

# Luis de Guindos: Entrevista con Expansión



ENTREVISTA

## **Entrevista con Luis de Guindos, vicepresidente del BCE, realizada por Andrés Stumpf el 6 de febrero y publicada el 10 de febrero 2020**

10 de febrero 2020

**El BCE lleva años pidiendo ayuda a los Estados en forma de política fiscal expansiva. ¿Cree que es posible?**

El entramado fiscal que existe ahora mismo en Europa presenta deficiencias. La política fiscal está descentralizada y hay un pacto de estabilidad del crecimiento que limita al 3% el déficit y al 60% el nivel de deuda sobre PIB. Yo creo que es un marco ineficiente para desarrollar una política fiscal que actúe de forma anticíclica en la zona euro. El BCE insiste en que aquellos países con espacio fiscal deben aprovecharlo y actuar. Pero, a menudo, aquellos que tienen espacio fiscal no tienen voluntad política y los que tienen voluntad política no tienen margen.

**¿Qué es lo que falta?**

Yo comparto con Mario Draghi la idea de que la zona euro necesita un instrumento fiscal independiente desde el punto de vista institucional con capacidad y tamaño para actuar de forma anticíclica. Sin él será muy difícil que la zona euro pueda contar con una política fiscal como la que tienen otros países como EEUU.

## **¿Y qué hay de España? ¿Cuál es su visión sobre la situación económica?**

En términos generales, la economía española lo está haciendo bien. Ha crecido al 2% el año pasado aunque, lógicamente, está sujeta a la desaceleración global. Pese a ello, su comportamiento está siendo mejor que la media europea. Esto es por dos factores. En primer lugar, porque la economía española es competitiva y, en segundo, porque el sistema financiero no plantea las dudas que planteaba en el pasado.

Los problemas de la economía española han venido habitualmente por un crecimiento excesivo del crédito, burbuja inmobiliaria o sector exterior no competitivo. Eso no ocurre ahora. España lleva años con superávit por cuenta corriente. El crecimiento del crédito está por debajo del crecimiento del PIB nominal y no hay percepción de burbuja inmobiliaria, aunque ha habido un ajuste y han vuelto a subir los precios después de la crisis. El crecimiento diferencial de la economía española es sostenible.

La clave es mantener la competitividad y que el sector financiero siga saneado. En momentos de desaceleración global lo que hay que hacer es comportarse mejor que la media y eso está ocurriendo. Además, en épocas de desaceleración es muy importante no cometer errores.

## **¿Sería uno de esos errores la posible derogación de la reforma laboral?**

Como vicepresidente del BCE no es mi papel comentar sobre una política económica concreta de un país. En general, en cualquier país, es importante ser especialmente cuidadoso durante una época de desaceleración. No es lo mismo cometer un error de política económica cuando la economía mundial está expandiéndose con fuerza que hacerlo cuando existe una situación de incertidumbre.

El mercado laboral no es uniforme. Hay una base más o menos común, pero entre profesiones y regiones hay distinta productividad, capacidad, oferta y demanda. Es por eso que medidas con pros y contras como el salario mínimo interprofesional pueden tener impacto nulo, positivo o negativo sobre el empleo dependiendo del sector en que nos fijemos.

## **El Brexit es uno de los riesgos frente al que más ha alertado. ¿Cómo se afronta ahora?**

El Brexit es una mala noticia. Se ha evitado una salida sin acuerdo después de las elecciones británicas, pero el periodo de negociación va a ser muy corto. La economía británica sigue siendo importantísima para Europa continental porque es la segunda más grande después de Alemania. Espero que haya cooperación y espíritu de entendimiento entre las partes. La primera etapa va a ser el acuerdo comercial, que es complejo. Confío en que, si se llega a acuerdos en este campo, en la regulación financiera y en la armonización de normativas también se llegue a un acuerdo, ya que sería lo mejor para todos.

**Hay otros grandes focos de incertidumbre global, como la guerra comercial o, ahora, el coronavirus...**

La estabilización de la economía mundial y europea es consecuencia de una disminución en la percepción del riesgo de guerra comercial y de haber evitado un Brexit sin acuerdo. En riesgos como el coronavirus, la primera fase siempre es de gran incertidumbre hasta que se tienen más detalles y se sabe cómo se contagia, la tasa de mortalidad, etc. Una vez se disipe esta fase de elevada incertidumbre se empezará a poder observar el impacto real.

