

LA CRISIS DE LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA DE MARIO DRAGHI

ALBERTO RECARTE GARCÍA-ANDRADE

I. INTRODUCCIÓN

El aumento repentino de precios de principios de 2021 no preocupó a los Bancos Centrales; ni a la FED, ni al BCE, ni al Banco de Inglaterra. Todos pensaban que era una subida de precios transitoria. Eso, al menos, les indicaban sus modelos macroeconómicos. Cuando el incremento de precios se convirtió en permanente los Banqueros Centrales tuvieron que reaccionar y lo hicieron subiendo los tipos de interés. Sin entender, aparentemente, por qué se había producido el aumento de precios. Lo han achacado a la subida de los precios de la energía, a la guerra de Rusia contra Ucrania y a la aparición de cuellos de botella en sectores estratégicos de la economía como consecuencia de las distorsiones provocadas por la pandemia.

Lo que no han querido hacer es reconocer que, sin el aumento del dinero en circulación, provocado conscientemente por los Bancos Centrales, la subida de precios si podría haber sido transitoria y no habría afectado tanto a toda la economía.

Es muy probable que, sin distorsiones en el suministro de energía, sin guerra en Ucrania y sin cuellos de botella, se habría producido, en cualquier caso, un aumento de precios como consecuencia de la política monetaria de los Bancos Centrales.

La política monetaria de los Bancos Centrales sufre un cambio radical entre 2012 y 2014. Posiblemente el mayor en los últimos 150 años. En gran parte como consecuencia de la Gran Crisis Financiera de 2008.

La FED, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra adoptan la nueva política monetaria en fechas diferentes y con distintos ritmos. La FED es la precursora de esta nueva política, que sostenía

que el mundo occidental había sufrido cambios estructurales, que nos arrastraban a la deflación y al estancamiento. Y que sólo se podría superar esa situación reduciendo los tipos de interés de mercado para acercarlos a un tipo «natural» de interés, que era el que inicialmente se había reducido. Era necesario, incluso, llegar a tipos de interés negativos. Para lograrlo había que aumentar la Oferta Monetaria, es decir, el dinero en circulación en manos de los residentes del país que se tratara. Y si las entidades de crédito no podían hacerlo por sus limitaciones de solvencia o por temor a las pérdidas lo tenía que hacer el propio Banco Central. Con políticas monetarias «no convencionales».

Para analizar cómo se ha producido ese cambio, que consecuencias ha tenido en los tipos de interés, en la creación de dinero, en el comportamiento del gasto de los gobiernos, en la política crediticia de las entidades de crédito y en la inflación nos vamos a centrar en la política del Banco Central Europeo, por ser el que más afecta a España. Durante la pandemia la FED incrementó su balance todavía más que el BCE. En conjunto, el aumento desde 2012 ha sido similar al del BCE, pero los problemas que ha provocado son menores por el peso reducido de las entidades crediticias en la financiación de su economía.

La tesis central de la política monetaria tradicional afirma que si se aumenta la cantidad de dinero en circulación en manos de los residentes y se mantiene un funcionamiento normal de las instituciones monetarias (si la velocidad de circulación del dinero no varía) ese aumento provocará un aumento de precios, aunque parte de ese impulso monetario podría convertirse en crecimiento en determinadas condiciones. Es decir, si no hay crecimiento económico, el aumento de la Oferta Monetaria se traducirá en inflación.

La nueva política monetaria tergiversa esa cadena de reacciones. Parte del supuesto de que la economía no puede crecer por los cambios estructurales en Occidente, que provocan un ahorro excesivo, que no se gasta en bienes y servicios. Y que ese cambio nos conduce a la deflación y a la depresión. Para superarlo sólo existe un camino, aumentar como sea la Oferta Monetaria, que no provocará inflación sino crecimiento. Esa sería la nueva responsabilidad de los Bancos Centrales.

