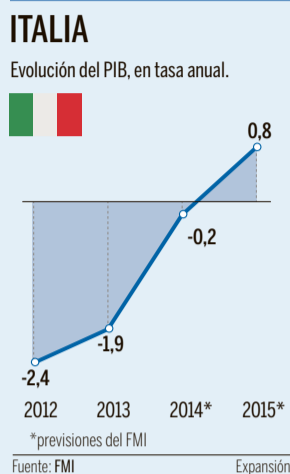


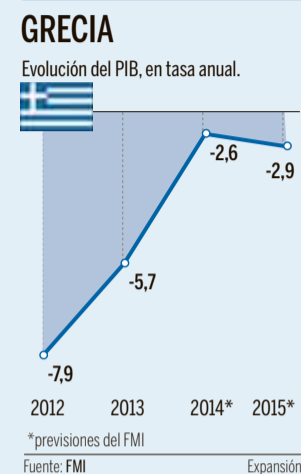
## ITALIA A la espera de reformas profundas

Italia no crece desde el segundo trimestre de 2011. El déficit alcanzó el 3,8% en la primera mitad de este año y la deuda pública supera el 130% del PIB. El Gobierno ha iniciado reformas estructurales como la laboral, inspirada en la española, para facilitar los despidos y las contrataciones, pero el primer ministro, Matteo Renzi, está haciendo pinza con Francia para que la UE apruebe nuevas medidas de estímulo, algo a lo que Alemania se niega. Renzi ya lleva ocho meses en el cargo pero, aparte de esta reforma, debe acometer otros muchos cambios estructurales.



## GRECIA El desgaste de cinco años de rescate

La UE acaba de anunciar que "continuará asistiendo" a Grecia para que pueda seguir financiándose en "condiciones razonables" tras el fin del rescate de 240.000 millones concedido por el Eurogrupo y el FMI, que concluye a finales de este año. Pero el país tardará mucho en recuperarse de las cicatrices producidas tras cinco años de duros recortes. Su desempleo sigue en niveles dramáticos, por encima del 26% de la población activa. Además, los mercados han reaccionado con pánico tras el anuncio de la coalición izquierdista Syriza de revisar el programa de rescate.



# eurozona

en la eurozona y un 0,4% en el conjunto de la economía negativas. El crecimiento no llega y Alemania no tira del carro.

**Renzi: "Europa debe fomentar el crecimiento y no sólo centrarse en la austeridad"**

**El euro descendió con fuerza, hasta cambiarse por 1,207 dólares, pero luego subió hasta 1,281**

ducción de la demanda global. El crudo del Mar del Norte cotizaba ayer a 82,9 dólares, un 1% menos que anteayer.

Deflación, demanda energética, escaso vigor económico... Pues no quedó ahí la cosa ayer. Hubo más. Y no bueno, precisamente. Los malos datos y el pesimismo se solaparon en medio de un clima de desconfianza. Las bolsas europeas cayeron de forma generalizada, aunque menos que en jornadas anteriores: el FTSE-100 de Londres perdió un 0,2%, el CAC 40 de París bajó un 0,5%, el FTSE MIB de Milán retrocedió un 1,2%, el Ibex se dejó un 1,7% y el PSI-20 de Lisboa cayó un 3,2% (ver pág. 25).

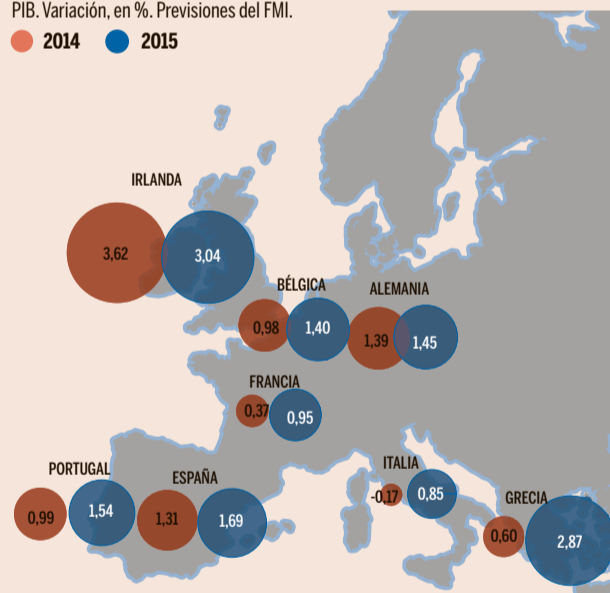
El euro descendió con fuerza, hasta cambiarse por 1,207 dólares, pero luego volvió a subir hasta 1,281.