### **¿Coincide con las opiniones que señalan que el BCE ha hinchado una burbuja en la Bolsa y la renta fija?**

No. Para nada. La renta variable en Europa no está sobrevalorada. Si ves la prima de riesgo de estos activos y la comparas con el nivel de los tipos de interés, se ve que no está sobrevalorada. Y en la renta fija ha habido una reducción del tipo de interés natural como consecuencia del cambio tecnológico, de la demografía y del bajo crecimiento. Ha cambiado el contexto de este mercado. Vivimos en un mundo en el que vamos a tener baja inflación, bajos tipos de interés reales, bajo crecimiento económico y, si no se remedia, baja productividad. En ese entorno es donde se entienden las valoraciones del mercado de renta fija y no por separado. No valen las asunciones que se hacían en el pasado. De hecho, uno de los motivos por los que es necesaria la revisión estratégica que tiene en marcha el BCE es para incluir todas estas nuevas realidades. Cuando a finales de los años 90 se crea el BCE y se dice que el objetivo de inflación es mantenerlo por debajo del 2% es porque no existe temor de deflación. El temor era el contrario, con países con crecimiento de precios por encima de la media. Las circunstancias han cambiado mucho en las dos décadas de existencia del banco central.

### **¿Cómo ve el futuro de Bankia? ¿Urge su privatización? ¿Aceptaría el BCE un banco público?**

Mi opinión personal es que Bankia no debería ser un banco público. Pero hay que buscar el mejor momento para su privatización para poder maximizar los ingresos para el FROB [Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria] y para el Estado. No me corresponde a mí decidir cuándo se va a realizar la privatización, pero personalmente creo que es importante que se acabe haciendo o, al menos, que se mantenga el mensaje de que se hará en el momento adecuado.

### **El BCE no contemplaría un banco público.**

El tema de banco público o banco privado es una decisión del Gobierno. Yo hablo desde mi punto de vista personal cuando digo que hay que mantener el mensaje o el espíritu de la privatización de Bankia. Además, forma parte del espíritu de lo que fue el rescate a las cajas de ahorro españolas. Ahora, entiendo perfectamente el retraso dadas las valoraciones actuales. Ya ocurrió cuando yo era ministro.

### **El mercado ha puesto mucha presión sobre Banco Sabadell, pese a elevar su ratio de capital, y permanentemente está en las quinielas para una fusión.**

No voy a entrar en nombres concretos. En términos generales, los mercados, independientemente del banco del que hablemos, no solo miran el capital sino

también las perspectivas de beneficio futuro y el modelo de negocio y su sostenibilidad.

**Los bancos alertan sobre la competencia asimétrica de las fintech porque operan sin el corsé regulador que rige para el sector. ¿Cómo se avanzará en ese sentido?**

Hay un principio general: igual regulación para igual riesgo. Pienso que la principal competencia viene de las Bigtech, ya que las fintech muchas veces son empresas incipientes. El verdadero potencial de crecimiento para la banca retail es que estos grandes jugadores den el salto a partes de la actividad financiera. El avance digital y el desarrollo es importantísimo, pero si se asumen los mismos riesgos se debe estar sujeto a la misma regulación. Y no solo en cuestiones financieras, también en lo que respecta al blanqueo de capitales o la lucha contra la financiación del terrorismo. Debe haber un tratamiento similar para todos.

**Tendrán que ponerse de acuerdo todos los reguladores...**

Sí, este es un problema global y el tratamiento debe ser global. Desde el punto de vista regulatorio está el Consejo de Estabilidad Financiera y, desde el macroeconómico, que es el que analiza el impacto desde el punto de vista de la política monetaria, están el Fondo Monetario Internacional, el G7 y el G20. El BCE tiene mucho que decir en Europa, pero las decisiones regulatorias las toman la Comisión y el Parlamento Europeo. Ha de haber un planteamiento global.

**Con tantos implicados suena a que va a ser un proceso muy lento.**

No estoy de acuerdo. Por ejemplo, en el tema de las stablecoins, tras el lanzamiento de Libra [de Facebook] yo creo que ha habido una reacción bastante rápida.