II. EL AUMENTO DE PRECIOS EN 2021 Y 2022

Es lógico que los primeros precios en crecer en 2021 fueran los de la energía. La producción de energía ha sido afectada por las políticas ESG, que no han permitido invertir ni financiar la producción de petróleo, gas, refinerías y plantas nucleares. Ni para hacer frente a las necesidades del mundo no Occidental, ni para cubrir la demanda complementaria que necesitan las energías renovables, eólica y solar, durante las fases en las que no están operativas. Hasta que se encuentre, y desarrolle, alguna forma de almacenar el exceso de energía que pueden producir las energías renovables cuando funcionan.

La crisis del gas es diferente. Ha sido provocada por la invasión rusa de Ucrania. En 2021 las importaciones totales de gas ruso por Europa alcanzaban el 40% del total. En 2022, probablemente se reduzcan al 9% y en 2023 habrán desaparecido. La subida del precio de la electricidad ha sido producida tanto por el sistema de fijación de precios de la electricidad que utiliza la Unión Europea, cómo por el aumento del precio del gas. Un sistema marginalista, que no tiene ningún soporte teórico cuando el precio del gas se dispara al dejar de importar gas de Rusia.

Igualmente es lógico que, después, subieran los precios de los transportes, seguidos de los de los productos agrarios, afectados tanto por el precio de la energía como por el de los transportes.

Y ahora se está produciendo el ajuste de los precios del resto de bienes y servicios. Hasta que el aumento general de precios refleje el del aumento de la Oferta Monetaria en el periodo 2016-2022.

Un aumento general de precios, como el que estamos viviendo, no tiene porqué convertirse en inflación. La inflación solía definirse como «un proceso continuado de subidas de precios y salarios». Ese proceso, que comenzaría con «una segunda vuelta» de subidas de precios y salarios, todavía no se ha producido. En parte, porque todavía tienen que adecuarse precios y salarios a la cantidad enorme de dinero que han puesto en circulación los Bancos Centrales de las principales economías. Y, en parte, porque para que la inflación se consolide hace falta seguir aumentando la Oferta Monetaria, lo que sólo puede hacerse si sigue creciendo el

Balance consolidado de la Eurozona, o el de Estados Unidos o lo hace la actividad crediticia de la banca. Si el Balance no crece, o se reduce, o suben suficientemente los tipos de interés, no habrá inflación. Pero si habrá recesión.

Si las entidades crediticias, es decir, la banca, utilizaran la enorme liquidez de que dispone en estos momentos para aumentar sus créditos a la economía, crecería, otra vez, bruscamente, la Oferta Monetaria. Para evitarlo los Bancos Centrales y, en concreto, el Banco Central Europeo, tiene que subir, con rapidez, los tipos de interés. Pero si el crecimiento de la Oferta Monetaria se reduce a cero súbitamente se controlará la inflación, pero entraríamos en recesión. Ese es el dilema que tiene que resolver el BCE. Cómo dejar de suministrar liquidez a la economía sin producir una catástrofe si se hace demasiado deprisa. Aunque los excesos monetarios del BCE han sido tan grandes que la gradualidad necesaria para evitar una depresión profunda dará, muy posiblemente, nuevas alas a la inflación.

III.

EL ORIGEN DEL DESBARAJUSTE MONETARIO

Durante la Gran Crisis Financiera, que comienza en 2008 y termina, con grandes diferencias entre países, en 2014, el presidente de la FED, Bernanke consigue imponer su tesis del descenso estructural del tipo de interés natural, lo que conllevaba que el problema de fondo fuera el exceso de ahorro y la deflación.

La política monetaria tradicional había dejado de funcionar, según Bernanke y sus seguidores. Los Bancos Centrales tenía que actuar para reducir los tipos de interés, y aumentar la Oferta Monetaria con medidas no convencionales: tipos de interés negativos, comprando activos, es decir, deuda, del Sector Público, e incluso del privado, e implementando operaciones financieras a largo plazo para asegurar que los precios subirían, al menos, hasta el 2% anual.

