

# Draghi, del abismo al pantano

**H**oy es el gran día para el Banco Central Europeo (BCE). Se espera que anuncie un programa de inyección monetaria, "relajación cuantitativa" en la jerga de los banqueros centrales, con compras masivas de bonos, incluyendo bonos soberanos. La perspectiva deflacionaria en la zona euro, impulsada por el bajo tono de la economía y con la puntilla de la bajada del precio del petróleo, aleja mucho las perspectivas de la inflación del objetivo del BCE cercano, pero por debajo, del 2%. Se ha comprobado que la rebaja simbólica del tipo de interés en el 2014, el cobro de un tipo negativo para los depósitos de los bancos en el BCE y el programa de préstamos de liquidez a la banca no han sido suficientes. En junio del 2014 este fue mi pronóstico en estas mismas páginas. Las declaraciones de Draghi en el verano del 2012, con la promesa de compras ilimitadas pero condicionadas de deuda pública soberana, fueron suficientes para estabilizar al euro sin sacar la pistola de la cartuchera. Ahora las palabras no son suficientes.

La Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón se lanzaron en su momento a la relajación cuantitativa. El BCE se enfrenta a dificultades añadidas, como es bien sabido, dado que no está respaldado por una unión fiscal como en los casos de los otros países mencionados. La Reserva Federal compra deuda de EE.UU. pero el BCE debe comprar deuda de distintos soberanos. Alemania se opone a la mutualización de la deuda soberana y presiona para que cada banco central de la eurozona compre su deuda o, como mínimo, se responsabilice de posibles quitas en su valor. Para Alemania la posible acción del BCE es como si la Reserva Federal comprara deuda de estados americanos como California, que han estado al borde de la bancarrota. El Bundesbank está preocupado por los efectos disolventes que tendrá la compra de deuda en las necesarias reformas de la economía europea. Estas compras mantendrán artificialmente bajos los tipos de interés en las economías periféricas, así como en Francia, y relajarán toda presión reformista. La oposición en Alemania a toda mutualización y comparti-

ción de riesgos constriñe, de facto, la capacidad del BCE. El abogado general de la Corte Europea de Justicia la semana pasada echó un capote a la autonomía del BCE en política monetaria que permite actuar a Draghi, pero la partida no ha terminado y el BCE tendrá que sortear obstáculos importantes en el futuro.

Una vez decidida la relajación monetaria cabe preguntarse si será efectiva. Lo ha sido en EE.UU. y está por ver qué pasará en Japón, donde se ha abierto una puerta a la



JORDI BARBA

esperanza. En primer lugar, habrá que ver el tamaño de la operación y las condiciones restrictivas en torno a la mutualización de la deuda y los tipos de deuda que comprar (por ejemplo, de corto plazo). El compromiso en una senda de relajación monetaria puede no ser creíble si un socio como Alemania es reticente. En segundo lugar, hay que tener en cuenta una diferencia fundamental entre Europa y EE.UU. Así, mientras que en EE.UU. predominan los mecanismos de mercado para financiar las empresas, en Europa predomina el crédito bancario. La relajación cuantitativa, que opera directamente en los mercados tendrá sólo un efecto indirecto en el crédito bancario al hacer menos atractiva la inversión en deuda pública, y por tanto no será

tan efectiva en Europa. En lo que sí será efectiva es en la depreciación del euro en relación con el dólar. De hecho, sólo la presunción de su futura implementación ya ha hecho caer el euro de manera marcada y ha provocado la desvinculación del euro y del franco suizo. El banco central suizo no ha podido resistir la perspectiva de aumento de su balance si quería mantener la paridad con el euro en 1,20 francos. La depreciación del euro es una buena noticia para los exportadores en la eurozona y una buena herramienta para combatir la deflación puesto que estimula la economía y encarece las importaciones.

Ahora bien, la política monetaria, tal como el mismo Draghi ha explicado repetidas veces, no es y no será suficiente para levantar la economía europea y salvar al euro. Para ello se necesita estímulo fiscal, sobre todo en países como Alemania que se lo pueden permitir, para crear una inflación diferencial que haga ganar competitividad a la periferia, y reformas que hagan que esta, incluyendo al enfermo francés, sean más competitivos. El plan de inversión de Juncker sería mucho más efectivo si fuera financiado con bonos emitidos por el Banco Europeo de Inversiones y comprados por el BCE.

Europa se ha construido a golpe de crisis. El mercado común surge de la necesidad de hacer imposible una nueva guerra. La unión bancaria, con el BCE como supervisor financiero y una autoridad de resolución bancaria coordinada, es la respuesta al abismo al que la crisis de la deuda había acercado a la eurozona. Se actuó a un paso del abismo en junio del 2012 y Draghi remató con sus palabras mágicas. El BCE compró tiempo, pero no se avanzó en la unión fiscal y en las reformas necesarias en muchos países, Francia e Italia en particular. La eurozona no está ahora delante de un abismo, sino encallada en un pantano del que se necesita para salir un motor potente y resistente (reformas), combustible (estímulo monetario y fiscal) y un seguro (compartición de riesgos) por si algún país se atasca.

Esperemos que Draghi, el europeo con un trabajo más difícil, siga acertando las políticas para salvaguardar la moneda y la economía de la eurozona. Si tiene éxito, comprará más tiempo, que deberá ser aprovechado por los países e instituciones europeas para hacer los deberes.●