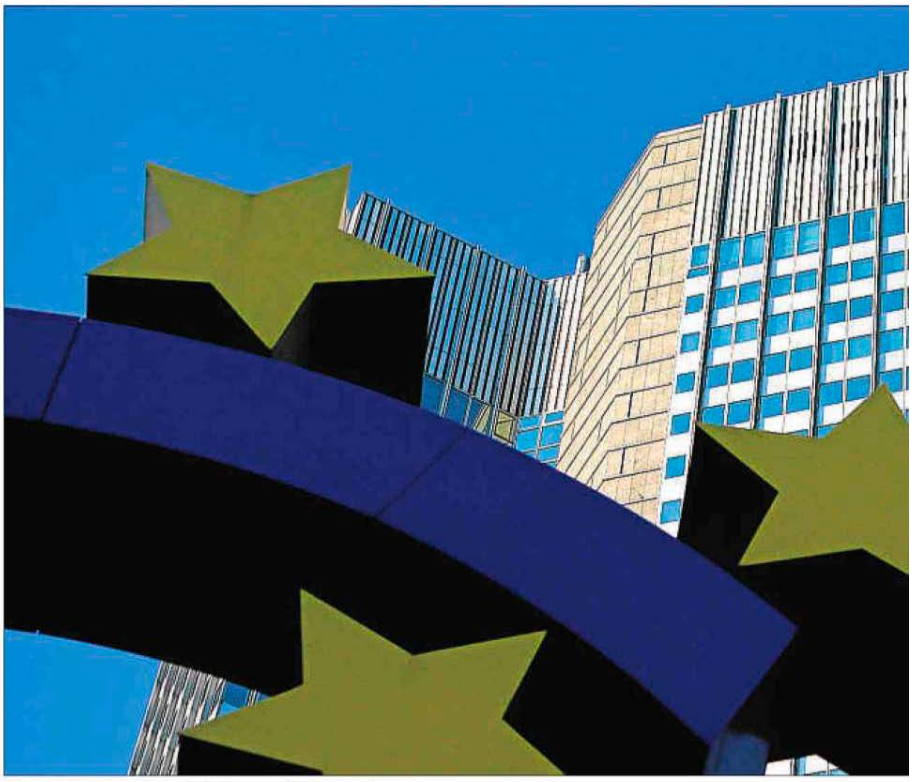
LA VANGUARDIA
21 Julio 2013

Jordi Gual

Economista jefe de La Caixa
y profesor del Iese



Exterior de la sede del Banco Central Europeo (BCE), en Frankfurt

¿QUÉ PUEDE HACER EL BCE?

La recaída en la recesión de la zona euro y las dificultades financieras de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de las economías periféricas han provocado repetidas llamadas a la intervención del Banco Central Europeo (BCE) desde los más diversos foros. Pero ¿está al alcance del BCE resolver esta situación?

Cuando se exige al BCE que actúe como la Reserva Federal estadounidense (Fed), comprando deuda pública en los mercados secundarios e incluso títulos privados, se está pidiendo al banco central de la eurozona algo que no sólo es dudoso que pueda hacer estatutariamente, sino que además es políticamente inviable.

En términos de mandato, el BCE sólo puede llevar a cabo estas medidas no convencionales de política monetaria si está en riesgo la estabilidad financiera de la eurozona. Durante la crisis, ha comprado, de manera muy limitada, títulos públicos de algunos países periféricos y también cédulas hipotecarias. mente, las *outright monetary transactions* (OMT) anunciadas el verano pasado, han sido una respuesta a las graves turbulencias que pusieron en jaque a la moneda única. Las OMT han sido efectivas, pero controvertidas, y es difícil imaginar que el BCE pueda proceder a la compra en cantidades significativas de titulizaciones de créditos a pymes, activos de mucho mayor riesgo.

El BCE sólo puede comprar deuda pública en los mercados secundarios en casos extremos