Los Bancos Centrales debían dejar de ser neutrales, en el sentido de Friedman, cuidadosos, defensores de su independencia ante todos los gobiernos y de exigir presupuestos públicos equilibrados. Los Bancos Centrales tenían que ser intervencionistas, tenían que

luchar contra la deflación por medios no convencionales y tenían que impulsar el crecimiento económico. Una tarea que nunca antes habían asumido, por más que entre las obligaciones de la FED esté el de reducir el desempleo y controlar la inflación.

Obviamente, una consecuencia de esta política, dispuesta a financiar las necesidades del Sector Público comprando su deuda se iba a traducir en un aumento del gasto público, que dejaba de tener freno por el coste nulo de la deuda, y por la seguridad de que el Banco Central la adquiriría. De hecho, los Bancos Centrales, no sólo la FED, han dejado de criticar los desequilibrios presupuestarios y han perdido, por el camino, la autoridad para poder exigir su limitación cuando fuera imprescindible. Como en este momento.

Después analizaremos las consecuencias de estas políticas monetarias. Basta adelantar que, en el caso de la Unión Monetaria Europea, el balance consolidado del Eurosistema, que integra al BCE y a los bancos nacionales de los países miembros, se transformó radicalmente entre 2014 y 2022:

1. A finales de 2014 el balance era de 2.208.253 *millones* de euros. En 2019, antes del comienzo de la pandemia, era de 4.671.425 *millones* y en septiembre de 2022 alcanzaba la cifra de 8.759.120 *millones*.
2. La Oferta Monetaria, la M_3 (que suma el dinero en metálico de los residentes, sus depósitos a plazo hasta los dos años y sus tenencias de determinados fondos y facilidades crediticias) creció un 35% entre 2014 y 2019 y un 23% entre 2020 y septiembre de 2022.
3. Su cartera de activos, compuestos tanto por deuda del Sector Público como por obligaciones del Privado, alcanzaron, en septiembre de 2022, los 5.109.522 *millones* de euros, cuando en 2014 eran de 366.511 *millones* de euros.
4. El BCE, además de comprar deuda pública y privada en esas cuantías, ha otorgado préstamos a los bancos para que, a su vez, concedieran créditos a los residentes. En 2014 esos préstamos eran de 630.341 *millones*. En septiembre de 2022 eran de 2.120.801 *millones*.

El BCE no tenía inconvenientes en dar préstamos a la banca para que prestara a los residentes. De esa forma ponía,

directamente, dinero en circulación y sustituía a la banca, limitada en su actividad crediticia por los tipos de interés negativos y por las exigencias de capital y provisiones aprobadas en Basilea III.

5. La suma de compras de activos al Sector Público y Privado, que hoy suman 5.109.522 millones y los préstamos a la banca, que alcanzan los 2.120.801 millones, totalizan 7.230.323 millones de euros. Un aumento de 6.009.717 millones de euros desde 2014 a septiembre de 2022. Ese es el aumento de dinero en circulación creado directamente por el BCE entre 2016 y 2022.
6. Esa cifra hay que relacionarla con el PIB de los países miembros de la Eurozona. En 2014 sumaba 10.132.878 millones de euros. En 2021 fue de 12.3813.115 millones de euros. Un incremento de 2.180.237 millones, un 9,1% en ese periodo.
7. La cartera de activos, básicamente deuda pública en 2014, era de 590.265 millones de euros, un 5,8% del PIB de los países miembros de la Unión Monetaria. En septiembre de 2022, los 5.109.522 millones de activos suponían el 41,5% del PIB en 2021.
8. La suma de activos y de préstamos a la banca sumaban en agosto de 2022, 7.230.323 millones. Un alucinante 59% del PIB de 2021.
9. Las entidades crediticias, la banca, no ha utilizado sus depósitos para conceder créditos. Que podría haberlos multiplicado por cinco, dado el carácter del sistema de reserva fraccionaria con el que funcionamos, sino que lo ha depositado, en la cuantía de 4.698.738 millones, en el BCE, en parte como cuenta corriente obligatoria y en parte como facilidad de depósito.

