



## No todo vale Jordi Gual

Profesor de IESE

# Soplar y sorber



El Banco Central Europeo (BCE) se enfrenta, de nuevo, a un dilema que no tiene solución. Trata de alcanzar dos objetivos

que, en el fondo, son incompatibles: controlar la inflación y asegurar que el mercado financiero europeo no se fragmenta. Es decir, que los tipos de interés sean similares en toda la zona euro.

El primer objetivo exige restringir la liquidez subiendo los tipos. Esta es la única manera de devolver el genio de la inflación a su lámpara. El segundo requiere, por el contrario, aumentar las compras de deuda pública de los países de la Unión cuyas finanzas están en situación más precaria. El primer país en la lista es Italia. Su prima de riesgo ya se disparó el pasado martes hasta situarse en los 250 puntos básicos.

No se puede soplar y sorber al mismo tiempo, y este es el dilema existencial al cual se enfrenta la política monetaria europea. La subida de tipos es restrictiva, pero las compras de deuda son expansivas. Suponen una inyección de

**El reto**  
**El BCE trata de alcanzar dos objetivos que, en el fondo, son incompatibles: controlar la inflación y equiparar los tipos de interés**

liquidez, puesto que el BCE paga con dinero de nueva emisión. La evolución de la inflación en la zona euro ha confirmado los peores presagios. Se sitúa en cotas muy altas y gradualmente se está transmitiendo al conjunto de bienes y servicios. Ya no es una inflación temporal, y la credibilidad del BCE está en juego.

Al mismo tiempo, el ciclo de endurecimiento monetario continúa en prácticamente todo el mundo. La Reserva Federal estadounidense acaba de subir 0,75 puntos porcentuales, tras incrementar medio punto hace solo un mes. Los mercados financieros descuentan aún más subidas, y la tasa de referencia podría terminar cerca del 4% a lo largo del año que viene. Ante estas tendencias, el BCE no puede pretender que la zona euro está al margen.

Sí puede, transitoriamente, evitar la fragmentación de la eurozona sin incrementar sus compras totales de deuda pública. Cuando vence la deuda alemana que está en su poder puede, por ejemplo, asignar los fondos obtenidos a la compra de deuda italiana. Sin embargo, esta estrategia tiene límites técnicos y, especialmente, políticos. ¿Puede la eurozona embarcarse en un duro proceso de control de la inflación, subiendo los tipos de interés lo que sea necesario y, al mismo tiempo, mantener artificialmente bajos los costes de financiación de algunos estados de la eurozona? ¿Quién determina el nivel de los tipos de interés soberanos que supone un riesgo de fragmentación del mercado? Evitar dicha fragmentación ¿conlleva barra libre para las finanzas públicas de los países afectados? ¿O deberían las compras de deuda estar vinculadas a límites en el gasto público para asegurar así el rigor fiscal?

Los serios interrogantes que plantea el momento actual no debieran sorprendernos. La crisis del 2012 nos enseñó que la unión monetaria europea era frágil, por incompleta. Ha pasado una década, y las tensiones de hoy revelan lo que todos sabemos, que los avances han sido mínimos e insuficientes. |