

## OPINIÓN

## “Tan pronto como sea posible”

Sonsoles Castillo Delgado

**Expansión (España)**

El QE en Europa ha sido y seguirá siendo un tema muy controvertido que plantea muchos interrogantes. Por ejemplo, ¿por qué la compra de bonos públicos adoptada por los principales bancos centrales ya en 2008-09 se demora tanto en la zona euro? La estrategia adoptada por el BCE durante estos últimos años ha estado condicionada por dos elementos. Primero, la prevalencia del crédito (y el sistema bancario) en la financiación de la economía europea ha empujado al BCE a facilitar el acceso a la liquidez y estimular la concesión de nuevo crédito. Segundo, la carencia de una unión fiscal, o dicho de otra forma de un tesoro único para los países euro, es un factor diferencial clave que ha supuesto un obstáculo a la hora de plantearse dicha opción. Los miembros del consejo que abiertamente se oponen a comprar bonos públicos esgrimen el argumento del riesgo moral (desincentivo para que los países promuevan la sostenibilidad de sus cuentas públicas). Es más, algunos incluso consideran que puede haber obstáculos legales para ello. Aunque el BCE rechaza este argumento porque el objetivo último del programa sería cumplir con el mandato del banco central (estabilidad de precios), éste no es un tema menor. Basta recordar que el famoso programa de compra de bonos (OMT, aprobado por el BCE para atajar la crisis del euro en 2012) está actualmente bajo discusión en el Constitucional alemán y en el Tribunal de Justicia europeo.

Y entonces, uno se puede preguntar ¿por qué ahora? Pues porque la realidad es muy tozuda. Las perspectivas para la zona euro se han deteriorado y las previsiones de inflación están cada vez más alejadas del objetivo, a pesar de la batería de medidas tomadas. Ayer el BCE volvió a rebajar las previsiones de crecimiento e inflación y dejó entrever que al menos la perspectiva de inflación es susceptible de cambios adicionales porque no incorpora la caída más reciente del precio del petróleo. Draghi ha enfatizado que, en el actual entorno de muy baja inflación (0,3% en la zona del euro), el choque del petróleo, en principio positivo para el crecimiento, puede elevar el riesgo de desanclaje de expectativas de inflación. Así, el petróleo puede terminar siendo la “excusa” para desencadenar un QE europeo. En este entorno, es razonable pensar que el número de miembros del consejo a favor aumenta por momentos. Así, en este tiempo, se estaría generando un consenso más amplio que eventualmente facilite la decisión. Draghi ya ha dicho que no es necesaria la unanimidad para aprobar un QE.

Otra cuestión relevante por sus implicaciones en el precio de los activos es ¿cómo sería el programa de compra de bonos públicos? En ausencia de un activo libre de riesgo europeo (el equivalente al bono del tesoro norteamericano) han surgido varias propuestas: desde títulos emitidos por instituciones europeas (Banco Europeo de Inversiones o el Mecanismo de Estabilidad Europeo), pasando por la construcción de un “bono sintético” a partir de tramos senior de los bonos públicos de los países. La opción que se perfila como más transparente y neutral es el reparto de la compra de bonos por países con arreglo a su participación en el capital del BCE. Además, están los temas del tamaño del programa y del estatus del BCE como acreedor preferente o no. Respecto al tamaño, Draghi ha establecido una relación directa entre tamaño del balance e impacto en expectativas de inflación, si bien tendría sentido plantear un programa “abierto”, es decir, sin compromiso explícito en cantidades o tiempo, pero sí vinculado a la consecución del objetivo: conducir la inflación al objetivo. Respecto al estatus de

acreedor del BCE, Draghi no quiere adelantarse, pero con el OMT el BCE ya renunció al estatus preferente.

Y, por último, la más pragmática: ¿será efectivo el programa? Este es un tema sobre el que habrá tiempo para discutir en una segunda vuelta.