

»Primer plano.

En territorio desconocido

EMILIO
ONTIVEROS

El Banco Central Europeo (BCE) ha puesto fin a una larga etapa de retórica y ha pasado a la acción. Ha actuado de forma contundente, como debería haberlo hecho hace más de seis meses, cuando las evidencias en que ha basado estas decisiones estaban disponibles. Lo hace cuando sus colegas, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, preparan la retirada de actuaciones igualmente poco convencionales, que han aportado mayores ritmos de crecimiento, más empleo y menores restricciones crediticias en sus economías. Nunca es tarde si la dicha es buena. Y a pesar de que algunas de las decisiones adoptadas el jueves no tienen muchos precedentes, es probable que atenúen algunos de los problemas que condicionan el crecimiento y la estabilidad de la eurozona. Desde luego, de España.

La advertencia la había formulado el propio presidente del BCE hace unos días: la "perniciosa espiral de baja inflación y severas restricciones crediticias amenaza con abortar la incipiente recuperación económica de la eurozona". Y el propio andamiaje de la unión monetaria, cabe añadir, en la medida en que esos dos problemas —la ausencia de estabilidad de

precios y de normal transmisión de la política monetaria— revelan anomalías esenciales en la integración que afectan al cometido básico de cualquier banco central.

En esa misma convención bancaria de Sintra, Mario Draghi admitió el daño diferencial que estaban sufriendo las economías periféricas: las que en mayor medida soportan políticas fiscales restrictivas, tienen más desempleo, están más endeudadas, sufren un mayor racionamiento crediticio y descensos de inflación más pronunciados. Si faltaba algo en ese diagnóstico, el propio comunicado del consejo de gobierno del BCE añade un entorno internacional que acentúa la precariedad de la recuperación: ascenso de riesgos geopolíticos y la evolución de los mercados emergentes y de los mercados financieros globales.

De hecho, el debilitamiento de las exportaciones ya es explícito en algunas economías como la española. Y en ello está influyendo de forma significativa un tipo de cambio del euro que penaliza la diversificación geográfica de las ventas al exterior de la eurozona y no favorece la contención del inquietante descenso de la inflación. Es más, en la medida en que también Alemania ha registrado caídas importantes en su tasa de variación de los precios, se han reducido las posibilidades competitivas de aquellas economías periféricas que confiaban en su diferencial de inflación como fundamento competitivo

frente a la principal economía compradora de la región.

Y si la baja inflación es cómplice de los acreedores, para los deudores netos es muy mala compañera. Además, en economías con la demanda interna muy debilitada, como es nuestro caso, el diferimiento de las decisiones de gasto a las que inducen las expectativas de baja inflación se convierte en un poderoso freno al crecimiento y a la reducción del desempleo.

Por eso, tan favorable como las decisiones adoptadas por el consejo del BCE de

España debería ser una de las economías más beneficiadas por las medidas del banco

forma unánime ha de ser la disposición a sacar algunas más de la caja de herramientas si la situación no revierte rápidamente. Las reducciones de los tres tipos de interés de referencia (es el primer banco central que cobra por la facilidad de depósito) y los cuantiosos programas de liquidez previstos tienen un denominador común: acentuar el coste de mantener liquidez ociosa, facilitar la recuperación de las decisiones de gasto en consumo e inversión, y la conducción de la infla-

ción y el tipo de cambio hacia niveles más compatibles con el alejamiento del cuadro de "japonización" que sufre la eurozona desde hace meses.

Bienvenido es igualmente el carácter finalista de las facilidades de refinanciación a largo plazo, por 400.000 millones de euros, en condiciones muy favorables para que los bancos lo asignen específicamente a créditos a familias y empresas. Y de su control estrecho convendría que el propio BCE aportara puntual información. Señal no menos favorable para la reducción de las restricciones en la oferta de crédito es el anuncio de los preparativos destinados a restaurar el mercado de titulaciones de créditos de pequeñas y medianas empresas, asumiendo, por supuesto, los escarmentos que la titulización hipotecaria americana aporta. Esos títulos permitirían el adelgazamiento de los balances bancarios, la conformación de un mercado líquido y suficientemente profundo, en el que el propio BCE podría ser un inversor cualificado. No hace falta añadir que esos efectos serían tanto más favorables cuanto mayor es el grado de bancarización de la eurozona. El equilibrio entre el papel de los mercados financieros y el de la intermediación bancaria debería ser uno de los cambios estructurales derivado de esta crisis.

Es verdad que son decisiones muchas de ellas que nos introducen en un territorio desconocido, pero el que hasta ahora conocemos no es precisamente muy confortable. Desde luego en España, cuya economía debería ser una de las principales beneficiarias de ambos grupos de decisiones. Confiamos en que no sea demasiado tarde. ■

VIENE DE LA PÁGINA 5

a entidades no financieras caía a un ritmo del 2,7% anual en abril y al 3,1% en marzo, y las razones son muchas y variadas.

