Expansión

23 Enero, 2015

Tres de cal y una de arena

BALANCE/ El BCE da otro paso histórico con un ambicioso programa, pero se mantiene el debate sobre la necesidad de una política monetaria única.

Jordi Gual

Dreamstime

Mario Draghi superó las expectativas levantadas. Por segunda vez desde el inicio de la crisis presentó un paquete de medidas que, con el paso del tiempo, podría ser calificado de histórico (la primera fue con el famoso *whatever it takes* del verano de 2012). Sin embargo, también hubo espacio para la decepción, por desgracia en un elemento que puede acabar menoscabando el éxito de la política diseñada.

Un primer aspecto elogiable es la inclusión de los bonos públicos en el programa de compra de activos. Esto despeja por completo las dudas sobre la viabilidad de que el tamaño del balance del BCE alcance el objetivo fijado por la propia institución. Podemos dar por hecho que el volumen de bonos comprados será de 1,1 billón de euros en septiembre de 2016.

Compras

Además, hay un segundo elemento que merece el calificativo de rupturista: se abre la puerta, ya desde este momento, a que las compras se prolonguen más allá de dicha fecha y dicho importe si la inflación no da muestras de elevarse hacia el objetivo oficial del 2%. A ello habrá que añadir la liquidez inyectada a través de las *TLTROs*, cuyo atractivo mejora al reducirse el tipo de interés. Esta ha sido una tercera sorpresa positiva.

Sin embargo, es una lástima que el BCE no haya podido cerrar, de una vez por todas, el debate sobre la existencia plena e inequívoca de una política monetaria verdaderamente única. Al establecer que la mayor parte del riesgo crediticio por las compras de bonos soberanos será asumido por los respectivos bancos centrales nacionales, se deja abierto un debate cuyo ruido no hará justicia a la importancia de las medidas anunciadas.

El primer veredicto sobre si el *QE* anunciado es creíble y suficiente lo van a realizar los mercados. De momento, la primera reacción ha ido en dirección favorable para los intereses macroeconómicos de la eurozona. Aunque la respuesta inicial de los mercados a veces puede ser engañosa, es de esperar que en los próximos meses estas tendencias se consoliden. El efecto debería ser especialmente importante en la periferia. Esto significará una reducción de la prima de riesgo soberano española. Otras primas de riesgo, como la bursátil y la crediticia incorporada en los bonos corporativos también tenderán a estrecharse. El euro extenderá su depreciación, contra el dólar y otras muchas divisas, y puede acabar siendo uno de los factores de estímulo más importantes. Aunque de alcance moderado, también tendrá lugar un impacto positivo sobre los flujos de crédito bancario, tanto desde la óptica de la oferta como de la demanda.

Que la mejora de las condiciones financieras se traslade a la economía real dependerá, como recalcó de forma enfática el propio Mario Draghi durante la rueda de prensa, de que los distintos países de la eurozona acompañen la mejora de las condiciones monetarias con reformas estructurales que mejoren la capacidad de crecimiento de los países. Además, son deseable avances adicionales en el diseño institucional de la UEM. El BCE ha cumplido con su cometido, ahora les toca a los gobiernos e instituciones europeas.

Director ejecutivo de Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank