

**28.01.2015**

**Política monetaria: situación y retos**

Discurso de clausura de la presentación del libro “Anuario del euro 2014”/  
Fundación de Estudios Financieros-Fundación ICO

Luis M. Linde  
Gobernador

---



Querría, en primer lugar, dar las gracias a Irene Garrido, Presidenta del ICO, a Fernando Fernández y a Juan Carlos Ureta por su amable invitación para participar en la presentación de esta nueva edición del Anuario del Euro.

En mi intervención comenzaré repasando la situación económica en el área del euro y la actuación del Banco Central Europeo. Después, comentaré brevemente el margen de actuación de las políticas monetarias en un contexto de tasas de inflación muy reducidas; y concluiré con alguna referencia al diferente momento de ciclo en las políticas monetarias de las principales economías desarrolladas.

### **La situación económica en el área del euro y la política monetaria del BCE**

La economía de la zona euro se encuentra en una situación de debilidad; es previsible que en el conjunto de 2014 haya registrado un crecimiento del 0,8%. Tras un primer trimestre de 2014 todavía dinámico, el PIB registró en los dos siguientes trimestres avances muy modestos y las previsiones disponibles contemplan, tanto a corto como a medio plazo, una trayectoria de recuperación débil y heterogénea por países. Las proyecciones del Banco Central Europeo, en sintonía con el consenso, prevén un crecimiento del 1 y el 1,5% para 2015 y 2016, respectivamente. Son tasas modestas y están sujetas, además, a una serie de riesgos que, en conjunto, apuntarían a incrementos incluso menores de la actividad.

En el ámbito de los precios, hace ya bastantes meses que la inflación está alejada de la referencia del 2%, que, en el medio plazo, es el objetivo de la política monetaria del BCE. Las previsiones disponibles no se alejan del riesgo de que se mantenga en valores demasiado bajos por demasiado tiempo. Las previsiones publicadas recientemente por el BCE han supuesto una nueva revisión a la baja de la trayectoria de los precios y contemplan tasas del 0,7 y el 1,3% para 2015 y 2016 respectivamente.

Recientemente, el descenso del precio del petróleo, en un contexto de escaso poder de las empresas para fijar precios ante la debilidad de la demanda y la elevada competencia, ha intensificado la trayectoria bajista de la inflación. 2014 terminó con una tasa de inflación interanual del -0,2% (el promedio anual fue del +0,4%) y se espera que en los primeros meses de este año permanezca en niveles muy reducidos o negativos.

Esta evolución incrementa los riesgos de que se produzcan efectos de segunda ronda en salarios y precios que podrían afectar negativamente a las expectativas de inflación a medio plazo. De hecho, las previsiones más recientes del sector privado se han revisado significativamente a la baja para todos los plazos. Así, por ejemplo, conforme a Consensus Forecasts, la publicación más conocida de previsiones económicas hecha por el sector privado, en su número de enero, la tasa de inflación media prevista para 2015 sería tan sólo un 0,1%, frente al 0,6% que para el mismo período se preveía un mes antes.

En un contexto macroeconómico de debilidad de la demanda, estas cifras, tan alejadas del 2%, no sólo suponen un peligro para el actual anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, sino que, además, elevan los riesgos para la estabilidad de precios y dificultan la recuperación económica del conjunto del área. Estas dificultades son más

acusadas para los países que están en proceso de corrección de desequilibrios acumulados con anterioridad, en particular aquellos que, como España, han registrado pérdidas de competitividad y necesitan de una contención de precios y de costes superior a la evolución media del área.

Para afrontar estos riesgos, el BCE ha puesto en marcha en los últimos meses medidas adicionales para acentuar el carácter fuertemente expansivo de su política monetaria.

En el frente convencional, el BCE ha situado el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 0,05%, un nivel que, técnicamente, supone la cota mínima para este tipo de intervención. Asimismo, el tipo de la facilidad de depósito, que es al que se remuneran los saldos líquidos excedentarios que las entidades de crédito mantienen inmovilizados en sus cuentas en el Eurosistema, se ha situado en terreno negativo (-0,20%), lo que desincentiva la acumulación de estos saldos y estimula la actividad crediticia.

Las actuaciones recientes incluyen también medidas de carácter no convencional. Por un lado, una nueva facilidad de financiación a largo plazo explícitamente orientada a promover un mayor dinamismo del crédito al sector privado. Por otro, dos programas de compras de activos, que incluyen, respectivamente, valores emitidos por el sector privado procedentes de la titulización (ABS, en la terminología anglosajona de mercado al uso) y distintas modalidades de cédulas.

Finalmente, el 22 de enero el BCE anunció nuevas medidas de estímulo monetario. Se ha reducido el tipo de interés aplicable a la facilidad de financiación a largo plazo orientada a estimular el crédito y se ha anunciado un programa ampliado de compra de activos que, además de las compras anteriormente mencionadas de titulizaciones y cédulas emitidas por el sector privado, incorpora las emisiones de Estados, Agencias e Instituciones supranacionales europeas.

El tamaño de este programa ampliado es ambicioso, alcanza los 60 mil millones de euros cada mes. Las compras se iniciarán en el mes de marzo y, en principio, se contempla que se mantengan hasta septiembre de 2016, si bien el Consejo del BCE se reserva la opción de prorrogarlas si la trayectoria de inflación no fuera consistente con el objetivo de situarla a medio plazo en una tasa cercana al 2%.

