

Señor Presidente, Señorías,

Quisiera comenzar agradeciéndoles esta convocatoria. Es para mí un honor poder dirigirles la palabra y poder expresarles algunas cuestiones que creo de interés para los trabajos de esta importante Comisión de Reconstrucción.

Y, sin más preámbulos, permítanme entrar en materia.

“Dentro de su mandato, el BCE hará lo que sea necesario para preservar el euro y, créanme, será suficiente”.

En pocas ocasiones, una frase tan corta ha tenido efectos tan decisivos en el mundo económico. Fue pronunciada por Mario Draghi, entonces presidente del Banco Central Europeo, el 26 de julio de 2012, en una conferencia en Londres.

Aquello tiene especial relación con el tema que quiero abordar hoy y que, en mi opinión, constituye uno de los acontecimientos más relevantes que se han producido en tiempos recientes en la Unión Europea. Me refiero al Programa de Compra de Valores del Sector Público (PSPP por sus siglas en inglés, por “Public Sector Purchase Program”) iniciado por el Banco Central Europeo a principios de 2015, y la confrontación que ha generado entre el Tribunal de Justicia de la Unión Europea y el Tribunal Constitucional alemán. Confrontación aún no resuelta, y de cuya resolución definitiva puede depender en buena medida la situación de las cuentas públicas españolas.

Para exponer esta materia, que tiene algunas complejidades jurídicas y económicas, dividiré mi exposición en las siguientes partes:

1. El mandato del BCE. Orientaciones generales de política monetaria.
2. Origen del PSPP y relevancia económica que ha adquirido, tanto en la zona euro como en España.
3. Líneas básicas del procedimiento seguido ante el Tribunal Constitucional alemán y ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea.
4. Los efectos que tendría para España la interrupción del PSPP.
5. Algunas conclusiones.

1. El mandato del BCE

Según los tratados de la Unión Europea, y sus Estatutos, el papel del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo tiene algunas características bien definidas: (i) es responsable de la política monetaria; (ii) es independiente de las demás instituciones de la UE y de los gobiernos de los Estados miembros; y (iii) tiene un mandato muy específico que es “el mantenimiento de la estabilidad de precios”.

a. La estabilidad de precios

Obsérvese que es un mandato muy preciso en su definición cualitativa, pero no cuantitativa. Suele ser el mandato habitual de los bancos centrales aunque algunos, como la Reserva Federal de los Estados Unidos, tienen un mandato mixto de pleno empleo y estabilidad de precios.

La estabilidad de precios se ha considerado tradicionalmente como el medio para asegurar que las decisiones económicas a medio y largo plazo se adoptan con fundamento y seguridad y

pudiendo comparar los precios de los diferentes bienes y servicios que se ofrecen en los mercados.

Pero ¿qué es la estabilidad de precios desde un punto de vista cuantitativo? ¿quién la define? Ni los Tratados de la Unión ni los estatutos del BCE definen cuantitativamente en qué consiste esa estabilidad. La define el propio BCE diciendo que es aquella situación en que el incremento de precios a medio plazo se mantiene por debajo, pero cerca, del 2%.

Dicho límite cuantitativo del 2% puede plantear varias preguntas, en las que se mezclan conceptos jurídicos y económicos.

- i. En primer lugar, la más obvia ¿por qué el 2% y no el 0%? Parecen más estables unos precios en los que no hay inflación que unos en los que sí la hay, aunque parezca reducida. Se ha justificado tradicionalmente este 2% con los siguientes argumentos: (i) una inflación oficial del 2% suele ser cercana al 0% real dada la dificultad objetiva de medir la inflación; (ii) en el ámbito UE por los criterios dispares de medición que existen entre las distintas economías; y (iii) lo más importante, para alejarse decididamente del riesgo de deflación, fenómeno aún más temido por los economistas que la inflación. Pero es un objetivo y un umbral que no es compartido por todos los economistas. Es más, al parecer se ha planteado recientemente la posibilidad de revisar ese objetivo.
- ii. En segundo lugar, ¿es realmente un 2% una inflación reducida? Quizás no tanto como puede parecer a primera vista. Una inflación del 2% implica una duplicación del nivel de precios en un plazo de 35 años y este plazo es algo inferior a la vida laboral de una persona y algo superior a los plazos habituales de las hipotecas concedidas en España. Es decir que no es un efecto inapreciable, en la

medida en la que puede influir en las decisiones de ahorro, gasto e inversión que haga una persona.

- iii. Por otro lado, este umbral del 2% plantea también un interrogante jurídico: ¿cómo es que el mandatario (en este caso el BCE) es el que tiene la potestad jurídica de delimitar el ámbito de su mandato (el mantenimiento de la estabilidad de precios)? Llama especialmente la atención en la sentencia TJUE Weiss en la que se atribuye a esta cifra del 2% un valor casi de Tratado. El TJUE encuentra la justificación fundamental del PSPP en el hecho de que la inflación de la Eurozona se encuentra lejos del 2% propuesto. En alguna medida, el 2% se convierte en un fin en sí mismo.

Una vez planteados los interrogantes anteriores, se acepta generalmente que el mantenimiento de una cierta tensión inflacionista incentiva el consumo mediante el abaratamiento del crédito. Además, produce el efecto beneficioso, para los préstamos o créditos asegurados con garantía real, de disminuir aceleradamente la proporción de deuda viva sobre garantía (o Loan to Value) a medida que se va devolviendo el préstamo. Esto facilita a su vez la movilización de grandes carteras de crédito mediante su enajenación o titulización y la reducción de la presión de insolvencia en los balances bancarios.

b. Los tipos de interés

Es, era, el gran instrumento tradicional de política monetaria. El BCE establece los siguientes tres tipos de interés:

- La tasa de interés de las principales operaciones de refinanciación que se sitúa actualmente en el 0%
- La tasa de interés de la facilidad de depósito, que es en la actualidad de -0,5%

- La tasa de interés sobre la facilidad marginal de crédito que es actualmente del 0,25%

Muchas veces se ha saludado como una noticia positiva la disminución de los tipos de interés, entre otras cosas porque el efecto inmediato en los mercados de capitales suele ser alcista. La pregunta que debemos formularnos es si se trata realmente en toda circunstancia de una buena noticia. Generalmente lo es a corto plazo, pero presenta también varios inconvenientes.

- i. El primero, más evidente y en el que ya nos encontramos, es que la reducción de tipos de interés tiene un límite. Cuando el tipo de interés llega a 0, se ha perdido el instrumento. Se está hablando últimamente, e incluso se están poniendo en práctica, los tipos de interés negativos, pero convendrán conmigo en que constituyen un terreno desconocido, cuando no una desviación conceptual: cuando el prestamista tiene que pagar para prestar dinero, es que algo funciona de modo extraño. Solamente puede tener sentido económico si se trata de un entorno deflacionista en el que la pérdida de remuneración por intereses se ve compensada por la disminución generalizada de precios. Pero ya hemos señalado que los economistas tienen casi más miedo a la deflación y a la espiral deflacionista, que al fenómeno inverso.
- ii. Unos tipos de interés que se sitúan por debajo de la inflación inducen necesariamente al consumo y penalizan el ahorro. El ahorro, en tal circunstancia, deja de ser un comportamiento económico razonable. ¿Para qué privarse de consumir ahora si el dinero valdrá menos en el futuro? A mi entender, es absolutamente fundamental incentivar el ahorro privado. Es uno de los principales motores de la inversión generadora de crecimiento, pero también de la estabilidad económica, tanto a nivel macroeconómico como microeconómico. Y existen dos palancas

fundamentales para fomentarlo: la política fiscal y la política monetaria. Podemos profundizar más sobre ello en el turno de réplica.

- iii. La reducción de tipos de interés ha hecho que la actividad típica bancaria sea cada vez menos rentable. Una de las consecuencias de esa reducción de la rentabilidad típica bancaria es que la búsqueda de rentabilidad ha tenido que guiarse hacia las operaciones en masa y sin discriminación de los clientes a quienes se ofrecía productos bancarios que o bien podían no ser los adecuados, o bien conllevaban un riesgo superior al realmente explicitado. Parece que debemos defender que la actividad bancaria sea rentable per se. Los bancos tienen una misión fundamental en cualquier economía desarrollada, canalizando fondos desde sectores excedentarios de ahorro y liquidez hacia sectores demandantes y rentables.
- iv. Los tipos de interés excesivamente bajos han facilitado un enorme crecimiento del endeudamiento público. El problema es que se está endeudando a las generaciones venideras. Son los hijos y nietos los que tienen que pagar el bienestar de sus padres y abuelos. La cuestión es: ¿se les permitirá que paguen por su propio bienestar?
- v. Obliga a poner en marcha otros instrumentos menos convencionales de política monetaria.

Y con ello ya entramos de lleno en el PSPP.

2. Origen del PSPP y relevancia económica que ha adquirido

a. Origen

El antecedente inmediato del PSPP lo constituye el Programa aprobado por el BCE en agosto y septiembre de 2012 para llevar

a cabo operaciones monetarias de compraventa de títulos (“Outright Monetary Transactions” u OMT). Recordarán probablemente que dicha decisión se dio a conocer mediante un comunicado de prensa del BCE.

Este programa fue inmediatamente cuestionado en Alemania y dio lugar a un procedimiento judicial seguido ante su Tribunal Constitucional, en el que este planteó una cuestión prejudicial al Tribunal de Justicia de la Unión Europea, que fue resuelta mediante sentencia de 16 de junio de 2015. En esta sentencia, el Tribunal de Justicia concluía que el programa de compras de bonos soberanos iniciado por el BCE en septiembre de 2012 no contravenía los Tratados ni los Estatutos del BCE. En esa ocasión, el TC alemán se aquietó a la decisión del TJUE aunque con determinadas advertencias sobre los requisitos de los programas.

En cierto modo como continuación del programa anterior, el BCE aprobó en marzo de 2015 el famoso PSPP que ha sido objeto de la sentencia Weiss y de la reciente sentencia del Tribunal Constitucional alemán. Esta vez sí se publicó una decisión formal por el BCE, la 2015/774. El PSPP ha sido modificado con posterioridad en diversas ocasiones, pero en esencia tenía las características siguientes:

- Habilitaba al Eurosistema a la compra de bonos soberanos que tuvieran determinada calificación crediticia, así como títulos de deuda emitidos por determinados organismos internacionales.
- Establecía un reparto para la adquisición de dichos títulos entre el BCE y los BCN y asignaba a cada BCN la función de comprar los títulos emitidos dentro de su propia jurisdicción, en función de lo que se conoce como capital key.

- Señalaba una serie de características de las compras para evitar incurrir en infracción del artículo 123 TFUE (prohibición de asistencia financiera directa a los Estados miembros por parte del BCE), tales como: plazo máximo y mínimo de vencimiento, volumen máximo de compras tanto por emisión como por emisor, período mínimo entre mercado primario y secundario (conocido como black-out).
- Señalaba expresamente la condición de pari-passu de la deuda detentada por el BCE con respecto a los demás acreedores.
- Señalaba un plazo de duración máxima del programa que se ha ido ampliando sucesivamente.

b. Relevancia que ha adquirido

La importancia del PSPP está fuera de toda duda en términos estrictamente numéricos.

A finales del año 2014, el activo en balance del BCE ascendía a 2,2 billones de euros (entiéndanse billones españoles, es decir millones de millones, 10^{12} , o lo que en inglés llaman trillones). La partida en balance del BCE denominada “*valores mantenidos con fines de política monetaria*” ascendía por entonces a 0,2 billones. Pues bien, a finales de 2019, el activo del BCE asciende a 4,6 billones de euros. Se ha más que duplicado desde finales de 2014. Se ha incrementado en casi 2,5 billones de euros. Y dicho incremento se debe, casi en su totalidad al incremento de la partida de “*valores mantenidos con fines de política monetaria*” que se ha incrementado en más de 2,4 billones de euros (solamente 50.000 millones de euros de diferencia con el incremento del total del activo). Recuérdese que esta partida se mantuvo a 0 hasta el 31 de diciembre de 2008. Y ahora constituye el 56% del activo total del BCE.

En definitiva, la partida de “*valores mantenidos con fines de política monetaria*” es, con diferencia la mayor del balance del

BCE y es la que empezó a crecer exponencialmente a partir de la famosa decisión de 2015.

¿Qué ha significado para España? Ha supuesto que el Banco de España también incorpore en su balance una cantidad considerable de valores representativos de deuda emitida por Administraciones Públicas, habiéndose incrementado dicha partida desde el comienzo del PSPP hasta finales de 2019 en una cantidad algo superior a los 200.000 millones de euros, para alcanzar los 246.000 millones de euros. Esta cantidad representa casi el 20% del PIB español.

Ello ha coadyuvado a mantener las primas de riesgo en niveles muy bajos. Cuando se inició el programa en 2015, la prima de riesgo española se situaba ligeramente por debajo de los 100 puntos básicos. A fecha de hoy, incluso en medio de la epidemia de coronavirus, se encuentra en el mismo nivel, aunque en estos últimos meses hemos tenido algunos sobresaltos, llegando la prima a alcanzar los 155 puntos básicos en abril, desde un mínimo a finales del año pasado ligeramente superior a los 60 puntos.

Quisiera recordar que dicha prima había alcanzado los 638 puntos básicos el 24 de julio de 2012. Y quisiera recordar también que hasta principios de 2015 otros factores contribuyeron a rebajar la presión sobre el bono soberano español. Podría citar como más significativos: el esfuerzo de consolidación fiscal llevado a cabo desde 2012, la culminación exitosa de la reforma del sector financiero, y la reactivación del mercado de trabajo merced a la reforma laboral.

Pero no cabe duda de que, hoy por hoy, el mercado es especialmente sensible a los programas de compras de activos mantenidos por el BCE.

3. Líneas básicas del procedimiento seguido ante el TJUE y ante el TC alemán

Quisiera, a continuación, aportar algunos detalles de la confrontación jurídica que se ha producido y que, en mi opinión, son reveladores del riesgo que se corre.

a. Aspectos procedimentales

En el año 2015, una serie de ciudadanos alemanes iniciaron el recurso ante el Tribunal Constitucional de su país por considerar que ni el Gobierno alemán, ni el Bundestag, ni el Bundesbank habían adoptado las medidas necesarias para evitar el PSPP, considerando que dicho programa excedía de las competencias del BCE y, además, suponía una infracción de la prohibición de financiación monetaria de los Estados por parte del BCE, prohibición recogida en el artículo 123 del TFUE.

Dado que se estaban enjuiciando cuestiones que relevaban de la interpretación de los tratados y de la normativa UE, el TC alemán decidió elevar la correspondiente cuestión prejudicial al TJUE. El TJUE dictó sentencia el 11 de diciembre de 2018 (la conocida como sentencia Weiss) en la que venía a reconocer que el PSPP no se oponía a los tratados ni a la normativa de la Unión, encontrando su justificación fundamental en el hecho de que perseguía el propio mandato del BCE: conseguir un objetivo de inflación a medio plazo del 2%. Considera el TJUE que no existe instrumento más adecuado que dicho programa.

Tras la decisión del TJUE, volvieron las actuaciones al Tribunal Constitucional alemán que dictó sentencia el 5 de mayo pasado, hace justo un mes. Y el Tribunal Constitucional alemán dijo básicamente lo siguiente: tanto la decisión del TJUE como la del BCE al aprobar el PSPP constituyen actos ultra-vires (fuera de sus respectivas competencias) por no haber valorado adecuadamente la regla de proporcionalidad y la necesidad de

que la política monetaria del BCE no invada las competencias de política económica de los Estados miembros.

En consecuencia, señaló que ni el pronunciamiento del TJUE ni las decisiones del BCE tienen efecto vinculante para los órganos constitucionales alemanes. En cambio, el TC alemán consideró que no queda acreditada la vulneración de la prohibición de financiación monetaria, habida cuenta de las cautelas incluidas en el PSPP.

El TC no se limita a estas declaraciones, sino que da un plazo de tres meses al BCE para justificar el principio de proporcionalidad y requiere al Bundesbank para que en su caso comience un programa de venta de los bonos alemanes que detenta, de acuerdo con el propio BCE.

La colisión es manifiesta y de enorme gravedad, y todavía no están claras sus consecuencias. El BCE ha señalado que no está vinculado por la sentencia del TC alemán, la Comisión Europea ha señalado la posibilidad de iniciar un procedimiento de infracción contra Alemania, y el Bundestag ha dicho recientemente que no iba a hacer nada en ejecución de la sentencia del TC alemán. El presidente del Bundesbank se limitó a señalar que apoyaría los esfuerzos para justificar la proporcionalidad del programa, respetando la independencia del BCE¹.

Es decir que el asunto no parece del todo concluido. Y no parece realista pensar que la República Federal Alemana pueda aquietarse existiendo un pronunciamiento tan claro de su Tribunal Constitucional. Tampoco es realista pensar que, con

¹ "A su juicio, el Tribunal Constitucional Federal destaca características importantes del PSPP que, en general, garantizan un margen de seguridad suficiente para la financiación monetaria de los gobiernos. He indicado la importancia de este margen en el pasado. El Consejo de Gobierno del BCE tiene ahora un período de tres meses para presentar sus deliberaciones sobre la proporcionalidad del programa. Respetando la independencia del Consejo de Gobierno del BCE, apoyaré los esfuerzos para cumplir con este requisito."

serias reservas constitucionales por parte de Alemania, este tipo de programas se puedan mantener indefinidamente.

Es necesario mencionar que el PSPP en su versión de 2015 ha sido derogado y sustituido por el Programa de compra de valores públicos en mercados secundarios aprobado en febrero de este año. Pero es un programa de naturaleza similar.

Por otro lado, el BCE ha puesto en marcha en fechas muy recientes el Programa Especial de Adquisición de Activos por la Pandemia (PEPP por “Pandemic Emergency Purchase Program”) que también tiene características similares, aunque dos diferencias principales: (i) permite apartarse del criterio de proporcionalidad (capital key) en la adquisición de activos; y (ii) establece una excepción a la necesaria calificación de los activos al permitir expresamente la adquisición de bonos griegos. Ello tiene relevancia en materia de financiación monetaria, como explicaré a continuación.

Hemos visto como ayer mismo el BCE ha decidido extender la cuantía de este programa de los 750 MM iniciales en otros 600 MM.

b. Los cuestionamientos jurídicos y económicos que suscita el PSPP

Algunos de los cuestionamientos más relevantes puestos de manifiesto en la sentencia del Tribunal Constitucional alemán son los siguientes:

- El PSPP puede suponer un contra incentivo para cumplir los principios de disciplina fiscal recogidos en el artículo 126 TFUE.
- El PSPP, por efecto del mantenimiento de unos tipos de interés excesivamente bajos, puede suponer una merma de rentabilidad para el ahorro y para los fondos de pensiones.

- El PSPP puede suponer un falseamiento de la competencia y de las reglas de sana gestión de las entidades de crédito y de otras empresas, al sacar de su balance determinados títulos de deuda e inundar el mercado de liquidez.
- El PSPP puede dar lugar a la formación de burbujas inmobiliarias.

Estos efectos adversos sobre la economía son los que el TCA considera insuficientemente ponderados tanto en las decisiones del BCE como en la sentencia Weiss. Y el juicio de proporcionalidad debe referirse a los aspectos antes mencionados. Me permito añadir que, para el TC alemán, tal y como está redactada su sentencia (en unos términos francamente duros), no se trata tanto de evaluar los efectos en los aspectos anteriores, sino de justificar los efectos adversos que produce desde un punto de vista económico.

El TC alemán, sin embargo, no considera que quede acreditada la financiación monetaria. Tampoco dice taxativamente lo contrario. Pero recoge toda una serie de criterios que, a su juicio, son los que deben tenerse en cuenta para evaluar si existe o no financiación monetaria.

- i. La contribución al programa según criterios de proporcionalidad equivalentes a la participación de cada Estado miembro en el capital del BCE (capital key). Esto evita las compras discrecionales de unos bonos en perjuicio de otros. Nótese que en el PEPP este capital key ha prácticamente desaparecido y que, por ejemplo, se ha disparado la compra de bonos de Italia.
- ii. El establecimiento de un límite que el BCE puede adquirir de cada emisión. El 33% con carácter general, y el 50% en caso de instituciones internacionales.

- iii. El requerimiento de una calificación mínima de los títulos a adquirir. Lo cual también se ha eliminado en el PEPP para el caso específico de Grecia.
- iv. El desconocimiento de los inversores de los criterios de adquisición del BCE, estableciendo al respecto un “black-out period” equivalente al período mínimo que transcurre entre la emisión en el mercado primario y la adquisición por el BCE en el secundario (período que según la sentencia TJUE Weiss es más de días que de semanas); y ofreciendo al mercado solamente datos agregados del programa de compras.
- v. La posibilidad de enajenar los valores antes de vencimiento e incluso el establecimiento de una estrategia vinculante de salida a largo plazo.
- vi. El tratamiento del BCE con carácter de acreedor privilegiado con respecto al resto de acreedores, lo cual no recogen ni el PSPP ni el PEPP, pero que se planteó en el procedimiento seguido contra el OMT.

Todo lo anterior, en opinión del TC alemán, son criterios que deben tenerse en cuenta a efectos de determinar si existe o no financiación monetaria. Aunque el PSPP no los reúne todos, considera que posee los suficientes como para que no pueda apreciarse infracción del artículo 123 TFUE. Pero está por ver qué ocurrirá con el PEPP en el que se han atenuado los requisitos de capital key y de calificación crediticia.

4. Los efectos que tendría para España la terminación del PSPP o de programas que lo sustituyan

Para explicar las consecuencias que, en las emisiones de deuda de España tendría la cancelación total o parcial del PSPP, conviene recordar que la variación de precios en el mercado secundario produce efectos inmediatos en los costes de emisión del Tesoro Público, es decir en el mercado primario.

Recordemos también que las emisiones brutas de deuda del Estado estaban previstas para el año en curso en 196.504 millones de euros (según la estrategia de financiación del Tesoro 2020). De dicho importe la emisión neta (es decir nueva deuda) se situaba en 32.500 millones de euros, es decir 3 puntos de PIB.

Pero lo cierto es que, como consecuencia de la disminución de ingresos fiscales que se ha producido a raíz de la epidemia de Coronavirus, dichas cifras tendrán que ser revisada al alza, debiendo sumarse a la emisión bruta originariamente prevista entre 80.000 y 125.000 millones de euros. La puesta en mercado de esta enorme cantidad de deuda a precios razonables se beneficia en gran medida de programas de adquisición de activos como los puestos en marcha por el BCE.

Pero el problema derivado de la sentencia del TC alemán no es tanto que el programa de compra de deuda se suprima de la noche a la mañana, puesto que el BCE ha afirmado su compromiso en mantenerlo e incluso en aprobar figuras específicas relacionadas con la epidemia de coronavirus. El problema más inmediato sería que el Bundesbank dejase de participar en los programas y empezara a enajenar todo o parte de la cartera de bonos alemanes adquiridos por razón del PSPP, por un importe aproximado en balance de 500.000 millones de euros.

