

# Dossier de prensa

12/10/2023 – 19/10/2023

# NOTICIAS

---

## Viernes, 13 de octubre de 2023

### **Santiago Carbó**

Opinión sobre posibles consecuencias del conflicto de Israel. "La hora de la 1" de RTVE, a partir del minuto 1:08:20, entrevista ([enlace](#)).

Opinión sobre las tensiones en la deuda soberana y posibles consecuencias del conflicto de Israel. Herrera en COPE (13/10/2023) - 09h, a partir del minuto 20:15, entrevista ([enlace](#)).

## Sábado, 14 de octubre de 2023

### **Santiago Carbó**

Ojo a la deuda soberana de nuevo. *Diario de Sevilla, Panorama, Economía.*

## Jueves, 19 de octubre de 2023

### **Santiago Carbó**

El impacto de la guerra en Israel y Palestina sobre la economía. *Negocios TV, entrevista ([enlace](#)).*

El futuro de Argentina ante unas elecciones inciertas. *Cinco Días.*

## PANORAMA | Economía

## ANÁLISIS

● Entre los factores que han influido en la tensión sobre los bonos están los anuncios de los bancos centrales de que los tipos se mantendrán altos durante bastante tiempo e incluso subirán más

# Ojo a la deuda soberana de nuevo

**SANTIAGO CARBÓ VALVERDE**

Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia y director de Estudios Financieros de Fincas



SEPTIEMBRE no ha sido un mes bueno para los bonos soberanos globalmente. En octubre sigue el ruido y las dudas en los mercados. Se ha producido una venta masiva de deuda de los gobiernos lo que ha llevado a un aumento de las rentabilidades, o sea, del tipo de interés que debe pagar en las nuevas emisiones de esos títulos. La desconfianza ha aumentado sobre un instrumento de inversión, típicamente seguro, y que en algunos casos se considera incluso "activo sin riesgo". Nos ha recordado, aunque la gravedad es menor comparativamente, a la terrible crisis de la deuda soberana de 2010-2012 en la zona euro, con sucesivos episodios en Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia. También a los graves problemas de los bonos británicos en octubre de 2022, tras los "peregrinos" anuncios en materia fiscal del Gobierno de Liz Truss, que tuvo que rectificar de inmediato y finalmente dimitir.

No está el horno para bollos. Cuando los mercados se tensionan, hay que extremar las cauteles, sobre todo en el ámbito fiscal. En esos momentos complicados se desata el escrutinio reforzado de los denominados *bond vigilantes*. Este término anglosajón pero reconocible en todo el mundo hace referencia a los operadores de renta fija que venden bonos –o amenazan con hacerlo–, cuando desconfían de las estrategias de los emisores de deuda –fundamentalmente, gobiernos–, con el objeto de que rectifiquen y aban-

donen sus planes. Le ocurrió al Gobierno de Truss hace 12 meses, cuando tuvo que desandar su anunciada senda fiscal, muy poco realista, tras encontrarse con una venta masiva de bonos británicos, cuyos efectos no pudo parar ni el Banco de Inglaterra. En la crisis de la deuda soberana de la zona euro, su duración fue mayor por los insuficientes pasos que se daban para resolverla. Solamente en verano de 2012 se produjo el repliegue de los *bond vigilantes* una vez Mario Draghi pronunció sus mágicas palabras "haré todo lo que sea necesario" ("whatever it takes"). Únicamente planes creíbles calman a los mercados.

¿Qué ha pasado en septiembre que ha desatado la tensión? Siempre son múltiples factores, pero ha pesado y mucho el anuncio de los bancos centrales de que los tipos de interés iban a continuar elevados durante mucho tiempo y podría haber nuevas subidas en los próximos meses. La percepción de bajadas de tipos de interés en los próximos meses y desde luego en 2024, se ha volatilizado. Un marco de fuertes subidas de tipos encarece las emisiones de deuda, sobre todo en aquellos países cuya situación fiscal o política genera más dudas. De hecho, sorprende el gradualismo con el que se están produciendo los efectos negativos del rápido incremento de los costes financieros. En primavera vimos las consecuencias –casi un año después del encarecimiento de tipos– sobre algunos bancos medianos estadounidenses y la entidad suiza Credit Suisse. La morosidad de los préstamos, otro aspecto a vigilar en un marco de tipos elevados, aún no se ha sentido. Veremos lo que pasa en los próximos trimestres. Parece que la resiliencia del mercado de trabajo está ayudando a mantener a raya el crédito problemático. Choca lo mucho que han tardado



en actuar los *bond vigilantes*, casi un año y medio después del cambio en la estrategia monetaria. Quizás se creyeron excesivamente sus expectativas de que los tipos iban a comenzar a bajar pronto. Hasta que percibieron que la realidad iba a ser distinta.

