

L'adéu de (Súper) Mario Draghi

- El 31 d'octubre va acabar el mandat de Mario Draghi, un president que deixa un banc central a la frontera tecnològica de la política monetària.
- Sota la direcció de Draghi, el BCE ha ofert un suport molt significatiu a la recuperació de la zona de l'euro. No obstant això, les últimes mesures han generat dubtes sobre el marge d'acció i sobre l'efectivitat de la política monetària.
- Christine Lagarde, amb un perfil menys tècnic però amb una visió de continuïtat en política monetària, agafa el relleu en una conjuntura econòmica més fosca, en què han aparegut signes de fragmentació entre els membres del BCE.

Després d'un mes de setembre carregat d'anuncis, la reunió del 24 d'octubre del BCE va ser de transició, si més no en un sentit: el 31 d'octubre del 2019, es va posar fi al mandat de Mario Draghi, el president més carismàtic¹ de la història de la institució.

El llegat: un banc central a la frontera tecnològica

El llegat de Draghi es resumirà, possiblement, en la seva frase més famosa: *Whatever it takes*.² Tres paraules amb què Draghi, tot just nou mesos després d'ocupar el càrrec, va posar fi el 2012 a la por a la ruptura de la zona de l'euro amb la promesa de dirigir un BCE disposat a allò que fos necessari per garantir la supervivència de l'euro (vegeu el primer gràfic). Amb menys de 15 anys d'història, i amb l'exigència de la recessió més intensa de les últimes dècades, sota el mandat de Draghi el BCE es va erigir com el gran baluard per estabilitzar l'economia europea i va revolucionar la política monetària de la zona de l'euro amb l'adopció d'eines a la «frontera tecnològica» dels bancs centrals: compres d'actius, tipus d'interès de referència en cotes negatives, un ús intensiu de la comunicació,³ injeccions de liquiditat, etc.

Aquesta revolució es plasma en el balanç del BCE, la dimensió del qual s'ha duplicat amb escreix (el +150%) des del 2011.⁴ No solament això, sinó que la seva composició també és molt reveladora: com ho mostra el segon gràfic, les compres d'actius i els préstecs a llarg termini han passat de ser gairebé inexistents en el període precisi a representar el 70% del balanç del BCE en l'actualitat, reflex de l'ús intens de les eines de política monetària no convencional.⁵

1. Ho demostren els sobrenoms rebuts al llarg del seu mandat: des de «Súper Mario» (un heroi de videojocs) fins a, més recentment, el «Dràcula Draghi», encunyat pels crítics amb els tipus d'interès baixos.
2. És a dir, «el que faci falta».
3. L'article «Mario Draghi i el seu "parole, parole"», a l'IM01/2018, analitza el poder de la comunicació com a eina de política monetària.
4. En percentatge del PIB, la dimensió del balanç del BCE (el 40%) supera folgadamente la de la Fed (una mica per sota del 20%).
5. Aquest canvi s'explica, especialment, per la compra d'actius per un valor total de 2,6 bilions d'euros dins el programa APP iniciat el 2015 (principalment, deute públic i corporatiu) i per les diferents rondes d'injeccions de liquiditat al sistema financer mitjançant préstecs a llarg termini (l'última, la TLTRO-III, es va anunciar al març), l'stock del qual és de 0,7 bilions d'euros.

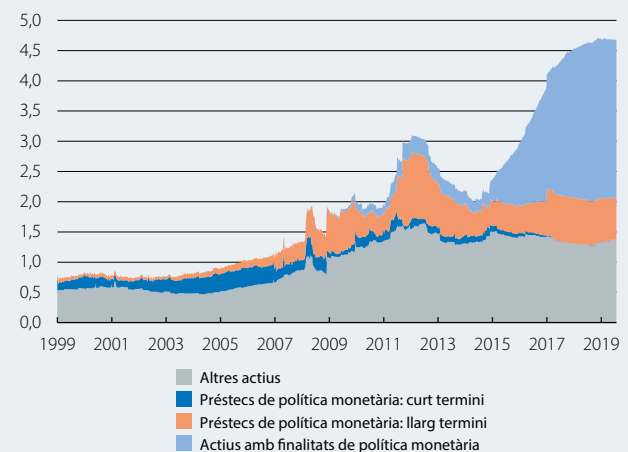
El poder de la comunicació del president del BCE

Primes de risc del deute sobirà espanyol i italià a 10 anys (p. b.)



