

OPINIÓN

LA CUARTA PÁGINA

Expansión monetaria y riesgo compartido

Para la estabilidad económica europea es más seguro mutualizar totalmente la garantía de la deuda en el BCE que repartir la mutualización entre los bancos nacionales. Esta es la principal fisura del programa de Draghi

GUILLERMO DE LA DEHESA | 24 ENE 2015 - 00:00 CET

Archivado en: Opinión BCE Crisis económica Recesión económica Deuda pública Coyuntura económica Financiación déficit UE Bancos Déficit público Organizaciones internacionales Europa Empresas Finanzas públicas Relaciones exteriores Banca Economía Finanzas



EVA VÁZQUEZ

El BCE ha decidido relanzar su programa de compras de activos públicos y privados en el mercado secundario, emitidos por sus Estados miembros (OMT), en cantidades mensuales de 60.000 millones de euros hasta alcanzar un valor total de 1,4 billones de euros en septiembre de 2016. Lo ha hecho sólo después de que la Corte Europea de Justicia haya considerado que está totalmente dentro de su mandato, que es compatible con la Ley Europea y que es necesario y proporcionado, aunque aún falte que el Tribunal Constitucional Alemán tome su decisión final, tras consultar con la Corte Europea.

Esta decisión es la que va a evitar que el área euro entre en una deflación y en una fase de estancamiento “a la japonesa”, que podría llevar a su ruptura, de la que ya estuvo muy cerca en julio de 2012, de no ser por el lanzamiento por el BCE de su primer programa de OMT y por el anuncio de su presidente de hacer “lo que fuera necesario” para evitarlo.

¿En qué consiste este programa monetario u OMT? Es muy sencillo: se trata simplemente de que el BCE compre deuda privada, pero sobre todo soberana, en el mercado secundario, aumentando así su base monetaria para poder crear inflación en la eurozona y sacarla de su incipiente desinflación (-0,2%) en 2014. La misma política monetaria ha sido ya

llevada a cabo, años antes, por la Reserva Federal (Fed) en Estados Unidos y por el Banco de Inglaterra en Reino Unido, que ha permitido que hayan crecido en 2012, 2013 y 2014 al 2,3%, 2,2% y 2,2% en el caso de EE UU y al 0,3%, 1,7% 3,2% en el de Reino Unido, mientras que el AE crecía un -0,7% y -0,4% en 2012 y 2013 y sólo un 0,8% en 2014.

A esto hay que añadir que ambos países anglosajones poseen una política fiscal común, que es la más eficiente para hacer frente a “choques asimétricos” que afectan a unos Estados miembros y no a otros, cuando la zona euro no la tiene (a menos que se modifiquen los Tratados, lo que llevaría 10 años y Alemania no quiere). De ahí que el BCE tenga que intentar, con estas compras, que su política monetaria tenga un efecto “asimétrico” entre sus Estados miembros para poder ayudar con sus compras a aquellos que están en peor situación.

La comparación entre las tasas de inflación en EE UU, que han sido del 1,6% en 2014 y será del 1,8% en 2015, y las del euro, del -0,2% en 2014 y del 0,5% en 2015, tiene mucho que ver con la diferencia de tamaño de los balances totales de la Reserva Federal y del BCE. Pero, en mayor medida todavía, con la del tamaño respectivo de sus bases monetarias que son las que pueden crear inflación. La Fed ha aumentado su balance total desde 2 billones (españoles) de dólares a finales de 2011 a 4,5 billones de dólares en 2014, mientras que el del BCE alcanzó 2 billones de euros de media, entre 2009 y 2012, subió hasta 3 billones en 2013 con las compras OMT de 2012, para volver a 2 billones de euros en 2014. La base monetaria del BCE, que alcanzaba 1,1 billones de euros en 2011, subió hasta 1,7 billones en 2013 y hoy está sólo en 1,2 billones.

El plan del BCE es el último cartucho contra la deflación y no debe politizarse

El aumento de la base monetaria hace que aumente el crédito bancario, el stock de dinero en circulación y finalmente la tasa de inflación. El relajamiento cuantitativo (*Quantitative Easing*, QE) con las compras de bonos (OMT) anunciadas por el BCE permitirá que aumente la base

monetaria y que ésta eleve la tasa de inflación, que es lo que persiguen estas compras, para volver a su objetivo de inflación que es cerca, pero por debajo, del 2%.

