

Artículos de Prensa

Madrid, 18 de septiembre de 2011

Análisis Económico

El País

Santiago Fernández de Lis
*Economista Jefe de Sistemas
Financieros y Regulación de
BBVA Research*

La importancia del BCE

En los últimos meses, a medida que se agudizaba la crisis, se han multiplicado las propuestas sobre mecanismos de emisión conjunta de deuda por la Eurozona (los llamados Eurobonos). Aunque la idea es sugerente y atractiva, parece poco viable a corto plazo, porque requiere, como paso previo, un grado de integración fiscal del que estamos muy lejos todavía. Una emisión conjunta de deuda antes de poner en común ingresos y gastos es poner el carro antes de los bueyes, como ha recordado la reciente sentencia del Tribunal Constitucional alemán.

Los instrumentos diseñados para hacer frente a la crisis (el EFSF de manera interina y el ESM a partir de 2013) pueden canalizar ayudas a los países en crisis, pero no evitan la dinámica de ataques especulativos "autoconfirmados" en que nos encontramos, entre otros motivos por sus recursos limitados. Ya se ha flexibilizado el uso del EFSF, y se pueden dar pasos adicionales en esa dirección, pero una unión fiscal genuina requiere una reforma del tratado mucho más profunda que la prevista. Será un proceso largo y habrá accidentes por el camino, por lo que es necesario que alguien proporcione una protección contra los ataques especulativos en esa transición, algo que solo puede hacer el Banco Central Europeo.

El BCE ha actuado en esta crisis con notable pragmatismo, pero sin olvidar su mandato. La inyección de liquidez ilimitada a los bancos ha paliado los efectos tremendamente desestabilizadores del colapso de los mercados interbancarios. Y la compra de deuda periférica en el mercado secundario ha evitado la deriva hacia la insostenibilidad fiscal. Es esencial que el BCE mantenga estas políticas hasta que la Eurozona disponga de los mecanismos propios de una unión fiscal, incluida la emisión de Eurobonos.

Pero el BCE se enfrenta a una campaña en contra de estas políticas desde sectores amplios de la sociedad alemana, que piensan que, al concentrar su préstamo en los países periféricos y comprar deuda en el mercado secundario, se pone en peligro el objetivo de estabilidad de precios y se comprometen recursos públicos que, en caso de que las cosas se tuerzan, tendrán que aportar los tesoros nacionales y en última instancia los contribuyentes.

Contrariamente a lo que se argumenta desde estos sectores, el mantenimiento (y si es necesario la intensificación) de las políticas del BCE es plenamente coherente con sus objetivos de estabilidad monetaria (primero) y de estabilidad financiera. En definitiva, el riesgo de una ruptura de la Eurozona es la mayor amenaza, no sólo para la estabilidad financiera, como resulta obvio, sino también para la estabilidad de precios del área en su conjunto. Pero al mismo tiempo hay que entender que no podemos pedir al BCE que mantenga él solo en pie el edificio del euro. Su papel debe ser transitorio, y los políticos deben diseñar los mecanismos necesarios para restablecer el ancla fiscal del euro y proporcionar al BCE una estrategia de salida.