Nota: * El 26 de juliol del 2012, el president del BCE, Mario Draghi, va declarar a Londres que faria «el que fos necessari» (en anglès, *Whatever it takes*) per preservar la moneda única.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

BCE: composició dels actius del balanç (Bilions d'euros)



Nota: Els préstecs a curt termini i a llarg termini consisteixen, essencialment, en les operacions MRO i TLTRO, respectivament. Els actius amb finalitats de política monetària engloben, principalment, les compres sota el programa APP i altres programes anteriors (CBPP, SMP). La categoria «altres actius» inclou or, diners en efectiu, reserves estrangeres, altres operacions de política monetària, etc.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

Tot plegat ha comportat una política monetària àmpliament acomodaticia, que, segons algunes estimacions, seria l'equivalent a haver reduït el tipus d'interès de referència del BCE gairebé fins al -7%.⁶ A més a més, si abans de la crisi financera la política monetària s'ajustava molt més a les necessitats dels països del nucli que a les de la perifèria, entre el 2009 i el 2015, el BCE va trobar un punt mitjà entre les dues àrees. I, de llavors ençà, com ho mostra el tercer gràfic, la política monetària ha deixat enrere les prescripcions tradicionals⁷ i s'ha endinsat en un terreny més i més acomodaticí, possiblement perquè aquestes prescripcions es basen en el funcionament de l'economia en temps normals i no recullen la preocupació que, en l'actualitat, genera la incertesa (geopolítica, però també la vinculada a la fragilitat de la inflació o al veritable grau d'infrautilització dels recursos productius).⁸ De fet, entre els èxits de Draghi, destaca la seva capacitat d'assolir consensos en la implementació d'aquesta política monetària malgrat l'heterogeneïtat de les economies de la zona de l'euro.

L'impacte macroeconòmic del BCE de Draghi

S'estima que les mesures del BCE, en especial les anunciades a partir del 2014, van oferir un suport molt significatiu a la recuperació de la zona de l'euro. En concret, les estimacions (vegeu el quart gràfic) suggereixen que el BCE seria responsable de gairebé el 25% del creixement de l'activitat i de gairebé el 40% de la recuperació de la inflació entre el 2016 i el 2018,⁹ amb un creixement del PIB de la zona de l'euro que es va accelerar fins al 2,2% en la mitjana d'aquests tres anys (l'1,1% el 2013-2015). Així, amb una inflació subjacent que es començava a acostar a l'1,5% cap a la meitat del 2018, el BCE es va preparar per finalitzar les compres d'actius, apuntar a la primera pujada de tipus i, en definitiva, començar a retirar l'estímul monetari.

Les últimes decisions: un BCE al límit?

No obstant això, la intensificació i la persistència dels riscos (per exemple, les tensions geopolítiques, les vulnerabilitats de les economies emergents o les turbulències financeres) i la consegüent moderació de l'activitat han empès el BCE a fer un gir de 180 graus. Draghi hauria pogut dir adéu amb

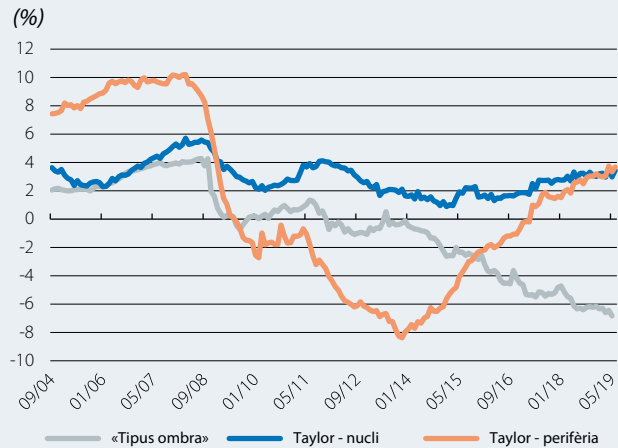
6. Aquestes estimacions es basen en l'anomenat «tipus ombra»: el tipus d'interès refi que observariem en l'entorn actual si no es trobés ancorat en el 0%. Wu, J. C. i Xia, F. D. (2016), «Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound», Journal of Money, Credit, and Banking. Vegeu també l'article «Descobrint la política monetària a l'ombra», l'IM02/2016.

