

» laboratorio de ideas.

La impotencia del BCE

**EMILIO
ONTIVEROS**

La ausencia de reacción a las excepcionales medidas adoptadas por el BCE para reducir las amenazas de estancamiento económico y deflación conforma uno de los escenarios más adversos en la eurozona. La demanda de los bancos en la primera convocatoria de las inyecciones de liquidez (TLTRO), con el fin de que crezca el crédito al sector privado, ha sido decepcionante. Si las escasas peticiones del pasado día 18 tuvieran continuidad en la ronda de diciembre, el BCE no tendría más remedio que emplearse a fondo en la compra de titulaciones y, en última instancia, de otro tipo de renta fija privada e incluso de deuda pública. Con todo, convendría no esperar a ese momento y adoptar cuanto antes decisiones de estímulo fiscal de la demanda.

Las TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, en español, operaciones de refinanciación a mayor plazo con objetivos) anunciadas el pasado junio, al mismo tiempo que una reducción adicional de los tipos de interés de referencia, son operaciones especiales de suministro de liquidez a los bancos a un tipo de interés fijo del 0,15% con vencimiento a final de 2018. El total disponible para la subasta realizada y la de diciembre es de 400.000 millones de euros.

A diferencia de la modalidad anterior, las TLTRO, el nuevo suministro de liquidez a los bancos está condicionado a que estos aumenten (o no reduzcan al mismo ritmo) su financiación al sector real de la economía. Si no lo hacen han de devolver el dinero antes de 2016. Se trata de condiciones excepcionalmente favorables que, en una situación normal, deberían provocar una demanda igualmente excepcional por los bancos. El problema es que la situación actual de la eurozona está lejos de la normalización. O lo que puede ser peor: se ha podido instalar como normal una situación en la que ni siquiera la liquidez casi gratuita resulta atractiva.

En esta primera asignación de la nueva modalidad de financiación los bancos solo han pedido 82.600 millones de euros, muy por debajo de los 174.000 millones previstos. Son resultados que no amparan una recuperación del crédito para las pymes, ni los efectos de contención de la deflación que el BCE se había propuesto.

El destino de buena parte de la liquidez captada, en lugar de canalizarla a través de crédito a familias y empresas, puede destinarse a reembolsar captaciones previas a tipos más elevados, añadiéndose a esas devoluciones anticipadas que tienen lugar desde febrero del año pasado, y que han reducido de forma considerable el balance del BCE, es decir, la liquidez disponible en la eurozona. Han sido 86.000 millones de euros los fondos devueltos al BCE en este tercer trimestre,

por encima de la liquidez inyectada el día 18. Es bastante probable que los bancos que más han pedido en esta primera asignación de las TLTRO sean los que en mayor medida han devuelto de las anteriores. Se estima que entre italianos y españoles habrán absorbido el 46% de los 82.600 millones de euros adjudicados. De tales resultados cabe deducir que, al menos hasta verificar lo que ocurre con las peticiones de diciembre, no habrá aumentos significativos del crédito al sector real

de crecimiento, la confianza empresarial sigue debilitada por un entorno geopolítico que tampoco ha mejorado precisamente.

Los problemas de liquidez no son iguales para todas las empresas. A las grandes les sobra. Aquellas con acceso a los mercados de bonos se benefician de los bajos tipos de interés, pero no aumentan su inversión ni el empleo: reducen el endeudamiento, recompran sus propias acciones o garantizan la distribución de di-

vidas. La relevancia de esta escasez y fragmentación financieras es tanto mayor cuanto más importantes son este tipo de empresas en el crecimiento económico y en el empleo de sus economías. El mayor riesgo de las mismas acaba exigiendo a los bancos mayor capital.

De asumirse como "normal" esta situación, la "japonización" de la eurozona sería un hecho. El diagnóstico del presidente del BCE, Mario Draghi, ha subrayado la insuficiencia de la demanda agregada, al tiempo que las previsiones de inflación siguen muy por debajo de su propio objetivo. El tipo de cambio del euro, a pesar de su depreciación reciente, sigue siendo un obstáculo para las exportaciones fuera del área.