El programa requiere que los títulos públicos tengan, al menos, grado de inversión o que, en caso de no tenerlo, sus emisores estén sujetos a un programa de asistencia por parte de las Autoridades europeas y el FMI. Son condiciones similares a las que se aplican en los requerimientos sobre el colateral elegible en las operaciones de política monetaria y a las contempladas, en agosto de 2012, en el anuncio del programa de compras de bonos soberanos conocido como Outright Monetary Transactions (OMT en su acrónimo anglosajón).

Las compras de títulos públicos podrán ser de un 12% de deuda emitida por instituciones supranacionales europeas y el 88% restante de bonos soberanos y agencias de cada país conforme a su clave en el capital del BCE. Los Bancos Centrales Nacionales comprarán las emisiones de instituciones europeas y la mayor parte de los bonos nacionales. De

estos últimos, el BCE comprará un 8%. Conforme a nuestras estimaciones preliminares, las compras de deuda pública española ascenderían a unos 100 mil millones de euros en el horizonte temporal considerado.

El acuerdo alcanzado implica que en el caso hipotético de pérdidas derivadas de estas operaciones, los bancos centrales nacionales asumen los riesgos de sus compras de bonos nacionales, siendo compartido entre todos los miembros del Eurosistema el riesgo de las compras de bonos de instituciones europeas y el de las compras de soberanos por el BCE.

### **El margen de actuación de las políticas monetarias en un contexto de tasas de inflación muy reducidas**

Paso ahora a comentar brevemente dos cuestiones importantes en el contexto actual: el margen de actuación de las políticas monetarias en un contexto de tasas de inflación muy reducidas y el diferente momento cíclico de política monetaria en las principales economías desarrolladas.

Las tasas de inflación particularmente bajas y las perspectivas de que estas se mantengan en niveles similares durante un horizonte temporal dilatado reducen el margen de maniobra de la política monetaria para acomodar las condiciones de financiación de la economía a su posición cíclica cuando esta última se caracteriza por una notoria debilidad.

Las políticas monetarias convencionales, basadas en la fijación de tipos de interés nominales a corto plazo, alcanzan su límite inferior cuando estos están muy próximos al 0%. Llegado a este punto, si se precisa de un estímulo monetario adicional surge la necesidad de adoptar medidas de carácter no convencional orientadas bien a fijar las expectativas de los agentes sobre la evolución futura de los tipos de interés, bien a modificar el tamaño y la composición del balance del banco central.

La expansión de balance mediante programas de compras de títulos públicos o privados es una medida excepcional, sin duda, pero no es singular del área del euro, ya ha sido adoptada por otros bancos centrales. Entre 2010 y 2014, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, duplicaron el tamaño de sus balances, tras haber agotado el margen de reducción de los tipos de interés y después de haber recurrido al anuncio de su compromiso de mantener las tasas de interés oficiales en niveles muy reducidos por tiempo suficiente.

El diseño y la implementación de los programas de compras de títulos de renta fija, privados y públicos, no puede tener en cuenta las características institucionales del área en la que se aplica. La política monetaria en Estados Unidos o en el Reino Unido actúan sobre una Unión Fiscal, lo que facilita la resolución de los problemas potenciales asociados al reparto de los costes en que pudiera incurrir el banco central en sus operaciones de política monetaria. En este sentido, las características singulares del área del euro han motivado que el diseño del programa anunciado requiriera de ajustes técnicos complejos.

Las medidas de expansión monetaria llevadas a cabo por los bancos centrales son, sin duda, muy importantes para la consecución de los objetivos en términos de tasas de inflación y estímulo del flujo de crédito y de financiación a la economía. No obstante, un impulso sostenible de la actividad económica y de la creación de empleo requiere que los estímulos monetarios vengán acompañados de medidas en otros ámbitos. En el caso europeo, necesita mantener el impulso reformador que asegure un funcionamiento correcto de los mercados y políticas fiscales favorecedoras del crecimiento, pero al mismo tiempo que cumplan con los compromisos acordados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

### **Posición cíclica y políticas monetarias de las principales economías desarrolladas**

Quisiera terminar con una mención a la distinta posición cíclica de los principales países desarrollados.

Así, en Estados Unidos y, en menor medida, el Reino Unido, economías que se encuentran en una fase de recuperación de la actividad mucho más avanzada que el área del euro, el debate sobre la posición monetaria gira en torno al momento y el ritmo en el que empezarán a retirar parte del estímulo monetario. Sin embargo, en la UME y Japón estamos en una fase de implementación de medidas de estímulo adicional. Esta diferencia en el momento del ciclo está teniendo efectos en las cotizaciones de los mercados financieros y, en particular, en los tipos de cambio.

En este sentido, las medidas excepcionales de estímulo monetario anunciadas por el BCE y la consiguiente relajación de las condiciones de financiación en el área monetaria, la depreciación del euro y el fuerte descenso en el precio del petróleo configuran un escenario financiero favorable para el área del euro y, en particular, para aquellos países que como España hayan realizado esfuerzos importantes en la corrección de sus desequilibrios.

Los frutos de los ajustes realizados bajo condicionantes adversos pueden ahora verse impulsados por una configuración financiera favorable. Es importante que la economía española no renuncie a estas ganancias y que mantenga el impulso reformador y las mejoras de competitividad en un marco de estabilidad.