

## EL FUTURO DE LA EUROZONA

## La fuga de capitales de Italia



Hans-Werner Sinn

En agosto, la crisis de balanza de pagos europea atravesó la periferia de la eurozona y comenzó a golpear a Italia. Los diferenciales de interés para bonos del Gobierno italiano comenzaron a elevarse, la Administración del primer ministro Silvio Berlusconi se alarmó lo suficiente como para poner en práctica un programa de austeridad, y el Banco Central Europeo contribuyó con liquidez adicional. El BCE ordenó a los bancos centrales de todos los países de la eurozona comprar enormes cantidades de bonos del Gobierno italiano durante la crisis. Si bien los bancos centrales nacionales no han revelado el volumen que adquirieron, el volumen agregado de todos los bonos del Gobierno adquiridos pasó de 74.000 millones de euros el 4 de agosto a 165.000 millones este mes. Es probable que la mayor parte de este aumento se haya destinado a comprar bonos del Gobierno italiano.

El Bundesbank alemán, que se vio obligado a comprar la mayor parte de los bonos, se opuso tenazmente al programa pero no pudo detenerlo. En respuesta, el economista jefe del BCE, Jürgen Stark, presentó su renuncia. Siguió al presidente del Bundesbank, Axel Weber, quien había renunciado en febrero debido a la recompra de bonos realizada con anterioridad. Mientras tanto, el nuevo presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, se opone abiertamente al programa, mientras que el presidente alemán, Christian Wulff, ha acusado en público al BCE de eludir el Tratado de Maastricht.

## La punta del iceberg

Sin embargo, la compra de bonos es sólo la punta del iceberg. Igualmente importante, pero desconocido en gran medida, es el hecho de que la Banca d'Italia ha recurrido a la impresión de dinero para cubrir el gigantesco déficit de la balanza de pagos italiana. Si se miden con el así llamado déficit del sistema Target (sigla para el sistema automatizado transeuropeo para la transferencia urgente con liquidación bruta en tiempo real), la impresión y el préstamo de dinero extra significan en la práctica recurrir a un crédito del Banco Central Europeo. Este crédito sustituye a las importaciones de capital privado que hasta entonces habían financiado las compras netas del país de mercancías extranjeras, que disminuyeron notablemente debido a la crisis, y financia una fuga de capitales, es decir, la compra de activos en el extranjero. A su vez, el BCE obtiene el crédito Target de los respectivos bancos centrales nacionales a los que va el dinero y que, por tanto, se ven obligados a aceptar una reducción de su margen de maniobra para la emisión de créditos de refinanciación.

Hasta julio, sólo Grecia, Irlanda, Portugal y España habían recurrido a un crédito Target, por un total de 330.000 millones de euros. Italia se había mantenido estable y parecía necesitar la impresión de dinero para dar solución a sus problemas financieros. Ya no es así. Sólo en agosto, el banco central italiano sacó 40.000 millones en crédito Target, y probablemente alrededor de otros 50.000 millones en septiembre, cuando los préstamos Target del Bundesbank al sistema del BCE aumentaron en 59.000 millones (tras un aumento de 47.000 millones en agosto). Es el préstamo Target más alto jamás extraído del Bundesbank en un solo mes, y con toda probabilidad se dirigió principalmente a Italia. Se trata de una explosión a cámara lenta. El volumen general de créditos Target recibidos del Bundesbank por el sistema del BCE era casi nulo hasta



El primer ministro italiano, Silvio Berlusconi, durante la cumbre ayer.

mediados de 2007. A finales de septiembre había llegado a 450.000 millones, además de las compras de bonos del Gobierno que el Bundesbank se ha visto obligado a realizar. Puesto que el déficit mensual de cuenta corriente de Italia se aproxima a sólo entre 3.000 y 4.000 millones, el crédito Target debe de haber compensado principalmente la fuga de capitales. Los inversores italianos vendieron sus activos al sistema bancario, que pagó con dinero recién impreso. Los inversores invirtieron luego los ingresos en Alemania, comprando acciones, bonos y otros activos. En esencia, Alemania e Italia intercambiaron reclamaciones para el sistema Target utilizando como respaldo activos transables en el mercado.

En su conjunto, la obtención de créditos Target por parte de Grecia, Irlanda, Portugal y España obligó al Bundesbank a reducir los préstamos de refinanciación que emitía en alrededor de 30.000 millones al año desde 2008 hasta finales de 2010, cuando se situaban en apenas 90.000 millones. A ese ritmo, se pronosticaba que el nivel podría llegar a cero en los tres años siguientes.