En Europa, el conjunto de las entidades crediticias de la banca quedó desmantelado como consecuencia de sus excesos y de la consiguiente Gran Crisis Financiera de 2008. La banca tuvo que reducir sus capitales y reservas, que apenas significaban el 2% de su balance, para absorber las pérdidas de su actividad. Después tuvo que recapitalizarse con porcentajes mucho más altos que antes de la crisis, y provisionar todos los créditos concedidos con

los criterios, mucho más estrictos, de Basilea III. Y tuvo que soportar un sistema de intervención propio y ajeno costoso y burocratizado, que le ha dejado poco margen para llevar a cabo políticas crediticias activas. Y ha tenido que operar con tipos de interés negativos. La consecuencia es que ha acumulado una liquidez, a la que se ha hecho referencia, que no ha podido, ni querido, gastar y que, en gran parte, ha depositado en el BCE. En la práctica, las entidades crediticias del Eurosistema se han convertido en filiales del BCE, que sólo dan crédito cuando el BCE les abre una línea de préstamos.

Resumiendo, en lo que respecta a las entidades crediticias, la Gran Crisis Financiera deja a la banca tradicional europea sin recursos. Su recuperación ha sido muy lenta y la política de tipos de interés cero del BCE les ha impedido cumplir el papel de financiador de la economía real. El BCE no ha hecho nada para facilitar el normal funcionamiento de la banca. Lo que si ha hecho es convertirse en el único banco comercial operativo de la Unión Monetaria.

IV.

LAS CIFRAS DE LA TRANSFORMACIÓN DEL BCE EN EL ÚNICO BANCO COMERCIAL DE LA EUROZONA

El reflejo de la nueva Política Monetaria se transparenta en varias series estadísticas. En primer lugar, en el balance consolidado del Eurosistema, que integra el balance del BCE con el de los bancos nacionales que componen la Unión Monetaria. En segundo lugar, en las estadísticas que recogen las compras de activos emitidos por entidades no financieras a la Eurozona, es decir, compra de Deuda Pública y Privada. En tercer lugar, con las que reflejan la evolución de la Oferta Monetaria, la M_3 , desde 2016 hasta la fecha. En cuarto lugar, la tasa de inflación desde 2014 y, en quinto lugar, el crecimiento del PIB de la Eurozona en el periodo 2014-2022 y el crecimiento de los precios en ese periodo.

En el activo del balance consolidado del Eurosistema las cifras más relevantes son las que reflejan las compras de deuda pública y privada y los préstamos a los bancos de la Eurozona para que, a su vez, presten a terceros.

En el pasivo del balance, además de la suma de billetes emitidos en circulación, hay otro renglón fundamental para explicar la política del BCE, la de depósitos de la banca de la Eurozona en el BCE. Que tiene, a su vez, dos renglones. El primero, el de las cuentas corrientes, incluidas las reservas mínimas obligatorias. El segundo, el de la facilidad de depósito, un dinero de gasto más inmediato, que se ha aparcado en el BCE, sin cobrar ninguna remuneración hasta hace unos días.

En 2008, cuando comienza la Gran Crisis Financiera, el balance del Eurosistema alcanza los 2.075.107 millones de euros. No hay nada destacable en ese año, salvo que los depósitos de la banca en el BCE suman 492.310 millones de euros.

Entre 2008 y 2010 no hay cambios significativos en el balance. En 2011 comienza la auténtica crisis del euro. El BCE interviene. Compra deuda pública de los países miembros y facilita liquidez a la banca concediendo préstamos. El balance consolidado crece hasta los 2.732.267 millones. A destacar, en el activo, préstamos a instituciones de crédito por 863.568 millones de euros y compra de deuda pública por 618.764 millones. En el pasivo, los depósitos de las entidades de crédito alcanzan los 849.477 millones, frente a 378.008 millones en 2010.