**En lo referente al lavado de dinero hay una resistencia al compromiso.**

Hay un debate. En el blanqueo de capitales el debate es si vamos a una entidad única en la lucha contra el blanqueo de capitales. Sería un movimiento bastante natural. Tener una autoridad independiente sería positivo, pero en cualquier caso es fundamental que se refuerce la cooperación a nivel europeo. El blanqueo de capitales no solo afecta a la banca sino a otros sectores como abogados, notarios etc. Es por eso que la cooperación tiene que ir incluso más allá del sistema financiero. Los casos que han ocurrido han sido muy graves y han afectado a la reputación del negocio bancario. Y la reputación es el principal activo de un banco.

**En el caso Villarejo-BBVA parece que la reputación no ha afectado ni al negocio ni a la cotización del banco.**

Desde el BCE no hacemos comentarios sobre bancos individuales. Este caso está en los tribunales y es a la justicia a quien le corresponde esclarecer los hechos. Como dices, de momento ni la estabilidad financiera ni el negocio se han visto afectados. Existe cierta percepción de que este asunto pertenece al pasado. Si fuera necesario, la parte de supervisión bancaria del BCE tiene

mecanismos para abordar posibles irregularidades en cuestiones de gobernanza.

### **¿Es adecuada la gobernanza de la banca española?**

La reputación es el principal activo de un banco y la gobernanza tiene una importancia capital en el sector bancario. Siempre se debe y puede mejorar. Existe margen de mejora tanto en España como en el resto de los países de la zona euro. Es una cuestión prioritaria. Debe seguir mejorándose, no solo porque lo diga el BCE, sino porque lo demandan los inversores institucionales. El buen gobierno corporativo acaba teniendo reflejo desde el punto de vista de la maximización del beneficio para el accionista.

Gobernanza engloba temas como la separación entre presidente ejecutivo y consejero delegado, pero también cuestiones más amplias como el funcionamiento del consejo y la independencia efectiva de los consejeros independientes.

### **Entre los riesgos financieros usted suele destacar la banca en la sombra. ¿Cómo se puede atajar ese problema?**

La banca en la sombra son los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Estos últimos son entidades que tienen una supervisión estricta, por lo que a nivel europeo el ámbito de mayor preocupación está en la industria de gestión de activos. El entorno de bajos tipos de interés ha llevado a una modificación de la estrategia de inversión, inclinándola hacia activos con más riesgo, más ilíquidos y con mayor apalancamiento. Este apalancamiento en el caso de España es limitado, pero en Europa se está incrementando y en Estados Unidos es bastante intenso, especialmente en el caso de los hedge funds. En este sector la supervisión no es equiparable a la bancaria y no existe un prestamista de última instancia. Por eso tiene que haber mucha más transparencia, especialmente en lo que se refiere al apalancamiento de los fondos. Es necesario tener instrumentos macroprudenciales con los que evitar problemas. Hemos tenido algunos casos de problemas de liquidez que no han ido a más porque el mercado ha estado más positivo y en un momento benigno. Pero en otra circunstancia podría desatar una crisis de confianza.

### **¿Cómo acabará el caso por la resolución de Banco Popular? Hay demandas de los antiguos accionistas contra la JUR y por la adjudicación a Banco Santander.**

Prefiero no opinar porque es un caso en el que me han llamado de testigo. Como apunte general, durante mi etapa como ministro me tocaron dos etapas. Por un lado, inyectar 43.000 millones de dinero público en el sistema bancario y, por otro, resolver bancos sin inyectar ni un euro de dinero público. Para el interés general es mucho mejor la segunda.

### **Las fusiones se plantean como una solución a la falta de rentabilidad y a la vez los propios supervisores reconocen que, si es entre bancos nacionales, ofrecen pocas sinergias. Y las operaciones transfronterizas están llenas de trabas regulatorias ¿Cuál es la solución?**

La consolidación, en la medida en que ayude a reducir el exceso de capacidad,

es positiva desde el punto de vista de la estructura de costes. Es además necesario mantener un entorno competitivo, es decir, que no queden muy pocos bancos. En este sentido, fintech y bigtech también representan competencia potencial.

Para la banca pequeña y mediana la consolidación doméstica puede ser una solución, pero quizá la banca más grande mire más hacia una concentración transnacional. En cualquier caso, al BCE no le corresponde decir qué bancos tienen o no que fusionarse. Eso lo determinan las entidades y el mercado. Y no hay una receta que valga para todos los casos. En España la consolidación ayudó a mejorar la estructura de costes y eliminar el exceso de capacidad, pero existen otros factores que hay que tener en cuenta dependiendo de cada caso.

### **¿Se van a eliminar trabas regulatorias?**

El supervisor único ha dicho ya que es importante eliminar este tipo de trabas tanto desde el punto de vista supervisor como doméstico. Porque no hay que olvidar que una parte de estas trabas son de normativa nacional. Por ejemplo, las diferentes normas de insolvencia entre países dificultan muchísimo el proceso de consolidación internacional. Las autoridades nacionales siguen teniendo cierta discreción en cuestiones específicas de regulación bancaria. Es importante que la Comisión Europea siga insistiendo en la necesidad de homogeneizar este tipo de normas.

### **Llevamos ya seis años con tipos negativos y no sé si desde el punto de vista de la estabilidad financiera existe preocupación.**

En nuestros documentos de estabilidad financiera se ha advertido del asunto. Ahora mismo hay dos preocupaciones: la rentabilidad de los bancos y, lo que para mí es más importante, el sector financiero no bancario; lo que antes se conocía como banca en la sombra.

La rentabilidad de los bancos europeos se sitúa, de media, en el 6%. Es baja, y esto tiene mucho más que ver con factores estructurales que con la política monetaria. Los tipos negativos tienen un efecto marginal. De hecho, han generado efectos positivos, como la reducción de provisiones derivada de la recuperación del crecimiento económico. La estructura de costes en la zona euro sigue siendo más elevada que en EEUU, y sigue habiendo un exceso de capacidad y fragmentación. Los inversores piden un 10% de rentabilidad pese a que los bancos europeos son mucho más seguros y mucho más líquidos que hace 10 años. La banca europea está en 60% del valor en libros, mientras que en EEUU está por encima del 100%. Es una de las grandes incógnitas que tenemos y tiene que ver con numerosos aspectos. Por ejemplo, diferentes perspectivas económicas en EEUU y en Europa y el exceso capacidad. El proceso de consolidación y limpieza de balances en EEUU fue más extenso que el que se realizó en Europa.

### **Ha comenzado la revisión estratégica de la política monetaria que puede dar un vuelco a cómo el BCE desarrolla su mandato. ¿Cómo han sido las primeras aproximaciones?**

La reunión de enero se ha dedicado al planteamiento general de la revisión, que tiene varios apartados. Primero, la definición de la estabilidad de precios, que ha ido cambiando en el tiempo y se abrirá ahí un debate. La segunda parte, para mí la más importante, es la efectividad de los diferentes instrumentos de política monetaria. Es decir, cuán poderosos son para cumplir el mandato y qué efectos secundarios pueden provocar. La tercera comprende otros objetivos como la estabilidad financiera o cuestiones como el cambio climático.

Se hará en un plazo de un año y escuchando muchísimo a todas las partes relevantes, desde académicos, a instituciones y sociedad civil. Yo llego con una mente abierta y quiero ver las opiniones de mis colegas del Consejo de Gobierno y las propuestas que se hacen desde la plantilla del banco.

**En esa revisión de la estabilidad de precios se han barajado varias fórmulas. ¿Tiene una opinión sobre cuál le parece más acertada?**

Lo que tengo es una mente abierta y prefiero esperar antes de expresar alguna preferencia. Cada una de las opciones tiene pros y contras. Existe además un intenso debate sobre el índice que mide la variación de precios y si se incorpora el coste de la vivienda y cómo. Creo que hay que esperar a tener toda la documentación y las propuestas de los comités. La definición de la estabilidad de precios tiene una gran importancia, pero para mí la cuestión fundamental es la efectividad de las herramientas de política monetaria y sus potenciales efectos secundarios.

**Si finalmente el rebote esperado en la economía no se produce y se agrava la desaceleración, ¿tiene el BCE herramientas para abordar la situación?**

Tenemos herramientas y disposición para utilizarlas si es necesario. Podemos bajar más los tipos de interés, elevar el volumen de compras de deuda o aumentar las inyecciones de liquidez, pero los efectos secundarios son cada vez más evidentes. Es por eso que insistimos continuamente en que ahora les toca a otros actores entrar en juego.

**¿De verdad pueden bajar más los tipos?**

Sí. Objetivamente se pueden bajar más. No hemos alcanzado el reversal rate, ese punto en el que una bajada de tipos se convierte en negativa para la concesión de crédito y el crecimiento. Me lo preguntan mucho, pero no estamos ahí.