Sin embargo, el crédito Target italiano ha superado esa estimación. En septiembre de 2011, el volumen de préstamos de refinanciación del Bundesbank, si se restan sus facilidades de depósito ante los bancos alemanes, alcanzó una cifra negativa por primera vez en su historia. En consecuencia, el mecanismo del BCE de refinanciación del crédito a través del sistema Target ya alcanzó el límite, tres años antes de lo que la tendencia de los últimos tres años habría sugerido.

No es el fin del mundo, ni siquiera para el BCE. Sin embargo, el Bundesbank ha entrado en un nuevo régimen en el tendrá que recurrir a un alto nivel de endeudamiento ante la banca privada para absorber la fuga de capitales de los países en crisis. A su vez, ellos seguirán compensándola mediante el recurso a la impresión de dinero.

Con esto, la eurozona ha entrado en terreno peligroso. Las facilidades de depósito cuentan como dinero del banco central y tienen un potencial inflacionario, dado que los bancos alemanes podrían retirar esos fondos en cualquier momento. Si lo hacen, en Europa podría explotar algo más que los balances Target.

Profesor de Economía y Finanzas Públicas de la Universidad de Munich y presidente del Instituto Ifo.

© Project Syndicate

## Nadie ataca al euro



Eduardo Martínez Abascal

Desde hace meses y casi cada día, los medios de comunicación nos reiteran la supuesta crisis del euro: "ataques al euro", "la crisis de euro", "día crítico para el euro". Incluso los líderes europeos se hacen eco de esa supuesta crisis. Merkel: "Defenderemos el euro" y otros muchos que se manifiestan en el mismo sentido. El ciudadano saca la conclusión, abrumadora, de que el euro está siendo atacado por fuerzas poderosas (los mercados, los inversores internacionales) y que de hecho está a punto de morir. Pues bien, esto no es cierto en absoluto.

El euro no está en crisis y nadie lo ataca. La cotización del euro se ha mantenido estable, en torno a 1,4 dólares por euro desde hace más de dos años. Si los inversores desconfiaran de él venderían euros para comprar otra moneda más segura y en ese caso el euro bajaría. Pero no ha sido así.

Donde sí hay crisis es en la deuda pública emitida por gobiernos europeos en euros. También hay cierta crisis o ralentización de la economía de la zona euro. Lo normal en esta situación es que los inversores vendieran bonos europeos y compraran bonos de otros países denominados en otras divisas. Con ello bajaría la cotización del euro. Pero no ha sido así. De hecho el euro está muy fuerte, pues a pesar de las mil y una noticias negativas sobre Europa, el euro no baja. Si el euro aguanta esta tormenta, que no charrón, quiere decir que está más que fuerte.

Conviene distinguir bien los problemas. Donde no hay distinción hay confusión y en esta crisis hay mucha confusión. En Europa tenemos un problema de deuda pública: los gobiernos gastan mucho y los inversores ya no quieren prestarles. Tenemos un problema bancario sólo en algunas entidades y países (no generalizado). Tenemos un problema de ralentización de la economía en algunos países y de pura crisis económica en otros. Tenemos un problema de confianza más agudo en unos países que en otros. Pero no tenemos un problema de debilidad del euro.

De hecho el problema del euro es que está demasiado fuerte, el euro es demasiado caro. Y esto hace que sea muy difícil exportar a países fuera de Europa. A los no europeos les resulta mucho más barato comprar productos americanos en dólares que europeos en euros.

Para que la economía se reactive hace falta que las empresas de aquí vendan más. Pero en nuestro mercado interior nadie compra. Por tanto no hay más remedio que salir y salir fuera de Europa. Pero salir a vender con un euro a 1,4 dólares el euro es francamente complicado.

Lo que de verdad nos vendría bien, aunque suene fuerte, es que Merkel, Sarkozy y compañeros, hicieran una declaración diciendo que se ven incapaces de sostener el euro en estos niveles. Esto provocaría una bajada del euro a 1,2 o incluso 1 dólar por euro lo que haría nuestros productos un 40% más baratos y entonces sí que podríamos exportar y mucho, con lo que la economía se empezaría a recuperar de verdad.

Profesor del IESE



PRESIDENTA  
CARMEN IGLESIAS

CONSEJERO DELEGADO  
ANTONIO FERNÁNDEZ-GALIANO

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICIDAD: Alejandro de Vicente  
DIRECTOR COMERCIAL DE PUBLICIDAD: Jesús Zaballa

DIRECTOR GENERAL: Carlos Beldarrain (Expansión)

Edita: Unidad Editorial, Información Económica S.L.U.