En 2012, el balance del Eurosistema aumenta hasta los 2.982.767 millones. Los préstamos a los bancos vuelven a crecer hasta los 1.126.019 millones y se reduce la deuda pública en el activo. En el pasivo los depósitos de las entidades de crédito aumentan hasta los 925.386 millones.

En 2013 y 2014, superada la crisis del euro, se reduce el balance consolidado hasta los 2.208.238 millones de euros en 2014. Los préstamos a los bancos caen hasta los 630.341 millones. La deuda pública en su activo termina en 590.265 millones. Los depósitos de la banca suman 366.511 millones. Una auténtica reducción cuantitativa, en la tradición de las políticas monetarias clásicas.

En 2015 comienza, inesperadamente, la nueva política monetaria. Mario Draghi, presidente del BCE, declara que *«es el momento de la expansión cuantitativa»*, es decir, el de incrementar sin miedo la Oferta Monetaria, de reducir a cero los tipos de interés y de monetizar, al cero por cien, la deuda pública de los países miembros. Con el mantra de que el tipo de interés natural se había reducido y

de que la inflación no sería ningún problema como se ponía de manifiesto en índices de precios a la baja en gran parte del mundo, porque el problema era la deflación.

En 2015 el balance del Eurosistema crece hasta los 2.781.145 millones. En 2016 vuelve a crecer hasta los 3661.439 millones. En 2017 alcanza los 4.467.611 millones.

En 2018 la cifra del balance es ya de 4.702.733 millones. Un crecimiento superior al 100% sobre la de 2014. El activo del Eurosistema refleja las causas de ese crecimiento. Los préstamos a la banca son de 734.381 millones. La compra de deuda pública y privada es ya de 2.899.300 millones. En el pasivo, los depósitos de los bancos suman 1.853.802 millones. Una muestra de la parálisis crediticia de la banca, incapaz de funcionar con los tipos de interés en el 0%. Desde el punto de vista puramente monetario el que la banca tenga cuentas corrientes en el BCE de ese calibre (1.230.153 millones) aumenta la Base Monetaria pero no la Oferta Monetaria.

No cabe duda de que Mario Draghi había transformado la financiación de la economía europea. Para peor. Innecesariamente. Y a Draghi le ha sucedido una política, Lagarde, que no ha puesto en duda, ni ella ni los representantes de los países miembros en el Consejo del BCE, los fundamentos de esa nueva política monetaria, que en el mejor de los casos quería conseguir que los precios crecieran al 2% anual.

En 2019 se estabiliza el balance del Eurosistema. Decrece hasta los 4.671.425 millones de euros. La compra de activos alcanza los 2.847.102 millones. Y los préstamos a los bancos sumaron 624.232 millones. Los depósitos de los bancos en el BCE alcanzaron 1.813.377 millones. Esa era la situación justo antes del comienzo de la pandemia en marzo de 2020. Si ésta no hubiera tenido lugar es muy posible que hubiera habido un repunte de la inflación, pues en el periodo 2016-2018 la Oferta Monetaria había subido un 14,1%.

La forma de hacer frente a la pandemia, económica y monetariamente, ya había sido ensayada en el periodo 2016-2019. El Sector Pública se endeudaba, la deuda la compraba el BCE y los ingresos estatales se transferían a familias y empresas, que los gastaban o los ahorraban depositándolos en sus bancos. Y los bancos o los esterilizaban en el BCE o los utilizaban, mínimamente, para dar créditos porque podían utilizar los préstamos del BCE con ese objetivo. Los particulares,

familias y empresas, aumentan sustancialmente su ahorro ante la imposibilidad de gastar lo necesario, y lo deseado, dada la parálisis económica mundial.

