

**30.05.2015**

**XXXI Conferencia del Círculo de Economía**  
Sitges

Luis M. Linde  
Gobernador

---



Querría, en primer lugar, dar las gracias al Presidente del Círculo de Economía, Antón Costas por su invitación para participar en la sesión final de esta XXXI Conferencia, un clásico en nuestro calendario de reuniones y conferencias económicas; y también, muchas gracias a Andreu Mas-Colell por acompañarnos. En esta sesión, contamos con el vicepresidente del BCE, Vitor Constancio, al que enseguida tendrá el honor de presentar.

Antes, a modo de introducción, querría hacer algunos breves comentarios sobre las interacciones entre política monetaria y ajustes macroeconómicos, uno de los grandes temas que se ha planteado la política monetaria del área euro durante los últimos años.

Los períodos largos de muy baja inflación crean riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, para la actividad económica y para la estabilidad financiera.

El primero de esos riesgos es el desanclaje de las expectativas de inflación desde los niveles compatibles con la estabilidad de precios que, como sabemos, el BCE sitúa en una expectativa de una tasa de inflación cercana, pero por debajo del 2 % en el medio plazo. La cercanía a una dinámica de deflación puede llegar a estimular el aplazamiento de decisiones de gasto por hogares y empresas. Además, aunque los tipos de interés nominales estén ya en niveles muy bajos, si la inflación sigue bajando, los tipos de interés reales tenderán al alza, contribuyendo a reducir el consumo y la inversión.

En segundo lugar, en economías que registran un alto nivel de deuda pública o privada, o ambas, los tipos de interés reales muy altos o al alza pueden exacerbar las dificultades para conseguir una reducción del endeudamiento de hogares, empresas y sector público porque, aunque el stock de deuda permanezca constante en términos nominales, aumentará en términos reales. El ajuste macro de una economía muy endeudada en un entorno de muy baja inflación o, aún más, de deflación, se vuelve, así, difícil y complejo.

Y, en tercer lugar, en relación con la estabilidad financiera, los acontecimientos que hemos vivido en los últimos años indican que las burbujas en los precios de los activos y la mala asignación de los recursos financieros pueden coexistir con una baja inflación. Si la situación de baja inflación se prolonga y se acerca a la deflación, llegaremos a tipos de interés muy bajos o, incluso, negativos, y esta situación entrañaría riesgos adicionales para los inversores institucionales, para la asignación de recursos y para el buen funcionamiento del sistema financiero.

Esta fue la situación que vivimos en el área euro en la segunda mitad del año pasado. ¿Cuál es el papel de la política monetaria en un escenario de esta naturaleza? En septiembre de 2014, el BCE decidió ampliar las herramientas disponibles para la política monetaria, añadiendo un programa de compras de activos privados y después, ya en enero de este año, la compra de valores emitidos por el sector público, la compra de deuda pública. Los tipos de interés ligados a las operaciones de política monetaria del BCE ya estaban entonces en su límite inferior, prácticamente cero, con tipos negativos en la facilidad de depósito. Al mismo tiempo, la provisión de liquidez por el BCE a través de su ventanilla ordinaria y de sus operaciones a más largo plazo seguían el principio de concesión de toda la liquidez solicitada por las entidades; de hecho, llevamos ya varios años de aplicación de la política en la que, al tipo de interés marcado para las operaciones de política monetaria, el BCE no raciona el volumen de liquidez suministrado a las entidades.

Con la experiencia de unos pocos meses, podemos afirmar que la compra de activos ha contribuido, de modo claro, al re-anclaje de las expectativas de inflación, en línea con el objetivo a medio plazo y, lo que ha sido y es muy importante, frenando y revirtiendo el aumento en los tipos de interés reales. Sus efectos también se han manifestado a través de cambios en la composición de las carteras de los inversores, estimulando un mayor peso desde los valores libres de riesgo, o con muy poco riesgo, hacia valores con un mayor riesgo y reduciendo el coste de la financiación para consumidores e inversores.

El segundo aspecto que quería mencionar es el papel de las políticas económicas en los países que han tenido que enfrentar la corrección de los profundos desequilibrios acumulados en la expansión que terminó con la crisis, en 2007-2008. En particular, las políticas encaminadas a mejorar la competitividad en los mercados de bienes y a reducir las ineficiencias en el mercado de trabajo, muy relevantes en países con alto nivel de desempleo, en particular, en aquellos casos en los que el exceso de endeudamiento condiciona o limita la posibilidad de implementar políticas de expansión de demanda.

