

El BCE, la deuda perpetua y nuestro futuro

Josep Oliver Alonso, Catedrático emérito del Departamento de Economía Aplicada de la Universitat Autònoma de Barcelona y codirector de EuropeG.

“Hay un camino intermedio,
aunque más duro para nosotros.
Y es el de la solución que ya se articuló
a la crisis del euro: ayudas a
cambio de profundas reformas.”

Tiempo de tribulación. No únicamente por los brutales efectos sanitarios y sociales de la epidemia, sino por lo que se divisa que nos espera en la economía, las finanzas públicas y la ocupación. En las previsiones más optimistas (escasamente ocho semanas de lo peor), déficit público en España próximo a los 130.000 millones para el 2020 y una cifra alrededor de los 70.000 millones para el 2021. Y deuda pública escalando hacia el 115% y más allá. Añadan el incremento de la deuda privada (empresas y familias) y la contracción de un mínimo de 1,5 millones de puestos de trabajo el 2020. Yendo todo bien, no será hasta 2023/24 cuando se recupere la ocupación del 2019. Sumen los incrementos, próximos a los 20 puntos del PIB sólo el 2020, de la deuda pública de Italia (hasta el 160% del PIB), Francia (115%), Portugal (130%) y Grecia (195% del PIB) y lo que emerge es un panorama peor al de la crisis del euro. Y no olviden los casi 200.000 millones/año que las AAPP españolas tienen que refinanciar del endeudamiento acumulado. Si las cosas no van tan bien, cifras de susto: déficit en España por encima de los 200.000 millones sólo el 2020 y deuda acercándose al 125% del PIB.

Hasta hace poco, y ante este tsunami de crisis e incremento de la deuda pública para contenerla, confiábamos que el BCE sería capaz de frenar el alza de las primas de riesgo y evitar el retorno a la temida fragmentación financiera de la Eurozona. Y hasta ahora los resultados son bastante satisfactorios, como muestra el contenido aumento del riesgo italiano (desde los 156 puntos básicos de finales de marzo a los 238) y el menor incremento del español (de los 109 a los 136 puntos básicos). Esta contención se ha conseguido, en primer lugar, aceptando valores menos sólidos como colateral de los créditos que demanda la banca. Poniéndose la venda antes de la herida, y anticipando potenciales reducciones del *rating*, en marzo fijó las calificaciones a las existentes antes de la Covid-19. Y, a finales de abril, las ha relajado de nuevo. Añadan, en segundo término, las modificaciones en el crédito a largo plazo (TLTRO), situando en el -1% el tipo a pagar por la banca. En resumen, toda la liquidez que haga falta para el sector financiero.

“Para España y el resto de países,
el BCE acumulará cerca
de un tercio de la deuda pública
en circulación.”

Pero, en tercer lugar, han sido los programas de compra de activos los determinantes. La respuesta inicial fue ampliar (en 120.000 millones) lo que ya estaba en marcha desde enero; y, posteriormente, definir uno nuevo, más flexible y más potente, hasta los 750.000 millones de euros (el *Pandemic Emergency Purchase Programme*), que también se tienen que utilizar antes de diciembre. En total, a los 2,6 billones de deuda (básicamente pública) acumulados en el balance del BCE a finales del 2019, habrá que añadir 1,2 billones, de forma que, a finales del 2020, tendrá en el balance activos equivalentes al 45%/50% del PIB de la Eurozona. Para España y el resto de países, el BCE acumulará entonces cerca de un tercio de la deuda pública en circulación (450.000 millones en nuestro caso).

Ha sido este activismo, y el que se esperaba para los próximos meses, el que permitía confiar en un BCE capaz de frenar los peores efectos de esta nueva oleada de deuda, a sumar a las necesidades de refinanciación anteriores. Porque, dejando estos elevados importes aparcados en el BCE los años que hiciera falta, se convertían sin decirlo en un tipo de deuda perpetua.

Pero el Constitucional alemán acaba de entrar en el debate. Y no es casual que lo haya hecho ahora. Amenazando que, si el BCE no justifica que lo que hace concuerda estrictamente con los objetivos de política monetaria, obligará al Bundesbank a retirarse de la compra de activos, al tiempo que le exige que empiece a planificar como va vendiendo los bonos alemanes ya adquiridos. Difícil situación, tanto porque el carácter fiscal de estos programas es evidente como porque, si el Bundesbank no interviene, la Eurozona entraría en una profunda crisis.

“El Constitucional alemán acaba de entrar en el debate. Y no es casual que lo haya hecho ahora.”

¿Qué sucederá? Hay quien propone que el BCE y las autoridades europeas se planten ante Alemania. ¿Pero qué quiere decir plantarse? ¿Y con quién? ¿Con la fuerza de los endeudados italianos y franceses? La otra opción es una radical reforma de la UE y el avance hacia lo que todos deseáramos: la unión fiscal. Lastimosamente, en los próximos meses no parece posible articular ninguna de estas potenciales soluciones: ambas demasiado costosas de instrumentar técnica y, en particular, políticamente.

Pero hay un camino intermedio, aunque más duro para nosotros. Y es el de la solución que ya se articuló a la crisis del euro: ayudas a cambio de profundas reformas. Y por aquí creo que iremos los próximos meses: estabilización de las compras del BCE y apoyo financiero de la UE, pero condicionado de una u otra manera. Una versión actualizada del *there is no gain without pain* del exministro de hacienda alemán Wolfgang Schäuble. Probablemente, no es lo mejor para nosotros y para el futuro de la UE. Pero es lo que hay. Y todo apunta que es lo que tendremos.