En 2020, el balance del Eurosistema se dispara hasta los 6.997.658 *millones de euros*. En el activo, los préstamos a los bancos suman ya 1.793.194 millones y las tenencias de deuda pública y privada son de 3.890.770 millones. En el pasivo, los depósitos de las entidades de crédito se sitúan en los 3.489.368 millones. Era lógico que en 2021 siguiera creciendo el balance del Eurosistema, pero no en la cuantía en la que lo hizo. Ni los gobiernos nacionales ni el BCE fueron capaces de empezar a poner límites al gasto en compra de deuda pública, que se hacía al 0% de interés. El balance consolidado del Eurosistema termina ese ejercicio en los 8.564.361 *millones de euros*. En el activo, los préstamos a los bancos aumentan hasta los 2.201.886 millones y la tenencia de deuda pública y privada hasta los 4.886.410 millones de euros. En el pasivo, las cuentas corrientes de las entidades de crédito vuelven a dispararse hasta los 3.512.153 millones que, sumados a la facilidad de depósito alcanza los 4.293.938 millones.

En el año en curso, sin pandemia, la evolución de todas esas cifras hasta el mes de septiembre no deja lugar a dudas respecto a la irresponsabilidad fiscal de los gobiernos y la complacencia del BCE, que sigue operando como si no hubiera inflación y no tuviera ninguna obligación de controlarla por la vía de poner límites a la expansión cuantitativa lanzada por Mario Draghi, hasta el mes de julio. El balance en el mes de septiembre era de 8.759.120 *millones de euros*. En el activo, se mantienen los préstamos a los bancos, en 2.192.326 millones, pero la compra de deuda pública y privada vuelve a crecer hasta los 5.109.522 millones. Otros 223.112 millones más en nueve meses. En el pasivo, los depósitos de las entidades de crédito suman en total 4.378.209 millones, pero con una distribución muy diferente entre cuentas corrientes, 318.251 millones y facilidades de depósito por 4.059.958 millones. Lo que significa que las entidades de crédito podrían estar cambiando de actitud ante la subida de los tipos de interés. El BCE ha reaccionado y en su reunión de 27/10/22 ha aprobado remunerar las cuentas corrientes y las facilidades de depósito, al 1,5%, para evitar la monetización de esos depósitos.

La pandemia, y la postpandemia, desde finales de 2019 hasta septiembre de 2022, han supuesto un *aumento del balance consolidado del Eurosistema de 4.135.685 millones de euros*. Mientras la expansión cuantitativa de Draghi sumó entre 2014 y 2019, 2.363.187 millones. En lo que respecta a compra de activos, públicos y privados, la pandemia y la postpandemia han sumado 2.262.420 millones entre finales de 2019 y septiembre de 2022. Mientras la expansión cuantitativa de Draghi, entre finales de 2014 y 2019, supuso un aumento de ese tipo de activos en el balance de 2.256.837 millones. Unas cifras casi idénticas, que reflejan que la política de monetizar deuda pública, sin pagar siquiera los intereses, estaba institucionalizada por los equipos directivos del BCE.

La diferencia entre la expansión del balance de Draghi y la de la pandemia y la postpandemia es muy evidente en el volumen de préstamos a los bancos, que no crece entre 2014 y 2019 y que aumenta en 1.496.569 millones entre 2019 y septiembre de 2022. Por su parte, el peso de los depósitos de las entidades de crédito en el pasivo aumentó en 1.446.866 millones entre 2014 y 2019 y en 2.453.252 millones desde 2019 hasta septiembre de 2022.

V.

LA EVOLUCIÓN DE LA OFERTA MONETARIA Y LA INFLACIÓN EN LA UNIÓN MONETARIA

A finales de 2014, antes de la expansión cuantitativa de Mario Draghi, la Oferta Monetaria (M_3) era de 10,35 billones de euros. A finales de 2019 esa cifra era ya de 13 billones. Un crecimiento del 35%.