**Se habla de efectos secundarios significativos.**

Los efectos secundarios aparecen según pasa el tiempo. El mismo recurso monetario puede no tener ningún tipo de efecto secundario el primer año, pero cuando pasan dos o tres, quizá ya tenga algún efecto ligero. Y, a medida que pasa más tiempo, estos pueden hacerse más evidentes. Entonces, por supuesto que podemos hacer más, pero el mensaje no es sencillo porque tenemos que estar siempre pendientes de dos factores. Uno, la política monetaria y otro, la estabilidad financiera. En este último ámbito tener un instrumento macroprudencial es fundamental para dar mayor margen de actuación al banco

central.

**Las últimas inyecciones de liquidez no han dado el resultado esperado. ¿Qué se puede hacer si los bancos no quieren dinero ni aunque les paguen por ello?**

En la nueva ronda del programa de inyecciones de liquidez, TLTRO III, la primera subasta fue floja y la segunda un poco mejor. Veremos qué pasa con la tercera. El BCE determina el coste de financiación y su disponibilidad, pero existe otra variable que son los proyectos de inversión a los que destinar esa liquidez. Esto tiene más que ver con el crecimiento potencial o las reformas estructurales. Nosotros podemos reducir lo que cuesta financiarse, y lo hemos hecho, pero si después no hay proyectos de inversión disponibles a los que los bancos puedan destinar esa financiación, eso ya no es culpa del BCE. No podemos hacer todo. De ahí el mensaje de que en los países tiene que haber reformas estructurales y una política fiscal adecuada.

**Alemania se ha mostrado reiteradamente en contra de los estímulos. De hecho, su colega en el Comité Ejecutivo Isabel Schnabel apunta a que se ha creado un caldo de cultivo similar al del Brexit con este descontento.**

La política monetaria del BCE está totalmente detrás de la recuperación económica de la zona euro y de los 11 millones de puestos de trabajo creados en los últimos años. Y ha sido también muy beneficiosa para Alemania. Las propias instituciones alemanas han dado una condecoración a Mario Draghi por su trabajo y dedicación.

**El BCE está valorando qué papel juega en la lucha contra el cambio climático y se especula incluso con compras de deuda bajo criterios verdes. ¿Qué opina?**

La sostenibilidad medioambiental es una oportunidad para canalizar inversión en Europa. De ahí pueden surgir proyectos. Europa tiene una ventaja competitiva en relación con otras regiones. El cambio tecnológico ligado a la sostenibilidad puede ser una posibilidad de actuación.

El papel del BCE y la idea de un posible 'QE verde' formarán parte de la revisión estratégica. Sé que hay distintas posiciones e iremos viendo cómo evoluciona el debate.

**Pero, ¿cuál es su opinión personal?**

Creo que el riesgo medioambiental cada vez va a tener más importancia como parte del análisis de la calificación crediticia. Y eso tiene impacto desde el punto de vista de las operaciones de política monetaria. Pero no solo por el QE, sino también por los colaterales que acepta el BCE a cambio de la liquidez.

Lo ideal sería que, cuando se valore una empresa y su rating, se tenga en cuenta no solo su balance y su cuenta de resultados hoy, sino también si en los próximos cinco años puede tener un problema como consecuencia de la transición hacia una economía más sostenible. Ese es el sentido que, para mí, debería tener. Que no sea una especie de compartimento estanco, sino que las implicaciones ambientales estén integradas en el resto.



En cualquier caso, nosotros ya vigilamos de cerca las potenciales implicaciones que tiene el cambio climático desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Incluso se está trabajando para elaborar la metodología que permita hacer un test de estrés de riesgo climático.

**Ha trabajado ya con dos presidentes. ¿Cómo ha cambiado el BCE de Lagarde respecto al de Draghi?**

Lógicamente cada presidente es diferente. Mario Draghi tenía muchísima experiencia y su presidencia estuvo marcada por todo lo que se hizo para salvar al euro. Él hizo una labor importantísima. Christine Lagarde cuenta con un gran conocimiento de la economía de la zona euro y está tratando de buscar consenso, lo que veo como un movimiento positivo tras algunas disensiones pasadas en el Consejo de Gobierno. Cada uno tiene su estilo.

En cualquier caso, desde el punto de vista de las decisiones, el presidente o la presidenta es importante, pero el BCE es una maquinaria en sí mismo. Está el staff del banco, los comités, el Comité Ejecutivo, el Consejo de Gobierno... En general las decisiones se toman de manera colegiada y después son comunicadas por la presidenta. Su labor es muy importante, pero cuando las instituciones son sólidas no todo depende de una persona.