

06.07.2016

Estabilidad y recuperación en el área del euro
Fundación Caminos/Santander

Luis M. Linde
Gobernador

Querría, en primer lugar, agradecer al Colegio de Ingenieros de Caminos, a la Fundación Caminos y a su Presidente, su amable invitación para participar en la apertura de este Foro Global de Ingeniería y Obra Pública. Van a debatir durante dos días diferentes cuestiones relativas a un sector de actividad tan importante, yo diría, tan decisivo, para la actividad económica y el crecimiento, como es el de la inversión en obras públicas e infraestructuras: y esto, más todavía en la actual coyuntura de la economía europea.

El resultado del reciente referéndum en el Reino Unido ilustra la complejidad del momento que viven tanto la Unión Europea como el área del euro.

Con anterioridad a este referéndum, las perspectivas macroeconómicas para el área del euro anticipaban una estabilización del crecimiento económico en torno al 1,6% en 2016 y al 1,7% en 2017 y 2018. El balance de riesgos, aunque se mantenía a la baja dada la existencia de distintas contingencias -entre ellas la del referéndum en el Reino Unido-, era también algo más equilibrado, a la espera de que la implementación de las medidas más recientes de política monetaria contribuyeran a mejorar las perspectivas de crecimiento y de inflación. Sin embargo, el inesperado resultado del referéndum a favor de la salida del Reino Unido ha desencadenado efectos muy intensos sobre los mercados financieros, cuyo impacto sobre la estabilidad y la recuperación del área del euro es todavía prematuro calibrar.

La Gran Recesión global y la crisis soberana han provocado que la última década sea la de menor crecimiento del área del euro desde la Segunda Guerra Mundial. Es lo que ha resumido de forma muy gráfica el Fondo Monetario Internacional con la expresión *“demasiado lento durante demasiado tiempo”*. En paralelo, la inflación se ha mantenido alejada del objetivo de medio plazo de la política monetaria.

La excepcionalidad y la naturaleza de los desequilibrios acumulados, en particular el elevado grado de endeudamiento privado y público, no sólo lastran la capacidad de las economías para crecer y reducir los niveles de desempleo existentes, sino que también limitan el margen de maniobra de las políticas económicas anti-cíclicas, al menos en su marco convencional. Ello ha llevado al Banco Central Europeo a asumir el liderazgo en la respuesta frente a la crisis.

Los retos estructurales para el área del euro son de una magnitud notable. Algunos vienen determinados por fallos de diseño en el actual marco de funcionamiento de la Unión Monetaria y de la propia Unión Europea, pero también en la ausencia de una suficiente voluntad reformadora, fallos y ausencias que han afectado a la confianza de la ciudadanía europea en el proceso de integración. En este contexto, querría centrar mi intervención en las dificultades a que se enfrenta la política económica para consolidar la recuperación del área del euro.

En primer lugar, creo que el BCE merece el reconocimiento de haber sido la institución europea que ha proporcionado la respuesta más rápida y ambiciosa ante la crisis, asumiendo, en circunstancias excepcionales, un papel central para despejar las dudas sobre la continuidad del euro, apuntalar la recuperación y, más tarde, combatir los riesgos que se derivan del actual contexto de tasas de inflación cercanas a cero o, incluso, negativas. Es de destacar que la singularidad de ser la autoridad monetaria de diferentes

estados y economías no ha restado determinación a su actuación, que se ha desarrollado en torno a cuatro grandes líneas:

Primero, los tipos de interés de referencia se han reducido hasta niveles situados cerca de agotar sus posibilidades de recorrido a la baja. Así, el tipo de la facilidad marginal de depósito, que se había adentrado en terreno negativo ya desde 2014, se situó en marzo de este año en -0.40 %. En el actual contexto de abundante liquidez, esta tasa constituye una referencia clave de la política monetaria.

Segundo, el Consejo de Gobierno del BCE ha fortalecido su política de comunicación, con la publicación de orientaciones explícitas sobre el curso futuro de la política monetaria.

Tercero, los instrumentos de provisión de liquidez utilizados desde 2008 se han adaptado a las nuevas circunstancias. A mediados de 2014 se pusieron en marcha las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico de estimular el aumento del crédito, es decir, condicionando el acceso por los bancos a la financiación de muy largo plazo del BCE a la concesión por parte de éstos de crédito a las familias y a las empresas no financieras. El pasado marzo se decidió la extensión de este instrumento hasta 2017.

Y cuarto, el BCE viene implementando desde 2014 un programa de expansión cuantitativa que implica la compra, a gran escala, de activos privados y públicos que, en sus dos primeros años de vigencia, alcanzará una cuantía equivalente al 17% del PIB del conjunto del área del euro.

En la actualidad, la compra de activos bajo este programa abarca casi todo el abanico de títulos negociables que son admitidos como garantía o colateral en las operaciones del Eurosistema: bonos garantizados emitidos por entidades bancarias; titulaciones cuyo activo subyacente son créditos al sector privado no financiero; deuda pública del gobierno central y de gobiernos regionales; agencias e instituciones supranacionales; y, más recientemente, bonos corporativos no bancarios. Desde abril de este año el BCE viene adquiriendo un volumen de 80 mil millones de euros mensuales de este conjunto de títulos y la cifra total de la cartera constituida con finalidades de política monetaria ha superado ya los 1,2 billones de euros.

Creo que resulta pertinente hacer tres consideraciones adicionales sobre las medidas puestas en marcha por el BCE:

La primera es que no difieren de las adoptadas por otros grandes bancos centrales. Así, por ejemplo, el tipo de interés de referencia se encuentra también, hoy, en terreno negativo en países como Japón, Suecia, Dinamarca y Suiza. Igualmente, los programas de compra de activos y el reforzamiento de la provisión de liquidez son instrumentos compartidos con otros bancos centrales del G7, mientras que la publicación de orientaciones sobre el curso futuro de política monetaria forma también parte del instrumental de la Reserva Federal (“forward guidance”).

La segunda consideración se refiere a los potenciales efectos colaterales indeseados que estas políticas no convencionales pudieran generar sobre la estabilidad financiera, tales como la sobrevaloración de determinados activos o la presión a la baja sobre la rentabilidad del sector bancario. En este sentido, conviene realizar un seguimiento específico de los segmentos en riesgo, activando, si fuera necesario, medidas macro-prudenciales.

La tercera y última consideración se refiere a la eficacia de las medidas que ha venido adoptando el BCE durante los últimos años. Nuestro último Informe Anual dedica un capítulo específico a analizar esta cuestión.

El análisis del Banco de España concluye que la política monetaria ha contribuido decisivamente a la relajación de las condiciones de financiación de empresas y familias en el área del euro, mejorando las condiciones de acceso y el coste de la financiación bancaria, así como reduciendo de manera significativa el grado de fragmentación financiera alcanzado durante la crisis de la deuda soberana entre 2011 y 2013.

Los tipos de los préstamos bancarios han alcanzado mínimos históricos. Las encuestas de acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, muy dependientes del crédito bancario, revelan que éstas se están beneficiando especialmente de la mejora de las condiciones de financiación.

Nuestras estimaciones sugieren que el paquete de medidas de política monetaria que el Consejo de Gobierno del BCE ha venido adoptando desde mediados de 2014 habría tenido un efecto acumulado, en el bienio 2015-2016, para el conjunto del área euro, de 1,4 puntos porcentuales en el nivel del PIB y de 1,2 puntos porcentuales en el nivel de precios. Estas cifras son similares para el caso de España.

Pero estos resultados, que son positivos, no pueden dar paso a ninguna complacencia.

Los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación continúan siendo un motivo de preocupación. Es cierto que la fuerte caída de los precios del petróleo desde mediados de 2014 ha presionado a la baja la inflación, pero no lo es menos que la debilidad de la demanda interna ha desempeñado un papel crucial, manteniendo la inflación subyacente por debajo del 1% durante los últimos dos años. Los indicadores de expectativas de inflación se mantienen también en niveles reducidos en todos sus horizontes, alejados de la referencia básica del BCE que es del 2%.

Con todo, resulta necesario destacar que la capacidad de la política monetaria para afrontar los retos que plantea una situación como la que estamos viviendo no es ilimitada. Sentar las bases para una recuperación sólida y duradera de la actividad, la inversión y el empleo exige el concurso del resto de políticas económicas, particularmente en el ámbito fiscal, de reformas de instituciones y de los mercados de factores y productos y el reforzamiento de la gobernanza europea.

Así, los países del área deberían utilizar los márgenes de maniobra que contempla el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para, dependiendo de sus circunstancias particulares, apoyar la demanda agregada y la expansión de la actividad.

Es cierto que, en muchos casos, la situación precaria de las finanzas públicas deja poco espacio para medidas de estímulo, como una disminución de la recaudación impositiva o un incremento del gasto público, especialmente porque los países con una mayor capacidad de producción sin utilizar son también aquellos que registran mayores niveles de deuda pública. Pero la contribución de la política fiscal al crecimiento no viene determinada exclusivamente por los niveles de ingresos y gastos, sino también por su composición. En este sentido, existe un margen –más o menos amplio según los países–

para reorientar la estructura impositiva hacia impuestos menos distorsionadores y más favorables al crecimiento.

También es un objetivo incrementar la eficiencia del gasto público y dirigirlo hacia aquellos componentes más favorables para el crecimiento. En particular, se debería potenciar la inversión pública, especialmente en el área de las infraestructuras, en la que algunos países que disponen de espacio fiscal han acumulado un considerable déficit de inversión en el pasado. Estos países podrían mejorar su crecimiento potencial, dada la relación positiva existente entre tipo de gasto público y la productividad, –al menos cuando los proyectos de inversión son seleccionados, diseñados y ejecutados de forma eficiente- y, en paralelo, apoyar la recuperación en el corto plazo en el conjunto del área del euro.

En definitiva, se debería reforzar la coordinación de las políticas fiscales con el objetivo de favorecer que aquellos que disponen de espacio fiscal lo utilicen, mientras que los que presentan mayores niveles de endeudamiento prosiguen con la consolidación de sus cuentas públicas.

A medio plazo, tal y como señala el informe de los Cinco Presidentes publicado en junio del año pasado, resulta necesario desarrollar una capacidad fiscal para el conjunto del área que permita no sobrecargar la política monetaria en circunstancias, como las actuales, de grandes dificultades económicas. En ausencia de mecanismos más ambiciosos, resultaría conveniente fortalecer los instrumentos ya disponibles, como el Plan Europeo de Inversiones, el denominado Plan Juncker.

Una reorientación de los fondos estructurales no utilizados del presupuesto europeo hacia este instrumento podría contribuir a que se realicen proyectos que no encuentran financiación en el entorno actual de incertidumbre, y a que se materialice el despegue de la inversión productiva que, para el conjunto del área del euro, sigue dando todavía signos de debilidad.

Más a medio plazo, la combinación de una demografía negativa, un bajo crecimiento de la productividad y elevados niveles de deuda pública y privada limitan la capacidad del área del euro para recuperar los ritmos de avance previos a la crisis, generando un caldo de cultivo para el desencanto y la desconfianza en el proyecto europeo. Por ello, resulta esencial que los gobiernos retomen el impulso reformador para optimizar el funcionamiento de los mercados de factores y productos, mejorar el entorno empresarial y completar el marco de gobernanza del área del euro.

En los años recientes ha habido importantes reformas en el mercado de trabajo, especialmente en aquellos países que fueron más afectados por la crisis. La evidencia empírica indica el impacto favorable que dichas reformas han tenido en el crecimiento y el empleo. Pero sigue siendo prioritario evitar el enquistamiento de las elevadas tasas de desempleo y el aumento del paro de larga duración.

Donde se perciben menores progresos es, quizá, en la reforma de los mercados de productos y servicios. La experiencia reciente pone de manifiesto que es clave una correcta secuencia en la agenda reformadora en el sentido de que reformas tempranas, tendentes a aumentar la competencia, pueden ser cruciales para asegurar que las reformas del mercado de trabajo generen los efectos positivos deseados.

En diversos países del área del euro, las reformas en los mercados de productos deberían ir orientadas a la mejora del entorno empresarial, la eliminación de barreras administrativas y el incremento de la competencia. La revisión de los procedimientos de insolvencias contribuiría a una mejor gestión del volumen de préstamos fallidos que pesan fuertemente en la actualidad sobre los balances bancarios. Los concursos de acreedores, si se encuentran bien diseñados, pueden actuar como un mecanismo eficiente para la reasignación de recursos hacia los sectores y empresas de más alto potencial de crecimiento.

En el caso de los servicios, los estudios realizados por la Comisión Europea sugieren que son significativas las ganancias de productividad y el potencial de crecimiento que se alcanzarían con una aplicación plena de la directiva de servicios. También se pueden obtener mejoras de eficiencia mediante la creación de un mercado único de la energía. En lo que respecta a la libertad de movimientos de personas, debemos ser conscientes del riesgo de que se extienda una respuesta no coordinada que acabe fragmentando el espacio Schengen.

La aplicación de reformas y la profundización del mercado único son, sin duda, claves para lograr la convergencia estructural necesaria para mejorar el funcionamiento del área del euro y seguir avanzando hacia una unión monetaria más sólida.

Nuestro objetivo es lograr una actividad sostenible, la recuperación del empleo y el mantenimiento de las condiciones básicas del Estado del bienestar que es, obviamente, uno de los pilares de la construcción europea. Es obvio que el resultado del referéndum celebrado el pasado 23 de junio en el Reino Unido ha supuesto un serio incidente en ese camino, con consecuencias todavía difíciles de evaluar en el medio y largo plazo pero que, en todo caso, obliga a todos, agentes económicos, ciudadanos y gobiernos a una reflexión sobre el futuro de la Unión Europea y su gobierno.

Lograr un crecimiento económico suficiente y sostenible para mejorar los niveles de renta y de empleo es aún más importante ahora, ante las incertidumbres que se han abierto en esta nueva etapa.

El mensaje que viene reiterando el BCE desde hace, por lo menos, dos años es que la política monetaria no puede ser el único instrumento de la política económica. La política monetaria no puede sustituir a las reformas orientadas a mejorar la competencia y el funcionamiento de los mercados, ni puede contribuir directamente a mejorar la calidad de la política fiscal, ni tampoco a la mejora en la gobernanza de las instituciones europeas.

Junto al mantenimiento de una política de reformas que siga una secuencia que permita aprovechar las sinergias que pueden obtenerse, por ejemplo, entre reformas estructurales y política monetaria, la estabilidad política e institucional es, obviamente, una condición crucial. En este sentido, hay que reconocer que los desarrollos recientes en la Unión Europea no han sido particularmente favorables. Pero es también cierto que la Unión Europea, sus instituciones y, desde luego, el BCE han encajado en los últimos años serias dificultades –la crisis de la deuda soberana, la crisis del euro y, ahora, la crisis británica son buen ejemplo– y eso nos puede dar confianza en que también podremos superar esta situación y colocar la economía de la UE, de nuevo, en un crecimiento sostenible.

Muchas gracias.