En 2020, alcanzó los 14,5 billones. En 2021, 15,5 billones y en agosto de 2022 se situaba en los 16 billones. Un crecimiento, en tres años, del 23%.

Un crecimiento, por tanto, del 58% desde 2014 hasta la fecha. Que, teóricamente, tendría que haber producido una subida de precios porcentualmente parecida en ese mismo periodo si no hubiera habido cambios en la velocidad de circulación del dinero ni en la actividad económica. Lo que no ha ocurrido porque, como se puede ver en las cifras del balance del Eurosistema, una parte

muy importante del aumento del dinero en circulación se ha depositado en el BCE. Y porque lo que se denomina la velocidad de circulación del dinero se ha reducido, probablemente, por la situación bancaria. Y, obviamente, por la recesión y paralización mundial de la economía entre marzo de 2020 y mediados de 2021.

Los precios suben muy poco en la Eurozona entre 2014 y 2020, apenas un 7% en total. Las condiciones cambian a principios de 2021. Se recupera la demanda de bienes y servicios y suben los precios un 5%. En 2022, con un crecimiento económico mucho menor que el año anterior, los precios pueden subir, en promedio, otro 10%. En conjunto, un 22% entre 2014 y 2022.

Por su parte, hemos visto que el PIB de los países de la Eurozona aumentó un 9,1% entre 2014 y 2021. En conjunto, la suma de precios y de aumento del PIB en ese periodo alcanza, por tanto, un 31.1%.

Muy lejos, todavía, del 58% que ha aumentado la Oferta Monetaria en ese mismo plazo.

Al haberse normalizado la actividad económica y la bancaria, la tarea del BCE es, ahora, evitar que se cierre la brecha entre Oferta Monetaria e inflación acumulada. Hasta ahora el BCE ha respondido con lentitud. En Estados Unidos, con crecimientos menores de la Oferta Monetaria, excepto en el periodo 2020-2021, ante la evidencia de que la inflación había despertado, la FED comenzó a subir los tipos de interés en marzo de 2022. El BCE lo hace 4 meses más tarde, en julio de 2022.

Además de la política del BCE, la Comisión Europea también colabora con el aumento de la Oferta Monetaria, al aprobar 750.000 millones de euros para la reconstrucción económica tras la pandemia. Que se financiarán, obviamente, por el BCE, a tipos de interés muy reducidos. El denominado Plan para la Recuperación de la Unión Europea.

Otra de las consecuencias de que la cantidad de dinero en circulación siga aumentando en la Unión Europea mientras parece que no lo hace en Estados Unidos, es la desvalorización del euro frente al dólar norteamericano. Lo que acelera nuestra inflación pues, además, la energía y la mayor parte de las materias primas que importamos cotizan en dólares.

VI.
LAS CONSECUENCIAS (NO QUERIDAS) DE LA POLÍTICA
MONETARIA DE DRAGHI, LA PANDEMIA
Y LA POSTPANDEMIA

1. La consecuencia más obvia es que ha sido fácil expandir el tamaño del balance del Eurosistema, pero que reducirlo es enormemente complicado.

Draghi decidió aprovechar la capacidad de expansión del balance en 2015. Y lo hizo doblando su tamaño en apenas tres años. Debería haber tenido en cuenta que había que dejar espacio para accidentes que obligaran a volver a rescatar el Sistema Financiero de la Unión Monetaria como él hizo en el periodo 2010-2012. No dejó mucho margen y hoy el balance, con las implicaciones que tiene para la política monetaria y fiscal, se ha multiplicado por cuatro por la pandemia y por el descontrol de la postpandemia.

Más inconcebible es la política monetaria de Lagarde. No sólo no ha puesto obstáculos a seguir monetizando la deuda pública cuando la pandemia se había ralentizado, sino que ha sido beligerante con la política de bajos tipos de interés. La última aceleración del crecimiento del balance del Eurosistema se lo debemos a ella y a su equipo. Sólo quiero recordar que en abril de 2021 el BCE aprobó un nuevo criterio sobre el margen que tenían para que la inflación se estabilizara en torno al 2%. Un objetivo que creían que se tardaría años en lograr. Se creían que el aumento de precios era transitorio.