Directora del Área de Publicidad de EXPANSIÓN: Mar de Vicente  
Directora de Marketing: Marta Romani

## Expansión

Depósito Legal M-15572-1986 ISSN 1576-3323

DIRECTOR GENERAL EDITORIAL  
PEDRO J. RAMÍREZ

DIRECTORA  
ANA I. PEREDA

DIRECTOR DE REDACCIÓN: Iñaki Garay

DIRECTOR ADJUNTO: Manuel del Pozo

SUBDIRECTORES: Martí Saballs y Pedro Blurrin

Redactores Jefes: Mayte A. Ayuso, Roberto Casado, Juan José Garrido, Augusto González-Besada, Francisco Oleo, José Orihuel (Cataluña) y Estela S. Mazo

Expansion.com Miquel Roig / Empresas Clara Ruiz de Gauna  
Finanzas/Mercados Laura García / Economía Juan José Marcos / Especiales  
Sonsolés García Pindado / Directivos Emelia Viala / Andalucía Simón Onrubia  
Comunidad Valenciana Julia Brines / Galicia Abeta Chas / C. Europea Ramón  
Rodríguez Lavín / Nueva York Estela S. Mazo / Londres Roberto Casado

MADRID: 28033. Avenida de San Luis, 25-27.1.ª planta. Tel. 91 443 50 00. Expansión.com 902 99 61 11. / BARCELONA: 08080. Paseo de Gracia, 11. Escalera A. 5.ª planta. Tel. 93 496 24 00. Telefax 93 496 24 05. / BILBAO: 48013. Camino Capuchinos de Basurto, 2. Tel. 94 473 91 00. Telefax 94 473 91 64. / VALENCIA: 46004. Plaza de América, 2. 1.ª planta. Tel. 96 337 93 20. Fax 96 351 81 01. / SEVILLA: 41011. República Argentina, 25. 9.ª planta. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01. / VIGO: 36202. López de Neira, 3. 3.ª. Oficina 303. Tel. 986 22 79 33. Telefax 986 43 81 99. / BRUSELAS: Bd. Charlemagne, 46. 1000 Bruselas. Tel. (32) 2311932. Fax (32) 2309303. / NUEVA YORK: 888. 8th Avenue. New York, NY 10019. Tel. 646 484 63 63. Móvil 917 912 21 95. / LONDRES: Financial Times. Number One Southwark Bridge. London SE1 9HL. Tel. 00 44 20 77827331. Fax 44 20 78733731.

PUBLICIDAD: JEFE DE PUBLICIDAD: María José Gordon. Tel. 91 443 55 74. / COORDINACIÓN: Esteban Garrido. Tel. 91 443 52 58. Fax 91 443 56 47. / MADRID: Avenida de San Luis, 25-27.1.ª planta. 28033 Madrid. Tel. 91 443 65 12. / BARCELONA: Jefe de Publicidad: Daniel Choucha. Paseo de Gracia, 11. Escalera A. 5.ª planta. 08080 Barcelona. Tel. 93 496 24 57. Fax 93 496 24 20. / BILBAO: Juan Luis González Anduiza. Camino Capuchinos de Basurto, 2. 48013 Bilbao. Tel. 94 473 91 02. Fax 94 473 91 56. / VALENCIA: José Vicente Sánchez Beato. Pasaje Dr. Serra, 1. 2.ª. pta. 5. 46004 Valencia. Tel. 96 351 77 76. Fax 96 351 81 01. / ANDALUCÍA: Rafael Azancot Acosta. Avda. República Argentina, 25. 9.ª B. 41011 Sevilla. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01. / A CORUÑA: Adriana González Sención. C/ Torreiro, 13-3.º. 15003 A Coruña. Tel. 981 21 80 20. Fax 981 22 84 59. / VIGO: Manuel Carrera. C/ López de Neira, 3. pl. 3. ofc. 303. 36202 Vigo. Tel. 986 22 91 28. Fax 986 43 81 99. / ZARAGOZA: Alvaro Cardemil. Avda. Pablo Gargallo, 100. 50006 Zaragoza. Tel. 976 40 50 53.

COMERCIAL: SUSCRIPCIONES Avenida de San Luis, 25-27.1.ª planta. 28033 Madrid. Tel. 902 99 61 00. Fax 901 022 220. TELÉFONO PARA EJEMPLARES ATRASADOS 902 99 99 46 / DISTRIBUYE Logintegral 2000, S.A.U. Tel. 91 443 55 77. RESÚMENES DE PRENSA. Empresas autorizadas por EXPANSIÓN (artículo 32.1, Ley 23/2006): Acceso, TNS Sofres, My News y Factiva.

IMPRESIÓN: REPRINT IMPRESIÓN, S.L. Tel. 91 692 73 20. Fax 91 692 13 74

DIFUSIÓN CONTROLADA POR