Finalmente, sólo el 20% de las compras estarán sujetas a una mutualización de sus riesgos y el 80% tendrá que ser soportado por los bancos centrales nacionales, que son los que ejecutarán directamente todas las compras. Esta ha sido la gran concesión para conseguir una mayoría cercana a la absoluta en el seno del Consejo de Gobierno del BCE para relanzar las compras de deuda.

La oposición de Alemania a estas compras es que con ellas el BCE mezcla política monetaria con política fiscal, ya que cuando compra bonos de un Estado miembro en una situación fiscal muy débil puede que este termine no pagando o quebrando, con lo que los que pagan impuestos en los demás Estados miembros que tienen poca deuda terminan pagando por la quiebra del Estado miembro. Esta idea, además de falsa, va a hacer que el programa aprobado tenga menos efectos de los esperados y además introduzca serias dudas entre los inversores sobre la existencia de la única política económica que existe en el área euro, que es la política monetaria del BCE.

No hay que olvidar que uno de los principales objetivos de estas compras por parte del BCE es restaurar la confianza en la sostenibilidad de la deuda en los Estados miembros del sur del euro y conseguir que los diferenciales de tipos de interés se estrechen con el resto del área, reduciendo, asimismo, el coste de capital para sus empresas. Si los riesgos están asumidos por todos los Estados miembros de la zona monetaria, la confianza de los mercados será mucho mayor y la OMT anunciada por Draghi tendrá un impacto positivo mucho mayor.

El objetivo principal es recuperar la confianza en la sostenibilidad del endeudamiento En caso de impago, los Gobiernos se ven forzados a recapitalizar a sus bancos centrales por las pérdidas incurridas; pero si dicha recapitalización recae sobre el Estado miembro que ha impagado, su Gobierno no puede quebrar sobre su propio banco central y esto significa que su banco central nacional deviene un crédito *senior* frente al mercado, con lo que la deuda privada deviene más arriesgada. Si, por el contrario, la recapitalización del banco central nacional es compartida por todos los Estados miembros, se evitaría este problema. Es decir, compartir el riesgo a través del balance del BCE contribuye a reducir el riesgo residual de los tenedores privados de la deuda. En resumen, creer que con poner sólo un 20% de mutualización y con dejar las compras en el balance de los bancos centrales nacionales se resuelve todo es totalmente ilusorio, ya que incita a que dicho impago se produzca.

Además, como muestran De Grauwe y Ji (2015), los Estados miembros con menor probabilidad de impago pagan un coste de su deuda mucho menor que los que tienen mayor probabilidad. Es decir, que los bonos emitidos por Italia pagan unos intereses muy superiores a los de Alemania. El Tesoro italiano paga intereses al BCE muy superiores que los de Alemania, luego los beneficios del BCE contienen unos ingresos mayores de Italia que de Alemania.

Como los beneficios son distribuidos entre los Estados miembros de acuerdo con sus participaciones en el capital del BCE, existe una transferencia fiscal anual neta del que paga impuestos en Italia al que paga impuestos en Alemania. Si Italia potencialmente deja de pagar, esta transferencia neta del impositor italiano al impositor alemán deja de existir. De Grauwe y Ji proponen que en lugar de distribuir las ganancias netas del BCE según el capital aportado se hagan de acuerdo con la aportación de cada Estado miembro al BCE.

Para Giavazzi y Tabellini (2015), las objeciones a la mutualización de riesgos son básicamente políticas, a pesar de que la Corte de Justicia Europea ha despejado cualquier problema legal. Lo importante es que el *quantitative easing* del BCE es su último cartucho frente a la deflación y que no debe de estar politizado. Además, estiman que es muy importante que el BCE explique que las OMT deberían de ir acompañadas de una expansión fiscal. Es decir, tienen que estar muy bien coordinadas para que los Estados miembros exploten el espacio fiscal adicional creado por las OMT para poder tener un déficit superior temporal, bien con un aumento de gastos de mejora de la productividad o con una reducción de impuestos.

Asimismo, Gros y Kopf (2015) consideran que limitar la mutualización de riesgos es una equivocación ya que se ha cometido un error analítico al concentrarse solamente en los activos en balance, mientras que las dinámicas de precios y las decisiones sobre los costes de esterilización están determinadas por los pasivos monetarios del BCE. Además, consideran que convertir los bancos nacionales en grandes depositarios de sus propios bonos sólo aumentan las probabilidades de impagos en el área monetaria.

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research, CEPR.

© EDICIONES EL PAÍS S.L.