Bancos Centrales

Draghi, el presidente que rompió moldes en el BCE

El Diario (España)

Sonsoles Castillo / Miguel Jiménez

Hace unos días expiró el mandato de Mario Draghi como presidente del Banco Central Europeo (BCE). Su salida ha dado pie a todo tipo de comentarios muy diversos en la prensa europea, desde algún medio alemán que lo disfrazaba de Drácula (sugiriendo que las políticas expansivas del BCE y los bajos tipos de interés habían chupado la sangre del ahorrador del norte de Europa), hasta los múltiples elogios recibidos en su despedida por parte de jefes de gobierno europeos, incluyendo Merkel, por el papel determinante que jugó en los peores momentos de la crisis de la eurozona, cuando la supervivencia del euro estaba en juego. En general, el balance que se está haciendo es positivo, y con razón. Draghi no solamente salvó la moneda única cuando dijo que haría todo lo necesario para defenderla -su ya archifamoso “whatever it takes...” del verano de 2012- sino que también ha puesto en práctica una buena dosis de flexibilidad y pragmatismo en las decisiones, junto con buenas capacidades de comunicación y rapidez en las respuestas en las muy analizadas conferencias de prensa que tienen lugar tras las reuniones de política monetaria. Esa buena cintura era algo que, probablemente, se necesitaba después de cierto grado de rigidez que dominó los anteriores mandatos. A Draghi tampoco le ha faltado un punto de astucia a la hora de gestionar algunas decisiones, inclinando la balanza a su favor.

Draghi será recordado por varias cosas, y una de ellas es el no haber subido nunca los tipos de interés durante su mandato, y haberlos bajado, de hecho, hasta los niveles negativos de la actualidad. En parte, el BCE ha tenido muy presente el error de la subida de tipos de 2011, en época de Trichet al mando del Banco Central, que tuvo que ser corregido posteriormente ante el deterioro de la situación antes del verano de 2012, cuando se vio que la recuperación incipiente de 2010 no se había consolidado y se gestaba la crisis de deuda en países de la periferia. Eso explica, en parte, la prudencia posterior del BCE por no subir los tipos, ni siquiera después de la franca recuperación de 2017, cuando se podría haber ganado margen de actuación para utilizarlo ahora, cuando la desaceleración ha llegado, como está haciendo la Reserva Federal americana (Fed).

Draghi también será recordado por la adopción de medidas de expansión cuantitativa (QE, o compras de activos de renta fija de largo plazo) para aplanar la curva de tipos de interés y reducir las expectativas de restricción de política monetaria hacia el futuro, contribuyendo así a relajar la política monetaria en un momento en que ya el margen de reducción de tipos de interés se había agotado. El BCE adoptó el QE muy tarde (siete años después que la Fed), pero para ello Draghi tuvo que luchar contra la oposición de una parte del Consejo de Gobierno, que fue cada vez más minoritaria, e incluso con la amenaza de querellas legales en Alemania, ya que las nuevas herramientas de política monetaria (que llevaban tiempo siendo aplicadas por sus homólogos) se salían de la tradición más ortodoxa del BCE, heredada del Bundesbank. En un mundo de tipos de interés muy bajos por razones variadas, el QE va a formar parte probablemente del arsenal habitual de política monetaria en Europa, igual que en otras jurisdicciones.

En línea con este mayor activismo del BCE actual, más acorde con la tradición pragmática de la Fed que con las líneas ortodoxas de la europea, Draghi ha introducido en los últimos meses referencias muy explícitas a la necesidad de utilizar de manera más decidida la política fiscal como herramienta contracíclica en momentos como el actual, donde la política monetaria tiene poco margen, pierde efectividad y puede, incluso, ser contraproductiva. La recomendación a Alemania para que reactive la herramienta fiscal llegó ya hace bastante tiempo desde el Fondo Monetario Internacional y la OCDE, y se enmarca en un contexto propicio para ello. Por una parte, Alemania podría haber entrado en recesión técnica en el tercer trimestre del año y el debate fiscal allí se ha

revitalizado; por otra, los tipos de interés tan bajos reducen el coste de la deuda y liberan mayor espacio fiscal, y probablemente van acompañados de unos multiplicadores fiscales más elevados de lo normal, por lo que el impulso fiscal puede tener más efecto. Y, todo ello, sin salirse de la ortodoxia: Draghi no menciona explícitamente a Alemania, y sólo propone un estímulo en los países que cuenten con margen; para los que tengan deuda elevada, bastaría con dejar que funcionen libremente los estabilizadores automáticos. En cualquier caso, el debate estratégico sobre la política fiscal y monetaria, y sobre la coordinación entre ambas, está ya abierto en Estados Unidos y en Europa, y será algo con lo que tendrá que lidiar Christine Lagarde, la sucesora de Draghi, que lo ha defendido desde su anterior cargo en el FMI.

Probablemente, la historia también encontrará aspectos más cuestionables en la gestión de Draghi. Por ejemplo, no está claro por qué el BCE terminó adoptando un paquete de medidas de relajación monetaria tan amplio en septiembre, al final de su mandato, cuando la situación de la economía europea no es tan mala. Los aparentes beneficios pueden ser escasos, dada la pérdida de efectividad de la política monetaria en el actual entorno, mientras que las medidas sí han provocado una fuerte división interna, aireada en público, que hace un flaco favor a la institución.

Otro tema es el efecto colateral de tipos negativos muy bajos durante tanto tiempo y el riesgo de japonización de la economía europea. Aunque es difícil saber qué parte se debe a la política monetaria y cuál a la incertidumbre, la tasa de ahorro lleva trimestres subiendo en la eurozona, lo que podría indicar que se ha alcanzado el límite en el que los tipos de interés tan bajos llevan a una reducción del consumo para aumentar el ahorro y mantener así los flujos futuros de renta, con lo que la política monetaria deja de ser contracíclica.

El debate seguirá abierto en los próximos meses, y será interesante ver cómo lo gestiona Lagarde, con amplias habilidades para la negociación y la comunicación, pero con mucha menos experiencia en política monetaria. Se perfilan así los argumentos para el proceso que ahora empieza: la coordinación con la política fiscal y el debate sobre la estrategia de política monetaria para adaptarla a estos nuevos tiempos.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:
BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.:+34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com