¿Qué está pasando? Pues que el escenario de deflación no sólo vende la recesión como momentum técnico. Lo que está quedando al descubierto son las debilidades de la Unión Europea, en particu-

## RADIOGRAFÍA DE LA ACTIVIDAD EN EUROPA

PIB. Variación, en %. Previsiones del FMI.

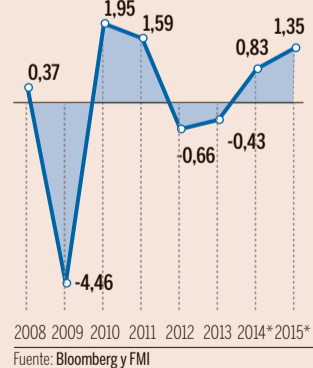
● 2014 ● 2015



### > PIB

Variación anual, en porcentaje.

\* Previsión del FMI



### > Cotización euro/dólar

Cambio de un euro en dólares.



lar las de la eurozona, presa de cierta inacción *made in* Alemania. Lo resumió el primer ministro de Italia, Matteo Renzi: "Estamos en un momento delicado. Europa debe ser capaz de dar una respues-

ta económica para fomentar el crecimiento y no sólo centrarse en la austeridad..." o la recesión caerá, de nuevo, por su propio peso.

Editorial / Página 2

## Miedo a la recesión en Europa



OPINIÓN

Federico Steinberg

Una vez más, los mercados han dado un susto cuando nadie lo esperaba. Las bolsas europeas y estadounidenses han caído, las primas de riesgo de la periferia europea han vuelto a aumentar y los bonos de Alemania y Estados Unidos han actuado una vez más como activos refugio.

Distintos analistas llevan tiempo advirtiendo de que las bolsas en todo el mundo están sobrevaloradas, el Fondo Monetario Internacional ha pintado un panorama de desaceleración en la economía mundial en su último informe de perspectivas económicas y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio

y Rusia, unidas a los temores por el impacto de la epidemia de ébola, no ayudan a la tranquilidad. Sin embargo, no es fácil explicar qué ha desatado el pánico vendedor, más allá de que los mercados financieros funcionan por contagio y que la rebaja en las perspectivas de crecimiento en Alemania -del 2% al 1,3% para 2015-, unida a la caída de la inflación en la zona euro hasta el 0,3%, el dato más bajo en cinco años, han actuado como detonante del pánico ante el miedo a una nueva recesión en la zona euro.

Toma fuerza el miedo a la tesis avanzada por Larry Summers sobre el estancamiento secular, no interpretada de forma estricta, como una situación en la que el tipo de interés de equilibrio en la economía habría bajado tanto que las políticas monetarias ultraexpansivas no serían suficientes para estimular la demanda, sino más bien como un temor generalizado a la incapacidad de la zona euro para generar crecimiento. Y la causa no estaría tanto en la capacidad técnica del Banco Central Europeo para evitar la recesión, depreciar el euro y reactivar el crédito, sino en las dificultades políticas de avanzar en esta dirección dadas las dudas de Alemania sobre

la conveniencia de una mayor expansión monetaria vía *Quantitative Easing* o un programa de inversiones a nivel europeo y las resistencias en Francia e Italia a las reformas estructurales

### Un duro trauma

Una tercera recesión en la zona euro sería un duro trauma para la economía mundial. Implicaría una caída aún mayor en la demanda efectiva mundial, debilitaría los balances de los bancos europeos (justamente en medio del proceso de unión bancaria y cuando todavía no existe un *fiscal backstop* suficiente a nivel europeo) y agudizaría la caída de precios. En un contexto en el que ya hay varios países de la zona euro en deflación y en el que los niveles de deuda pública y privados son muy elevados, la bajada de los precios dificultaría el desapalan-

amiento, aumentaría el riesgo de reestructuraciones de deuda y complicaría el necesario reequilibrio macroeconómico entre el centro y la periferia europea, lo que aumentaría las dudas sobre el buen funcionamiento de la eurozona.

Pero los peores augurios pueden evitarse. Aunque la actual coyuntura pone de manifiesto la vulnerabilidad de la economía mundial ante cualquier *shock* adverso, lo esencial ahora es

que Alemania sea capaz de comunicar a los mercados que no se opone a una expansión monetaria y fiscal en la zona euro, así como que prefiere un euro más débil.

No será fácil que lo haga. Como ha demostrado a lo largo de la crisis del euro, está dispuesto a atravesar una recesión con tal de mostrar a los demás que el camino de la rectitud fiscal y la estabilidad monetaria es el adecuado. El problema es que, esta vez, con su intransigencia, puede llevarse por delante las perspectivas de recuperación en el sur de Europa y precipitar una muy peligrosa desaceleración económica mundial.

Investigador del Instituto Elcano y Profesor de la Universidad Autónoma de Madrid