

● El supervisor europeo ha salvado el euro, pero esta semana se ha encontrado con una nueva gran piedra en el camino: el Constitucional alemán vuelve a cuestionar la compra de deuda

## El BCE y el rescate de España



El Banco Central Europeo (BCE) ha sido el salvador del euro. En la crisis financiera de 2008 fue la institución clave para evitar la fragmentación financiera de la Unión Monetaria, aportando liquidez a los bancos, conteniendo las primas de riesgo de los países del sur de Europa y garantizando la financiación de la deuda pública y privada. Ha sido la institución que más rápidamente y con mayor eficiencia e independencia ha reaccionado a la severidad de las dos últimas crisis. En la reciente crisis del Covid19 se ha superado en rapidez y agilidad. En tan sólo unos días ha pasado de inyectar mensualmente 20.000 millones de liquidez a añadir 120.000 y aprobar una nueva línea para compra de deuda pública y privada de los países de la Eurozona por valor de 750.000 millones. También ha suministrado financiación a largo plazo a la banca a tipos de interés negativos y ha ampliado los límites y requisitos en la compra de deuda pública y activos en garantía. Y por si fuera poco, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, ha afirmado que, si no fuera suficiente, utilizará las medidas y herramientas que sean necesarias, asegurando, rememorando a su antecesor Mario Draghi, que serán suficientes.

A partir de la crisis financiera del 2012, gracias al BCE las primas de riesgo de España, Grecia, Italia y Portugal han mantenido el tipo de interés de la deuda en bajos niveles, nunca antes alcanzados, y las primas de riesgo contenidas en un intervalo del 0,5 al 2%. El BCE ha actuado en absoluta soledad. Las llamadas a los gobiernos para que acompañasen su política monetaria con políticas fiscales y estructurales rara vez ha sido atendidas por España, Italia y Francia. Con la excepción de Portugal y Grecia, esta última obligada. La credibilidad e independencia ganadas por el BCE en la crisis financiera ha permitido que en plena crisis del coronavirus, mientras el PIB de los países europeos se desplomaba y el déficit y la deuda se disparaban, los tipos de interés de la deuda han permanecido bajos y estables, las



Sin la independencia del BCE las deudas de España e Italia no serían sostenibles

Vayámonos haciendo a la idea de que esa ayuda no será gratis ni sin condiciones

primas de riesgo contenidas y la financiación de los países de la Eurozona asegurada. A pesar de la relajación de las reglas presupuestarias y fiscales y también de los requisitos de solvencia y liquidez de la banca, ante la magnitud del impacto del económico del Covid 19, sin la rápida y contundente actuación del BCE, estas medidas no hubieran sido suficientes, ni posibles. Hoy por hoy la única garantía cierta de supervivencia del Euro es el BCE.

Pero en la última semana el BCE se ha encontrado con una nueva gran piedra en el camino. Por segunda vez el Tribunal Constitucional (TC) de Alemania

ha emitido una sentencia en la que cuestiona parcialmente la política de compra de deuda del banco BCE, iniciada en 2015. Aunque respeta su metodología, le acusa de falta de proporcionalidad para la consecución del objetivo de estabilidad de precios y de afectar gravemente al resto las políticas y al equilibrio presupuestario. Para el TC alemán los excesos de la política monetaria expansiva de inyecciones masivas de liquidez y de tipos de interés cero o negativos están animando a los gobiernos a endeudarse excesivamente, arruinando a los ahorradores y manteniendo empresas insolventes que deterioran la productividad del sistema. No es la primera vez que torpedea al BCE. En la anterior crisis también se dirigió al Tribunal de Justicia Europeo (TJUE) conminándole para que se pronunciara sobre la legalidad de la actuación del BCE. El TJUE no le dio la razón. En esta ocasión el TC alemán pide al BCE que justifique y se pronuncie sobre la proporcionalidad de su actuación. En el caso de que no fuera satisfactoria su respuesta obligará al Bundesbank a no participar en la política monetaria del BCE, y a vender los más de 500.000 millo-

nes de deuda pública que acumula en su balance. El acontecimiento es de gran gravedad, ya que en plena crisis pandémica podría hacer peligrar la supervivencia de la Unión Monetaria por varias razones: pone en cuestión la supremacía de los tribunales europeos sobre las nacionales, propicia que los tribunales de otros países imiten su conducta, destruye la confianza y credibilidad del BCE, crea incertidumbre y desconfianza en los mercados financieros, limita sus posibilidades de actuación y pone en riesgo la supervivencia del Euro. El mismo día que se conoció la noticia las primas de riesgo de los países del sur de Europa comenzaron su escalada. Afortunadamente, la presidenta del BCE actuó con rapidez y contundencia afirmando que el BCE continuará haciéndolo lo que sea necesario para garantizar la estabilidad y la supervivencia de la Eurozona. Su declaración logró calmar a los inversores y las primas de riesgo retrocedieron. El BCE tiene que decidir si contesta o no, ya que el TC de Alemania no tiene competencia para cuestionar la actuación del BCE. Pero el riesgo sigue existiendo mientras el conflicto no se cierre definitivamente.

te, ya que, aunque el BCE puede seguir funcionando con el resto los países, sin el Bundesbank no es concebible la política monetaria, ni la Unión Monetaria.

Todo esto acontece en un momento de brutal impacto de la crisis en el crecimiento y el empleo, en el que los socios europeos han decidido olvidarse temporalmente de la austeridad que exige el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y endeudarse lo que sea necesario para garantizar la supervivencia y recuperación de los daños causados por la pandemia. Especialmente afectados serán los países del sur Europa como España que parten con economías muy debilitadas y con déficit y deuda pública muy alta. Sin el apoyo del BCE la deuda actual y el incremento de deuda que será necesaria en España y en Italia para sufragar el impacto del coronavirus ni será posible, ni tampoco sostenible. Refiriéndonos a España, los múltiples informes emitidos sitúan el déficit público en 2020 entre el 10% y el 15% del PIB y la deuda pública entre el 115% del PIB y el 125%. En el caso de Italia es peor porque parte de una deuda del 135% del PIB en 2019.

Con rescate o sin rescate, con ayuda del MEDE y del plan de recuperación o sin ayuda, sin el BCE las deudas de España y de Italia no serían sostenibles. Aunque se llegue a un acuerdo, y espero que así ocurra, el hecho es significativo porque visualiza la resistencia y los límites que van existir tanto para la actuación independiente del BCE como para la negociación de la ayuda y rescate de los países más débiles y más afectados por el coronavirus, como España.

Según las previsiones económicas de Bruselas, el déficit público estructural de España, el generado independientemente del ciclo económico, alcanzó en 2019 el 4% del PIB, el más alto de la Eurozona, y en 2020 alcanzará el 5,8%, el más alto de las grandes potencias europeas. Sin un apoyo extraordinario y sin límite del BCE la deuda de España y el sur de Europa no es sostenible y posiblemente tampoco será suficiente el rescate europeo y el plan de recuperación económica. No obstante, estoy convencido de que se alcanzará un consenso tanto para política monetaria del BCE como para el plan de ayuda y recuperación. Pero vayamos haciendonos a la idea de que ni será gratis, ni sin condiciones. Nos exigirán una hoja de ruta de acciones a medio y largo plazo y de reformas estructurales que garanticen la sostenibilidad y el equilibrio presupuestario. La vigilancia y el compromiso continuarán, quizás afortunadamente.