Esta combinación de acontecimientos hace saltar chispas. El encarecimiento de los bonos soberanos ha sido global, no ha habido donde refugiarse. Todas las

**España también ha visto encarecer su deuda, pero la prima de riesgo resiste bien por ahora**

deudas han sufrido. Aunque el bono alemán ha visto aumentar su rentabilidad, lo ha hecho en mucha menor medida que en Estados Unidos o Italia, los dos mercados que han atraído más preocupación. El primero de ellos trae nuevamente incertidumbre sobre el techo del gasto, sobre si habrá que cerrar o no la Administración

Pública, con una traca final en la destitución del Presidente de la Cámara de Representantes (Speaker) Kevin McCarthy. Esta nebulosa sobre el inmediato futuro político y fiscal ha sido el terreno perfecto para que se produzca una venta masiva de bonos. No ayudaron las palabras de "halcón" del presidente de la Reserva Federal estadounidense en septiembre. Ni la menor tenencia de deuda americana por parte de China, que tiene sus propios problemas. Conforme se despejen las dudas políticas en Estados Unidos, puede volver la calma a sus bonos, ya que el desempeño de su economía sigue siendo mejor que en otros bloques. Eso sí, con creciente incertidumbre por las implicaciones de los recientes ataques terroristas sobre Israel.

El caso de Italia es distinto. Con un déficit público esperado (sobre PIB) del 5,3 por cien para este año y de 4,7 por cien en 2024, y una deuda pública en torno al 144 por cien sobre el PIB su situación es muy complicada. Preocupa la atonía de su crecimiento económico, que no llegará ni al 1 por cien este año. A finales de septiembre la

primera ministra italiana, Giorgia Meloni, anunció un presupuesto claramente expansivo lo que llevó la prima de riesgo de la deuda italiana con respecto al bono alemán al entorno de los 200 puntos básicos. Los inversores entendieron que un anuncio así no contaba con el beneplácito de las autoridades europeas y exigieron rentabilidades mucho mayores. No está claro que el gobierno de Meloni vaya a renunciar a esa estrategia, pero dependerá mucho de la presión de los mercados.

España ha visto encarecer su deuda también, pero por ahora la prima de riesgo resiste bien y se mantiene desacoplada de Italia. Una buena noticia, sin duda. Sin embargo, habrá que seguir prestando atención a la estrategia fiscal para que no entre nunca en el terreno de las serias dudas. Esa política fiscal continúa siendo expansiva y parece estar diluyendo los efectos de la política monetaria restrictiva, y es una de las razones por las que la inflación puede seguir por encima del objetivo hasta 2025, y con ello, forzar a mantener los tipos de interés altos más tiempo.

# El futuro de Argentina ante unas elecciones inciertas

**Por Santiago Carbó.** Con una estrategia adecuada, la enorme potencialidad del país y el gran margen para hacer reformas podría hacer rebotar la economía

Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia y director de estudios financieros de Funcas

**E**ste domingo Argentina celebra elecciones generales. Trascendentales por su difícil y persistente situación. Si ninguno de los candidatos logra el 45% de los votos, algo bastante probable según las encuestas, habrá segunda vuelta el domingo, 19 de noviembre. Centrando el tiro en la economía, décadas de políticas poco exitosas –por no poner otro calificativo– explican dónde se ha llegado, con una inflación del 138% y gran volatilidad del cambio del peso con el dólar (que superó los 1.000 pesos hace poco, cuando en agosto estaba por debajo de 800). No son los únicos problemas, pero sí buen ejemplo de los enormes desafíos económicos.

Desde mi viaje estival al país he podido dialogar con algunos colegas argentinos. Con mayor detalle con el economista y novelista Eduardo Levy Yeyati, que también ha ocupado puestos relevantes en la gestión pública (por ejemplo, en el Banco Central de la República Argentina). También me he nutrido de declaraciones públicas de otros economistas. En estas líneas desgano problemas y posibles soluciones, algunas propuestas en campaña electoral. El país del gran Jorge Luis Borges lleva decenios en un círculo vicioso. Para salir de esa pesadilla y pasar a virtuoso hay mucho que reformar y cambiar. Es clave tomar decisiones valientes para alcanzar la estabilidad macroeconómica y aumentar la formalización de la economía.