Las reformas favorecen la moderación salarial y una contención de las tasas de inflación, pudiendo deprimir, en una fase inicial, la demanda doméstica, debido a los menores salarios, al incremento en el valor real de la deuda y, en algunos casos, a los aumentos en los tipos de interés reales. Sin embargo, estos efectos iniciales adversos pueden ser compensados y, como prueba la experiencia, superados por las ganancias en competitividad, el aumento en las exportaciones y la mejora en la confianza que afecta positivamente a las decisiones de consumo e inversión y generan empleo y crecimiento.

Otra cuestión a destacar es la de las sinergias entre reformas estructurales y política monetaria. La economía española es un buen ejemplo de una interacción positiva y de que, al menos, a veces, ambas vías de actuación se refuerzan positivamente.

Después de un período en el cual se dieron en el área euro fuertes tensiones y muy marcadas segmentaciones en los mercados de crédito, a pesar de una política monetaria por parte del BCE cada vez más relajada, finalmente, a finales de 2013 y, desde luego, en 2014, esa interacción entre reformas estructurales y política monetaria fuertemente expansiva empezó a hacerse notar, desde luego, en todo caso, en nuestra economía. No cabe duda de que algunas reformas puestas en marcha en 2012-2013 contribuyeron a aliviar las tensiones en los mercados financieros debido, sobre todo, a su contribución a mejorar la confianza. Sin duda, en esta mejora de la confianza jugó también un papel importante la mejora en la gobernanza en materia de finanzas públicas en el área euro.

Claro que nos podemos preguntar cómo quedan en este escenario aquellas economías que han sufrido una pérdida de competitividad respecto a países que han implementado las reformas, por ejemplo, las que han afectado al mercado de trabajo y han permitido, junto con otros factores, lo que llamamos la “devaluación interna”. Pues bien, esa pérdida relativa de competitividad ha sido compensada por los estímulos monetarios y su impacto en la demanda nacional y en el sector exterior.

La depreciación del euro que ha acompañado a esta política y que ha sido, sin duda, en parte, una de sus consecuencias, ha mejorado la competitividad de todo el área, estimulando sus exportaciones y el conjunto de su actividad. Y, llegados a este punto, hay que recordar que el conjunto del área euro mantiene un superávit muy significativo en sus transacciones con los países que no pertenecen a ella. Tanto los déficit excesivos, como

los grandes superávit implican riesgos y costes. Por ello, creemos que están justificados los llamamientos, realizados desde varias instituciones internacionales, a que los países del área del euro que tienen espacio para ello, implementen políticas que lleven a una expansión de su demanda interna.

Puedo resumir mis palabras en dos ideas: la primera, que el desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo entraña serios riesgos para la estabilidad financiera y de crecimiento, que pueden verse agravados en países que tienen que seguir un proceso de ajuste macroeconómico y desendeudamiento. La segunda, que la política monetaria y las reformas estructurales, cuando se aplican a la vez, se refuerzan mutuamente y pueden llevar a sinergias muy positivas.

Y ahora, unas palabras para dar paso a la intervención de mi respetado y querido amigo Vitor Constancio.

Vitor Constancio además de haber desarrollado una brillante carrera académica, lo ha sido casi todo en la política y en la administración económica portuguesas.

Constancio ha sido diputado en la Asamblea Nacional, ministro de Economía y Hacienda, gobernador del Banco de Portugal en dos ocasiones, la segunda entre 2000 y 2009, miembro del Consejo de Estado, y profesor en diferentes instituciones universitarias portuguesas. En 2010 fue nombrado vicepresidente del BCE.

Por su cargo, y también por su personalidad y experiencia, Constancio juega un papel muy importante en la orientación y en el diseño de las políticas del BCE. Representa lo que yo definiría como “ortodoxia flexible”, es decir, un enfoque riguroso de las tareas y prioridades del BCE, pero que huye de la rigidez y no olvida nunca el sentido común en las decisiones complejas y, muchas veces, difíciles, tanto en sentido técnico como político, que debe adoptar el BCE.

Tiene la palabra Vitor Constancio.