

## ECONOMÍA Y NEGOCIOS

REUNIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO



El presidente del BCE, Mario Draghi (derecha), junto a su vicepresidente, Vítor Constâncio, ayer durante la rueda de prensa. / A. BARAHU (EFE)

## Mario Draghi anuncia el principio del fin de los estímulos monetarios

CLAUDI PÉREZ, Fráncfort  
Mario Draghi cruzó un rubicón financiero en 2015: empezó a comprar deuda pública —análogo en Alemania— para sacar a la eurozona de una espiral infernal que incluía tendencias deflacionistas, una nueva mediocridad econó-

mica y continuas sacudidas en los mercados. La inflación no ha vuelto, pero las aguas bajan más calmas: la recuperación está ahí. Draghi señaló ayer la puerta de salida de las medidas extraordinarias: anunció el principio del fin del programa de compras (QE). Se trata de

un repliegue gradual, dulce, casi de puntillas. Nada de *big bangs*: el BCE rebaja de 60.000 a 30.000 millones las adquisiciones mensuales, y alarga nueve meses los plazos. Y deja la puerta abierta a volver a disparar si la Gran Crisis sorprende con la caésima réplica.

Vivimos tiempos extraordinarios: se confunden lo viejo y lo nuevo, lo conservador y lo radical. La eurozona respondió a la Gran Crisis con un exceso de austeridad y reformas que se estirarían en los libros de historia económica como un error mayúsculo. El euro estuvo a un paso de romperse por varias costuras; incluso por España, que tuvo que solicitar un rescate europeo para sus bancos. Solo Mario Draghi permitió salvar varias pelotas de partido con un puñado de medidas radicales: un reguero de intervenciones verbales ("haré todo lo necesario", dijo a mediados de 2012 en Londres, y los espe-

culadores huyeron como conejos) y políticas monetarias extraordinarias que incluyen tipos de interés negativos y un programa multimillonario de compras de activos que sacó al euro del lodazal contra la opinión de Alemania. Draghi anestesió los problemas con montañas de dinero fresco. Ha gastado dos billones de euros para revivir la moribunda economía europea, y le queda medio billón adicional en el tambor del revólver del QE. La eurozona crece hoy el 2%, más que EE UU. El paro ha bajado al 9%. La banca sigue en dificultades, pero respira. La inflación, eso sí, no ha vuel-

to. Pero llega el momento de empezar a dejarlo: de volver paulatinamente a la aburrida normalidad de la política monetaria.

"Menos durante más tiempo", ese es el nuevo mantra de la versión europea del QE. Draghi reduce el volumen de compras, de 60.000 a 30.000 millones mensuales a partir de enero, y sugiere que aún habrá una nueva reducción. "No pasaremos de 30.000 millones a cero, habrá un repliegue más gradual", explicó. Junto con esa menor velocidad, el BCE amplía el horizonte temporal: adquirirá activos nueve meses más, al menos hasta septiembre de

2018. Y lo más importante: contra la opinión de los halcones, deja abierta la puerta a aumentar la munición y alargar esos plazos si las cosas se fuercen, "si las perspectivas económicas son menos favorables o las condiciones financieras empeoran". Con una posdata dedicada a los mercados: no habrá subidas de tipos de interés hasta "un buen tiempo después" del final de ese programa.

En resumidas cuentas, Draghi firmó ayer un año más de QE, que expirará en algún momento de finales de 2018, y dos años más de tipos negativos, con las primeras subidas previstas para la primave-

ra de 2019 (como pronto). Eso sí, "el trabajo no está terminado", reconoció en una de las ruedas de prensa más importantes de los últimos meses en Fráncfort, la capital financiera de la Europa continental.

Draghi había telegrafiado ese movimiento, y eso evitó que la sacudida del mercado fuera más rotunda. Pero no todos los mensajes fueron música para los oídos de los inversores. El jefe del Eurobanco apuntó que la decisión de dejar la puerta abierta a aumentar la munición del QE no fue unánime; explicó que la economía necesita aún un "amplio" grado de

José Carlos Díez

### El BCE, en busca de la inflación

Sin las compras de deuda del eurobanco no sería posible explicar las subidas en la vivienda

A los economistas de mi generación nos enseñaron que los bancos centrales habían nacido para luchar contra la inflación. En los libros de texto, nos contaban la deflación japonesa en un recuadro y como una anomalía histórica. Pero la Gran Crisis obligó a los economistas a leer de nuevo a Baigot, a Irving Fisher, a John Keynes y a Hyman Minsky. Hoy sabemos que los bancos centrales nacieron para luchar contra la inestabilidad financiera y la depresión económica y, además, para conseguir la estabilidad de precios.

Solo así se puede entender que el BCE haya decidido prolongar su programa de compras de deuda al menos hasta septiembre de 2018, aunque reducirá el volumen de las mismas el próximo año. Y después seguirá comprando deuda para cubrir los venecimientos y mantener el tamaño de su balance y el acceso ilimitado de los bancos a sus subastas de liquidez por un periodo prolongado.

Antes de sus compras, el PIB de la eurozona crecía cerca del 1%, hoy lo hace al 2% y en

2018 la eurozona habrá cerrado su brecha de producción provocada por la crisis. La tasa de paro ha bajado del 12% al 9% aunque sigue por encima del pleno empleo. Los países más beneficiados por las compras son los que fueron más perjudicados por su inacción, que permitió la propagación de la inestabilidad financiera tras la crisis griega. El empleo en Irlanda, España y Portugal crece al 3% y al 2% en Grecia.

El BCE buscaba generar inflación, pero el IPC subyacente, eliminando energía y alimentos, sigue por debajo de su objetivo del 2%. Y su antiguo objetivo de agregado monetario M3 crece próximo al 5%. Esto permite al BCE continuar con las compras para conseguir su mandato.

Gracias a esas compras de deuda, el banco central evitó en 2015 el contagio de la crisis griega, provocada por la irresponsabilidad de Syriza, al resto de países de la zona euro, y ha evitado en 2017 una crisis bancaria y financiera en Cataluña y el contagio a España y al resto de países europeos que

podría haber provocado la irresponsabilidad del gobierno catalán al situarse fuera de la Constitución española y el Tratado de la Unión, lo cual les habría sacado del euro.

Esta es la primera vez en la historia que seguimos la recomendación de Irving Fisher en 1933 de reflotar los precios de la deuda para salir de la depresión. El BCE conscientemente ha provocado una inflación de activos para retornar a la estabilidad financiera. Pero debemos mantener la prudencia con este experimento y ser conscientes de que tiene efectos no deseados.

Por ejemplo, sin estas compras de deuda por parte del BCE no sería posible explicar las fuertes subidas de precios de la vivienda en Madrid y en Barcelona. Los precios de compra siguen por debajo de 2007, aunque en relación con el salario medio están aún muy por encima de 1996. Además, los precios de los alquileres en el centro de las ciudades están ya por encima de 2007 y muy por encima de los salarios pagados, especialmente para los jóvenes.