"La periferia está inmersa en un proceso de desalancamiento que debe seguir adelante y que hace difícil que el crédito fluya", explica el catedrático Oliver. "Pero, además, las nuevas exigencias regulatorias obligan a las entidades a reducir el tamaño de los activos para cumplir con las exigencias de capital", subraya. La devolución anticipada del dinero tomado del BCE por las entidades en 2011 y 2012 constata que no hay un problema de liquidez en la eurozona. Las entidades vienen insistiendo en que el crédito no se reactiva porque no hay demanda solvente, pero el reconocimiento de pérdidas por más de 14.000 millones del italiano Monte dei Paschi o la ampliación de capital por 8.000 millones de Deutsche Bank evidencian que, en las actuales circunstancias, las entidades europeas difícilmente van a aumentar su cartera de créditos. "Para mí, este año está seguramente perdido. Con las pruebas de estrés a la banca no puedes esperar una expansión del crédito porque no sabes si vas a tener que provisionar un elevado porcentaje de tu cartera", sostienen fuentes del sector. Y si el crédito no fluye a la economía real y a las pequeñas empresas será difícil hacer frente a la fragmentación que sufre la zona euro [ver gráfico adjunto].

La posibilidad de ir más allá y proceder a la compra de deuda respaldada por activos como vía para reactivar el crédito tampoco suscita entusiasmos. Prime-



Las medidas del BCE tienen por objetivo estimular el consumo y combatir la caída de los precios. / CARLES FRANCESC

ro, porque Draghi ya limitó esta medida a activos "simples y transparentes", es decir, créditos reales y no complejos derivados financieros. "Dado el limitado tamaño de este mercado en Europa eso significa que el BCE aún no ha alcanzado el consenso para comprar activos en los niveles alcanzados por otros bancos centrales", apunta Jennifer McKeown, economista para Europa de Capital Markets. Más aún, al quedar excluido de ese programa los activos respaldados por hipotecas, de largo el mayor dentro de la UE, "si el BCE decide ponerse a comprar estos activos, puede hacerse rápidamente con todo el mercado, así que necesariamente su alcance tendrá que

El Banco de España ha creado un área de análisis de riesgos de pymes

Las nuevas exigencias de capital a la banca frenan el crédito

ser limitado", explican Wolff, Darvas y Claeys, de Bruegel.

En todo caso, fuentes del sector sostienen que la compra de este tipo de valores "no es el

vehículo adecuado para reactivar los créditos a las pymes, salvo en el caso de Francia", donde el banco central tiene a una parte considerable de su personal haciendo análisis de riesgo de este tipo de empresas. Pero no existe nada parecido en el resto de los países. De hecho, y con retraso, el Banco de España ha creado un departamento de riesgos dentro de la Dirección de Operaciones, que sería el primer paso para poder llevar a cabo estos análisis.

Sin duda, el paquete de medidas aprobado por el BCE resultaría mucho más efectivo si el euro se depreciase, pero al estabilizarse algo por encima de las 1,36 unidades por dólar, después de

una breve reacción inicial, todo parece indicar que el mercado ya había descontado el impacto de una posible actuación, desde el 1,39 que alcanzó a principios de mayo. Además, ni Draghi hizo hincapié sobre el tipo de cambio durante la rueda de prensa del jueves ni su vicepresidente, Vitor Constancio, mostró preocupación por el asunto en la reunión que el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) celebraba esta semana en Londres. "Sólo insistió en que las medidas iban dirigidas a reducir los tipos de interés y a estimular el crédito y todo el mundo interpretó que la entidad parecía estar cómoda con los niveles actuales del euro", admite uno de los asistentes al acto.

La artillería del BCE se agota. Los expertos sostienen que el paquete de medidas aprobado esta semana, con ser importante, no supone un punto de inflexión, no revoluciona las reglas del juego de la salida de la crisis. Aunque aún cuenta con una última bala en la recámara, la posibilidad de que el BCE emprenda medidas de relajación cuantitativa a escala estadounidense queda descartada y el resto de las opciones no encajan bajo el mandato actual de la entidad. Pero ni siquiera eso ofrece garantías de que esta vez sea diferente, de que el experimento monetario esta vez funcione.

"No sé si la política monetaria está llegando a su límite. La experiencia de Estados Unidos tampoco permite ser optimista y hay que ver qué pasa si a la Reserva empiezan a estallarle las burbujas de activos que están propiciando su masiva inyección de liquidez", sostiene Josep Oliver. ■