7. Com la regla de Taylor, que ens diu quin hauria de ser el tipus d'interès oficial en funció del tipus d'interès natural, la inflació (subjacent) i la distància que separa l'activitat econòmica del seu potencial.

8. D'altra banda, la divergència entre les prescripcions tradicionals i la posició efectiva de la política monetària il·lustra, també, l'existència d'un debat sobre la idoneïtat de les últimes mesures adoptades pel BCE.

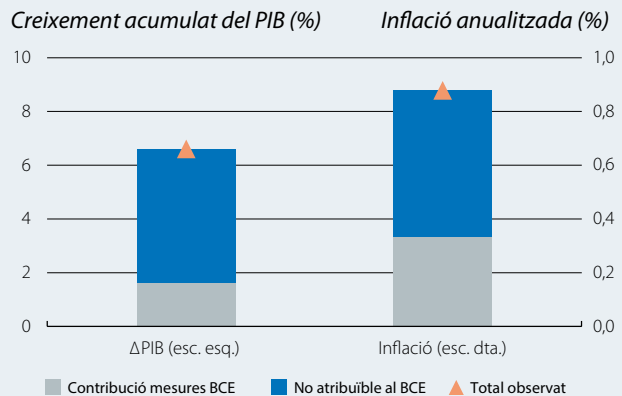
9. BCE (2019), «Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases», Economic Bulletin, 02/2019.

Zona de l'euro: regles de Taylor i «tipus ombra» del BCE



Nota: Nucli inclou Alemanya, Àustria, Bèlgica, Finlàndia, França, els Països Baixos i Itàlia. Perifèria inclou Espanya, Grècia, Irlanda i Portugal. La fórmula utilitzada per a les regles de Taylor és: $i_t = 1 + 1,5\pi_t - (u_t - u_t^*)$, on π_t és la inflació subjacent i u_t^* és la taxa d'atur natural estimada per l'OCDE.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Wu i Xia (2016), d'Eurostat i de l'OCDE.

Impacte macroeconòmic de la política monetària del BCE: 2016-2018



Font: BCE (2019), «Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases», Economic Bulletin, 02/2019.

el primer increment de tipus, però ho va fer amb un nou paquet d'estímul, llançat al setembre: retallada del tipus d'interès de la facilitat de dipòsits en 10 p. b. (fins al -0,50%) i represa de les compres netes d'actius (QE) a un ritme de 20.000 milions d'euros mensuals.¹⁰

Aquestes mesures, però, han generat dubtes sobre el marge d'acció del BCE i sobre la seva efectivitat. D'una banda, malgrat que, des del BCE, es defensa que no hi ha problemes per continuar comprant actius, les estimacions suggereixen que poden tenir un recorregut relativament limitat i que, sota els criteris actuals, el BCE podria quedar-se sense capacitat de comprar més actius de deute

10. A més de millors condicions per a les TLTRO-III, un esquema de tiering i una comunicació que fa pensar que aquest nou estímul es podria prolongar durant un període llarg de temps.

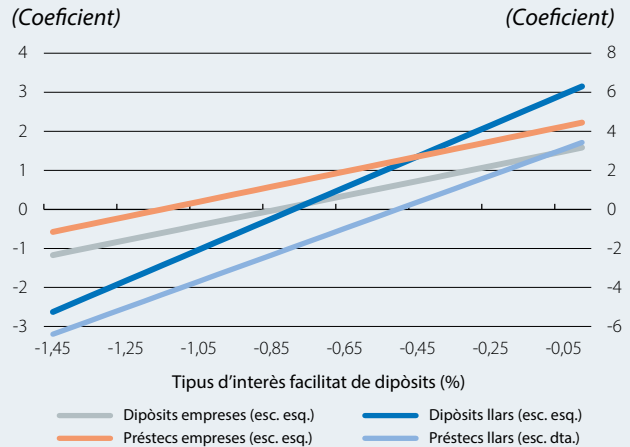
públic cap al final del 2020.¹¹ De l'altra, amb l'última retallada de tipus, el BCE es podria estar acostant a l'anomenada «cota de reversió»: el nivell en què una nova reducció dels tipus de referència tindria efectes contractius sobre l'economia. En concret, l'anàlisi de la sensibilitat dels tipus d'interès sobre els dipòsits i els préstecs de les llars i de les empreses als canvis en els tipus d'interès del BCE suggereix que la «cota de reversió» es podria situar al voltant del -1,0% (vegeu l'últim gràfic),¹² una estimació semblant als resultats d'anàlisis més sofisticades¹³ i relativament pròxima al -0,50% en què es troba el tipus de la facilitat de dipòsits del BCE.