Realizando un ejercicio de simplificación, los problemas-síntomas principales se pueden resumir en tres. El primero, un déficit crónico que impide que los Gobiernos logren superávits primarios, lo que para la deuda implica impagos recurrentes y autarquía financiera. En segundo lugar, el denominado abuso de la moneda, por la insistencia en políticas expansivas e inflacionarias en años buenos. También por el recurso al impuesto inflacionario para financiar el déficit en años malos, que son la mayoría. El resultado es una presión cambiaria constante que lleva a controles de capitales y a dificultar las exportaciones, que agrava la escasez de divisas. Así surge la tradicional falta de apego de los argentinos a su moneda (el peso), que necesita estabilidad para poner precio a las cosas. El tercero es la creciente dualidad de la economía. Solo un 30% de los ocupados tiene empleo formal y permanente y un 37% de informalidad, que sube.

Para hacer frente al primero de los problemas habría que redoblar los esfuerzos para lograr un equilibrio fiscal primario. Para ello habría que racionalizar determinados subsidios (como energía o transporte), que alcanzan fundamentalmente a la clase media y alta, reducir exenciones y subvenciones a sectores protegidos, actuar contra las



Javier Milei, candidato por La Libertad Avanza en las elecciones presidenciales de Argentina. GETTY IMAGES

inadecuadas praxis de muchas empresas públicas y reducir las redundancias en el sector público. Estas medidas no deberían afectar la provisión de educación o sanidad, ni implicar necesariamente despidos, para evitar mayores males sociales en una sociedad agotada.

Para el segundo desafío, de naturaleza monetaria, es urgente dotar de completa independencia al banco central, que evite el mal uso del tipo de cambio como respuesta a todo. Para el tercero, en el ámbito laboral, hay que promover una eficaz formación continua con nuevas modalidades de contratación, facilitando

la creación de empleo y la jerarquización del trabajo independiente, hoy mayormente precario.

La dolarización ha estado nuevamente sobre la mesa en la campaña electoral. Parece que los que la proponen han olvidado las terribles consecuencias económicas y sociales de lo acontecido en 2001, que llevó al corralito. La mayoría de los economistas considera que sería un grave error. Entre ellos, lo ha declarado públicamente el que fuera presidente del banco central Martín Redrado (al diario *El País*, el pasado 4 de agosto). Es inviable con reservas netas negativas y sin financiación externa. Asimismo, generaría una brutal fragilidad para el sistema bancario argentino, sin un fondo de dólares líquidos que sirva de colchón. Incluso si ganaran los que proponen la dolarización, es muy probable que esa opción se desechase al poco tiempo por impracticable, lo cual podría generar mucha frustración entre los argentinos. Más aún si no hay un improbable plan B que sea eficaz y si no es capaz de compartir el proyecto de país con otras fuerzas políticas.

La modernización de la economía argentina precisa reformas transversales. En el mercado de trabajo, parece necesaria la introducción de puertas de entrada al empleo menos rígidas. También mejorar notablemente la productividad, especialmente la de los millones trabaja-

dores subempleados. En el ámbito productivo, se deberían priorizar políticas horizontales que generen estabilidad económica. Claves son la reparaición del crédito, la simplificación de la maraña impositiva, la mejora de la conectividad física y digital, la eliminación de controles a las importaciones y de impuestos a las exportaciones y el reforzamiento de la competencia y de instituciones que la vigilen. Estas reformas deberían llegar antes de las políticas verticales específicas, por ejemplo, en renovables o procesos en línea con la agenda climática.

En el ámbito internacional, Argentina tiene que buscar su hueco en un mundo que debate el futuro de la globalización. Debe dejar de perder oportunidades, retener talento –un gran volumen de expatriados, con sus ahorros y recursos– y de capacidades emprendedoras. Mercosur puede jugar un papel constructivo si se refuerza la integración, pero las dudas de Brasil no ayudarán a corto plazo. Es una baza por la que apostar una vez se hayan superado las grandes dificultades del presente.

La agenda de política económica es enormemente desafiante para Argentina. Muchísimo en juego en estas elecciones. Con una estrategia que acierte, las enormes potencialidades del país y el gran margen para hacer reformas podría propiciar un rebote de su economía, desconocido desde hace décadas.



**Hay que hacer reformas transversales. En el mercado de trabajo, parece necesario introducir puertas de entrada al empleo menos rígidas**