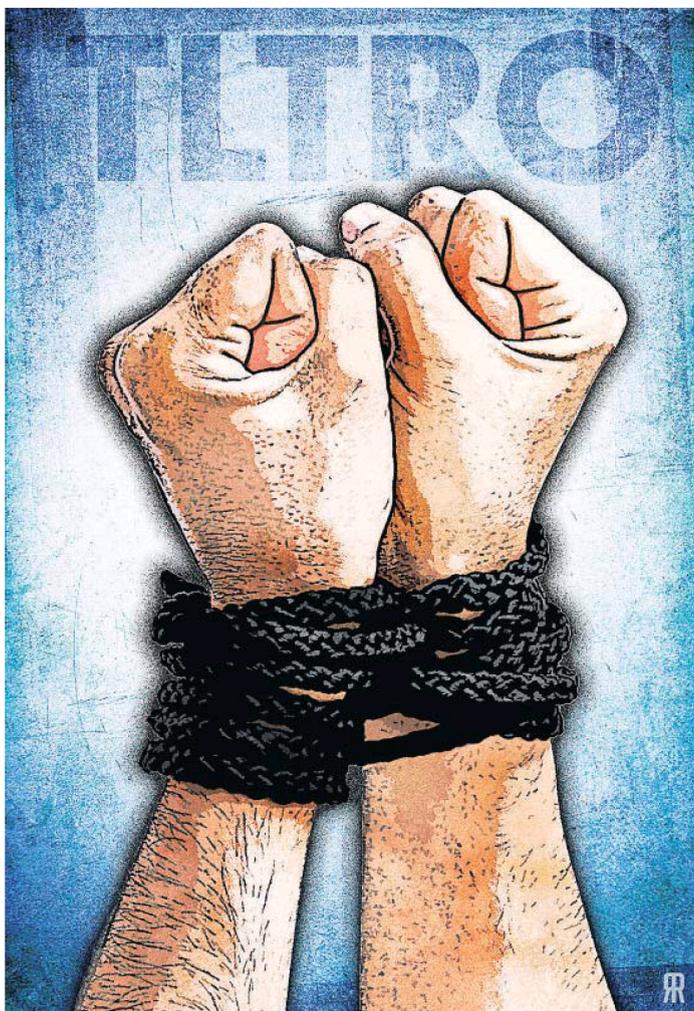
Lo peor es que no existen nuevos elementos de juicio que permitan anticipar una recuperación del estancamiento, o directamente de la recesión, en que se encuentran las grandes economías del área, ni la reversión inminente de esa tasa de inflación cercana a cero. Cuanto más dilatado sea el periodo de bajos precios más cercana la deflación: mayores las probabilidades de reactivación del círculo vicioso de aplazamiento de decisiones de gasto, presión a la baja de los precios. Y mayores las dificultades de los más endeudados.

Las alternativas que le quedan al BCE, suponiendo que las próximas rondas de las TLTRO sigan el camino de la primera, es la aplicación del programa de compra de renta fija privada y, en última instancia, la compra de deuda pública en los mercados secundarios. No es prudente esperar. Es posible que las decisiones del BCE hayan llegado tarde y la transmisión de su política monetaria encuentre obstáculos superiores a los estimados. Por eso es necesario que esas otras decisiones sugeridas por el propio Draghi tendentes a estimular la demanda se concreten cuanto antes. Así lo ha advertido la OCDE, el FMI y, recientemente, los ministros del G20. Decisiones en esa dirección podrían ser la anticipación de inversiones comunitarias como las previstas en los fondos de cohesión 2014-2010, la flexibilización de la política fiscal, o el aumento de la inversión pública en países como Alemania, sin problemas en las finanzas públicas.

La tercera de las actuaciones sugeridas por el presidente del BCE, la realización de reformas estructurales, siendo necesarias, sería más conveniente que

se concretaran en momentos de mayor crecimiento, para evitar sus ya verificados efectos depresivos. Confiar en mejorar la oferta de las economías en un entorno recesivo y con políticas fiscales contractivas lo único que genera es debilidad en la demanda agregada. Todo ello, aun cuando la política monetaria garantice liquidez abundante y barata.

La eurozona puede constituirse en el caso de referencia de ese horizonte de "estancamiento secular" sobre el que Alvin Hansen advertía en 1938 y Larry Summers acaba de renovar para algunas economías avanzadas. Para evitarlo, han de ser los Gobiernos los que ahora acompañen al Banco Central. ■



RAFAEL RICÓY

de la economía. Nos vamos al año que viene: largo me lo fiáis, dirán con razón muchas pequeñas y medianas empresas.

Y es que los bancos siguen manteniendo una notable aversión al riesgo. En primer lugar, por cautelas sobre su propia situación, en particular por los resultados de las pruebas que está haciendo el BCE sobre la calidad de los activos y de la solvencia; la preservación de ambas incentiva el adelgazamiento de los balances, en especial de aquellos bancos que todavía mantienen elevados niveles de morosidad en sus activos. No menos importante, por la inquietud que transmite una evolución económica poco favorable. Además de las pobres perspectivas

Las medidas de Fráncfort seguirán siendo insuficientes sin la ayuda de los Gobiernos europeos

videndos a sus accionistas. Algunas reser-
va esa liquidez excedentaria para eventuales oportunidades de adquisición de otras empresas. Las pymes, por su parte, especialmente en la periferia de la eurozona, siguen teniendo dificultades de acceso al crédito bancario y soportan costes superiores a las del resto de las econo-