Christine Lagarde agafa el relleu en aigües remogudes

Així, Mario Draghi cedeix el relleu a Christine Lagarde (nominada per les institucions europees el juliol) en un context més fosc del que es podia esperar un any enrere. A més a més, enmig dels dubtes sobre el nou programa d'estímul, han aparegut signes de fragmentació entre els membres del BCE: els governadors dels bancs centrals d'Alemanya, dels Països Baixos i de França (entre d'altres) han expressat públicament que es van oposar a la represa del QE, i Sabine Lautenschläger, membre del Comitè Executiu, va presentar la dimissió al final de setembre.¹⁴ En aquest context, i malgrat tenir un perfil menys tècnic que el seu predecessor,¹⁵ seran clau les grans habilitats de comunicació i de generar consens que Lagarde ha demostrat al capdavant del Ministeri d'Economia de França i com a directora gerent de l'FMI, posicions on ha viscut, en primera línia, les transformacions econòmiques de l'última dècada i en què ha defensat les eines no convencionals i el rumb de la política monetària implementada per Draghi.

Adrià Morron Salmeron

Sensibilitat dels tipus d'interès a canvis en els tipus del BCE



Nota: La sensibilitat és la derivada de la regressió $i_t = \alpha + \beta r_t^{BCE} + \gamma (r_t^{BCE})^2 + \epsilon_t$. És a dir, el coeficient graficat és $\beta + 2\gamma r_t^{BCE}$. Els valors negatius suggereixen que les retallades del BCE es poden traduir en increments dels tipus de mercat. Totes les estimacions són significatives al 95%.

Font: CaixaBank Research.

11. El BCE s'autoimposa no comprar més del 33% dels actius d'una mateixa emissió ni d'un mateix emissor i distribueix les compres en funció del capital que cada país aporta al BCE. Per exemple, les compres acumulades de deute alemany s'acosten ja al 30% del seu univers elegible d'1,5 bilions d'euros: si el deute públic copa el 75% de les noves compres (una xifra coherent amb l'històric) i la fracció d'Alemanya s'acosta al 25%, les compres de deute alemany assolirien el límit del 33% en uns 12 mesos (en absència de noves emissions derivades, per exemple, d'un estímul fiscal). A més a més, tot i que augmentar el pes de les compres de bons corporatius o relaxar els límits permetria incrementar el marge, l'emergència de dubtes resta efectivitat a la política monetària del BCE.

12. Estimem la regressió $i_t = \alpha + \beta r_t^{BCE} + \gamma (r_t^{BCE})^2 + \epsilon_t$, amb dades entre el 2010 i el 2019 per als tipus d'interès sobre els dipòsits i els préstecs de les llars i de les societats no financeres del conjunt de la zona de l'euro. En la regressió, el tipus d'interès del BCE s'aproxima amb l'euríbor a 3 mesos (que, al gràfic, reconvertim al tipus de depòsit assumint un diferencial de 5 p. b.). Tots els coeficients estimats són significatius al 95% i positius (això últim és especialment rellevant per a la hipòtesi de la «cota de reversió»).

13. Vegeu Brunnermeier, M. K., i Koby, Y. (2018), «The reversal interest rate», National Bureau of Economic Research, núm. w25406. També Radde i Stehn (2019), «How much could the ECB cut?», Goldman Sachs European Economics Analyst.

14. Amb el final del mandat de Benoît Coeuré, el 31 de desembre del 2019, hi haurà una altra vacant, que serà ocupada, amb tota probabilitat, per Fabio Panetta, que té una llarga trajectòria al banc central d'Itàlia.

15. Abans de dirigir el BCE, Mario Draghi, doctor en economia pel MIT, va ser professor d'universitat, va ocupar alts càrrecs al Ministeri del Tresor italià, al Banc Mundial i a Goldman Sachs, i va ser president del banc central d'Itàlia. Christine Lagarde, advocada de formació, es va convertir, el 1999, en la primera dona que va presidir la firma d'advocats Baker & McKenzie i ha estat ministra d'Economia, Finances i Indústria de França entre el 2007 i el 2011 i directora gerent de l'FMI entre el 2011 i el 2019.