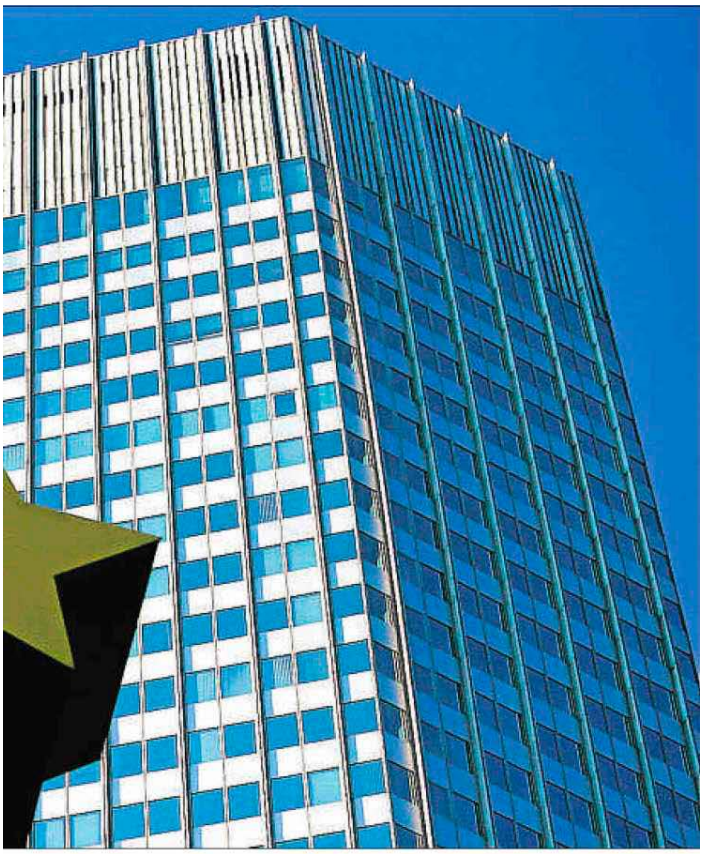
Sin embargo, la principal objeción a este tipo de actuaciones del BCE no es jurídica, sino política. La política monetaria no convencional comporta una asunción de riesgos por parte del banco central, con potenciales efectos redistributivos entre los países miembros en el caso de que se produzcan pérdidas.

A diferencia de lo que ocurre euro cuál es el país de procedencia de los activos adquiridos por el banco central es de vital importancia, y el reparto de las pérdidas también, puesto que la eurozona no cuenta con un tesoro único y son los tesoros de los estados miembros los que aportan el capital del BCE. Es decir, si el BCE adquiere activos que acaban siendo fallidos, el beneficio es fundamentalmente para el país periférico del que proceden los activos, y el coste se reparte en función del peso en el capital del BCE (aproximadamente la proporción de PIB) de los países que componen el euro.

Por tanto, al BCE difícilmente se le puede exigir algo para lo que no está políticamente legitimado. Sí que se le puede pedir, en cambio, que en la actual coyuntura garantice que la liquidez no faltará y que los tipos de interés permanecerán bajos mientras la inflación continúe bajo control y no se recupere la economía europea. Medidas, al fin y al cabo, a las que el BCE ya se ha comprometido.

Por desgracia, la política monetaria laxa que el BCE sí puede llevar a cabo es necesaria para la recuperación económica, pero insuficiente dado que no le permite luchar contra los verdaderos problemas que atenazan a la zona euro.

Entre ellos, destaca el de la extremada fragmentación de los mercados financieros europeos.



RALPH ORLOWSKI / BLOOMBERG

referencia del BCE es único, los tipos de interés para operaciones de crédito a pymes divergen en más de dos puntos porcentuales entre los países del centro y los de la periferia. Si bien una parte de este diferencial cabe atribuirlo a la situación de la oferta y la demanda de crédito en cada país, el factor explicativo más importante es, sin duda, la persistencia de unas primas de riesgo soberano muy elevadas en el seno de la eurozona.

Estas primas se trasladan al crédito bancario por diversas razones, pero especialmente por el estrecho vínculo existente entre los soberanos y la banca. Una relación perversa por la cual un soberano débil contamina su sistema bancario y, de manera similar, un sistema bancario débil deteriora la calidad crediticia de su soberano.

La política monetaria laxa que el BCE sí puede llevar a cabo es necesaria, pero insuficiente

¿Puede la liquidez del BCE solventar la fragmentación del mercado financiero de la eurozona? No, porque no contribuye a romper el mencionado vínculo perverso. Más liquidez sólo alivia temporalmente la situación puesto que permite al Tesoro, a la banca y al conjunto del país hacer frente con mayor holgura al proceso de reducción de deuda.

Sin duda, la mejor solución sería atacar la raíz del problema y reducir los fuertes diferenciales soberanos con pasos decididos hacia la unión fiscal. Como esto no es hoy en día políticamente posible, una alternativa es una unión bancaria que, al menos, rompa el vínculo entre deuda soberana y bancaria.

Esta unión bancaria ha de permitir que la supervisión, liquidación y reestructuración de entidades se lleve a cabo a escala de la zona euro. Sin embargo, para que efectivamente elimine la fragmentación actual de los sistemas bancarios, debe también disponer de recursos públicos europeos para evitar crisis sistémicas. Estos fondos de última instancia constituirían un seguro colectivo de los países de la zona euro para impedir que los mercados financieros perciban que son los soberanos nacionales los que garantizan la solvencia ante riesgos sistémicos de sus sistemas bancarios.

Esto no es lo que han acordado los líderes europeos en sus reuniones del pasado mes de junio, aunque, como la esperanza es lo último que se pierde, cabe confiar que, tras las elecciones alemanas de septiembre, los actuales proyectos legislativos se enmienden en la dirección correcta. O, alternativamente, se empiecen a esbozar los trazos de una mayor integración fiscal.