2. La pérdida de autoridad de los Bancos Centrales. Tanto Bernanke en la FED como Draghi, mucho más tarde, en el BCE y el Banco de Inglaterra, entre los más importantes Bancos Centrales, renunciaron a su independencia y neutralidad y bendijeron la compra de deuda pública sin límite. Se inventaron una nueva política monetaria, que sólo ellos podían manejar. El BCE se convirtió en el único banco comercial de la Eurozona. Financiaba presupuestos equilibrados y desequilibrados. Daba dinero a la banca para que diera créditos con unos objetivos cada vez más etéreos.

Ese cambio de comportamiento no les permite ahora tomar las medidas necesarias para controlar la emisión de deuda pública. Incluso la subida de tipos de interés la justifican tíbiamente. Saben que han perdido prestigio, credibilidad y, sobre todo, autoridad.

3. Tampoco previeron los Banqueros Centrales que su nueva política monetaria, que permitió a todos los gobiernos aumentar el gasto público sin preocuparse por cómo se financiaba, tenía el riesgo de que aumentara el volumen de deuda pública hasta niveles inmanejables; si alguna vez los tipos de interés dejaban de ser cero o negativos. España es un ejemplo. En 2019 la deuda pública era el 100% del PIB. En 2022 terminará en torno al 117% del PIB. Si los tipos de interés a los que se coloca esa deuda subieran al 4%, por ejemplo, el gasto en intereses supondría más de 60.000 millones de euros anuales. Ese gasto no se producirá en uno, sino en cinco o seis años, pero es seguro que ocurrirá.

Una situación común al conjunto de los países miembros de la Unión Monetaria que tienen una deuda pública superior al 100% del PIB. Por lo que la subida de los tipos de interés tiene el efecto de reducir el crecimiento económico y de aumentar el déficit público, hasta cuantías que, a su vez, pueden obligar a volver a aumentar los tipos de interés.

4. El impulso al populismo político.

La política de gasto público financiada sin problemas por los Bancos Centrales ha reafirmado el convencimiento de los progresistas de todos los partidos de que había que incrementar el gasto social. Ellos parecían tener razón. Por su parte, los conservadores se han encontrado con que no tenían argumentos para defender la moderación en el gasto público y los equilibrios presupuestarios. Esa política la habían dejado de defender incluso los Bancos Centrales. Por eso, todos los partidos son ahora populistas en el gasto público. Son tan populistas Biden como el amoral Trump, la dimitida Liz Truss, que ni siquiera había discutido su plan fiscal con el Banco de Inglaterra, como nuestro también amoral presidente del gobierno.

5. La debilidad de la propia Unión Monetaria.

El Draghi del «whatever it takes» ha sido sepultado por el de la «expansión cuantitativa». El primero afianzó el euro en un momento crucial. El otro, junto con Lagarde, la pandemia y la postpandemia volverán, probablemente, a poner al euro en el disparadero.

Las diferencias económicas entre los 25 países que tienen el euro como moneda, son cada vez más evidentes. Los tipos de interés a los que cada uno coloca su deuda pública son cada vez más dispares. Si esas diferencias continúan ensanchándose será muy difícil evitar una crisis como la de 2010-2011. El BCE ha aprobado un sistema de compensación para paliarlo. Pero parece muy frágil y posiblemente generará enfrentamientos entre los países miembros si los costes de igualar los tipos de interés entre los miembros se aceleraran. Las diferencias entre el Norte y el Sur podrían reaparecer. Otra vez.

Estas cinco «unintended consequences» de la nueva política monetaria no son las únicas. Son sólo un recordatorio de que las decisiones monetarias que se alejan de la neutralidad y la prudencia terminan por convertirse en problemas que pueden ser casi insolubles.