

Draghi ataca de nuevo

Mario Draghi declaró en julio del 2012 que “el Banco Central Europeo está dispuesto a hacer lo que sea para preservar el euro” y, posteriormente, sacó un conejo de la chistera en forma de programa de compras ilimitadas, aunque condicionadas, de deuda pública soberana. El programa ha sido un éxito rotundo puesto que los mercados no se han atrevido a tantear si la promesa era cierta, y las primas de riesgo de la deuda soberana de la periferia europea se han reducido de forma dramática. Sólo hace falta notar que España se financia ya más barato que Estados Unidos. A esta disminución de los costes de financiación también han contribuido variaciones en los flujos de capital hacia los países emergentes y, en menor medida, las medidas tomadas por los países de la periferia europea. En efecto, la reducción de la prima de riesgo es generalizada mientras que las políticas de los distintos países han sido diferentes. Draghi conjuró, pues, el peligro de ruptura del euro. Ahora el problema es la amenaza de deflación. La eurozona se queda lejos del objetivo de inflación del Banco Central Europeo (BCE), que es cercano y por debajo del 2%. Y, aún más, existe el peligro de fractura con una periferia atrapada en un estancamiento crónico. Como ejemplo basta constatar que empresas de tamaño medio en España o Italia se financian mucho más caro que empresas similares en Alemania. Además, el BCE se ha visto atrapado en una guerra de devaluación de divisas, con las medidas excepcionales tomadas por la Reserva Federal en EE.UU. y el Banco de Japón, que ha mantenido el euro apreciado con la consiguiente presión deflacionista.

La cuestión es que Draghi tiene muchas más restricciones que Janet Yellen, de la Reserva Federal, o Mark Carney, del Banco de Inglaterra. El BCE no está respaldado por un Tesoro europeo y es responsable de unas economías no muy coordinadas ni política ni económicamente. El resultado es que tiende a ser lento en actuar y tiene que ir con pies de plomo. Ahora Draghi ha anunciado medidas de relajación monetaria. Además, lo que es más importante, ha conseguido la unanimidad de su consejo de go-

bierno –léase del Bundesbank– para usar todos los instrumentos no convencionales. Esto se hará dentro del mandato del BCE si fuera necesario para combatir “un periodo demasiado largo de inflación baja”. Y añadió otras palabras mágicas: “¿Hemos acabado? La respuesta es no”.

La relajación monetaria se ha concretado en una rebaja del tipo de interés y el cobro de un tipo negativo para los depósitos de los bancos en el BCE. La primera medida es más bien simbólica. La segunda

financiación empresarial– con la excepción del crédito hipotecario. Este programa de 400.000 millones facilitará financiación a los bancos siempre que no reduzcan o reduzcan en menor medida su crédito a las empresas. El intento es suavizar el proceso de desapalancamiento de economías como la española en el crédito a las empresas. Está por ver el efecto de este programa inspirado en uno similar del Banco de Inglaterra. Hay una tensión entre la visión de falta de crédito por falta de demanda empresarial solvente y por problemas de oferta bancaria. En cualquier caso, no se puede forzar a los bancos a dar crédito en condiciones que puedan poner en peligro otra vez su solvencia.

Si las medidas no tuviesen los efectos deseados, Draghi avisa de que el BCE ya está trabajando para hacer posible la compra de bonos respaldados por paquetes de préstamos a empresas. Para ello son necesarios cambios regulatorios que no están en manos del BCE. Si se lanzara por esta vía, y esta posibilidad se evaluará a finales de año, el BCE entraría de lleno en el uso de medidas no convencionales, de “relajación cuantitativa” en la jerga de los banqueros centrales, como ha hecho y sigue haciendo la Reserva Federal. Mi pronóstico es que esta vez las palabras mágicas de Draghi no serán suficientes y el BCE acabará lanzando este programa dado el lento proceso de endeudamiento de la periferia y de que no se pueden esperar milagros de las medidas anunciadas. La acción del BCE, junto con el cambio de ciclo en EE.UU., con subidas del tipo de interés en el horizonte, contribuirá a la necesaria devaluación relativa del euro en relación al dólar. El BCE ha ignorado hasta el momento la soterrada política de devaluación de los principales bancos centrales por su peculiar constitución y por la restricción política que supone la,

de facto, desunión europea. Ello no permite compras masivas de bonos soberanos y cierra la puerta, por tanto, a una vía de relajación cuantitativa ampliamente utilizada. En resumen, el BCE aparece otra vez como el salvador de última instancia no sólo de la economía sino de la misma construcción política europea, y este es un papel que hace por defecto pero que no podrá hacer siempre. La magia tiene unos límites y el BCE está cerca de agotarlos.●



JORDI BARBA

es novedosa e incitará a los bancos a retirar buena parte de sus depósitos y quizás puede contribuir a animar el discado mercado de préstamos interbancarios. Además, el BCE no compensará las inyecciones de liquidez que provienen de la compra en su día de bonos soberanos, mantendrá indefinidamente la barra libre de liquidez para las instituciones financieras y establecerá unos nuevos préstamos de liquidez a la banca –condicionados a la