En este sentido, debe señalarse que el bono alemán es considerado como el “bono libre de riesgo” y la presión vendedora en los mercados haría que automáticamente se disparase su rentabilidad al disminuir su precio. Ello equivaldría, en definitiva, a un encarecimiento de los costes de financiación para Alemania. Caben entonces dos posibilidades: o bien que la deuda española se sitúe en terreno de “prima negativa” con respecto a la alemana, lo cual no es del todo probable; o bien que mantenga su diferencial positivo con la deuda alemana y sufra en consecuencia de forma directa el propio encarecimiento de la deuda alemana, lo cual es el escenario más probable.

5. Conclusiones

El Banco Central Europeo ha hecho un enorme esfuerzo para sacar a la zona euro en general, y a España en particular, de la crisis financiera. Ha anunciado además medidas de esfuerzo adicional para paliar las consecuencias del COVID-19, medidas sin las cuales se dispararía el coste para España de endeudarse en la cantidad necesaria para hacer frente a los efectos de la epidemia.

Pero en ese esfuerzo gigantesco, el BCE ha ido perdiendo parte de sus armas de política monetaria tradicional (entiéndase principalmente la fijación de los tipos de interés), debiendo adoptar programas de compra de activos cada vez más importantes desde un punto de vista cuantitativo y cualitativo. Esos programas de compra de activos han sido seriamente cuestionados por el Tribunal Constitucional alemán, sin que todavía podamos definir con precisión la salida a este grave conflicto.

Por ello, es preciso que los Estados miembros adopten medidas de disciplina fiscal que alivien la enorme presión que se está produciendo sobre el BCE.

Entre los trabajos de este grupo está el análisis de las medidas que deben adoptarse a medio y largo plazo para la salida de la crisis. Y lo paradójico es que estas medidas a medio y largo plazo son probablemente de sentido contrario a las que deben adoptarse a corto plazo. Con carácter inmediato es preciso contar con un apoyo público de la economía, con el fin de asegurar que se minimiza el daño al tejido productivo, pero es preciso también dar una señal clara de que estos estímulos no son (no pueden ser) ni infinitos ni eternos.

Debemos seguir siendo una economía de mercado, según reconoce nuestra Constitución y los Tratados de la Unión Europea. Corremos el riesgo de encaminarnos hacia un modelo

infinitamente subsidiado por el Estado o por la Unión Europea, con cargo a un endeudamiento público creciente y a una suerte de anestesia monetaria.

Sugeriría por ello que, a medio plazo, se establecieran los objetivos siguientes:

- Insistir en la consolidación presupuestaria.
- Destinar un mayor porcentaje de gastos de las Administraciones Públicas a inversión (que en la actualidad representa tan solo el 7% del total de gasto).
- No perder nunca de vista que una política económica sana debe fomentar el ahorro privado y que eso sólo será posible cuando se puedan ir incrementando paulatinamente los tipos de interés.
- Ello posibilitará a su vez que el BCE tenga que volcarse menos en programas masivos de compra de activos, como ha hecho hasta la fecha.

En la asistencia financiera de 2012, se reconoció a España una línea de crédito de hasta 100.000 millones de euros, de la que finalmente solo fue necesario utilizar algo más de 40.000 millones, los cuales fueron suficientes para recapitalizar adecuadamente nuestro sector financiero. Es preciso que tengamos presente esa actitud: tanto los fondos que quiere comprometer la Comisión Europea, como los mecanismos de liquidez proporcionados por el Banco Central Europeo deben ser una especie de red de seguridad. Pero España debe ser capaz de recuperarse sin tener que confiar íntegra y exclusivamente en esos mecanismos extraordinarios, y debe contribuir a dar la suficiente confianza en la disciplina de la Unión Europea y en la sobrada suficiencia de sus mecanismos financieros.

Si lo hacemos así, saldremos reforzados de esta crisis. En caso contrario, perderemos credibilidad.