

31.07.2017

La economía europea y la política monetaria

Inauguración de los cursos de La Granda

Luis M. Linde
Gobernador

Sr. Presidente de los Cursos de La Granda, Sr. Rector de la Universidad de Oviedo, Sr. Alcalde de Gozón, Sr. Secretario de los Cursos de La Granda, Autoridades, queridos amigos:

Permítanme que comience mi intervención agradeciendo al profesor Velarde su invitación para participar en la inauguración de estos cursos, ya clásicos, de la Granda en su trigésima novena edición.

Pero antes de seguir, me gustaría felicitar al profesor Velarde por el Premio Internacional Menéndez Pelayo que acaba de recibir y que es solo el último en una muy larga lista de premios y reconocimientos. Juan Velarde es mucho más que un gran académico. Es un verdadero humanista, cuya obra, anclada en diferentes ámbitos de la economía, ha incorporado siempre preocupaciones históricas y sociales dominadas por un profundo y yo diría bondadoso liberalismo. Querido Profesor, mi enhorabuena por este Premio Menéndez Pelayo.

La recuperación económica europea

Entrando ya en el tema de mi intervención, me gustaría compartir con ustedes algunas reflexiones sobre la economía del área del euro y la política monetaria. Comenzaré repasando los rasgos más destacados de la actual fase de expansión de las economías europeas y el papel fundamental que ha desempeñado la política monetaria a la hora de facilitar su despegue. A continuación me referiré a los principales retos que se han puesto de manifiesto a lo largo de estos años difíciles para la economía europea y a la necesidad de completar la arquitectura institucional de la unión monetaria.

Tras varios años de crecimiento moderado, el área del euro ha alcanzado un momento cíclico favorable. De acuerdo con las últimas cifras disponibles, el crecimiento interanual del producto alcanza en la actualidad casi un 2%. Esta tasa supera las estimaciones de crecimiento potencial realizadas por la Comisión Europea, que lo sitúan en torno al 1%.

La solidez de la recuperación comienza a reflejarse en un comportamiento más dinámico de la inversión privada e interrumpe un largo período en que los planes de ampliación de capital de las empresas se han visto frenados por la incertidumbre sobre el crecimiento futuro y la necesidad de reducir sus elevados niveles de endeudamiento.

Además, la recuperación se extiende por toda la geografía del área, ya que todos los países, incluido Grecia, han alcanzado tasas de crecimiento positivas.

Asimismo, la mejora de la actividad económica ha permitido reducir los niveles de desempleo hasta tasas cercanas al 9% desde los niveles próximos al 13%, observado en los peores momentos de la crisis.

Es destacable que esta mejoría de la actividad se haya producido en un contexto político difícil, que incluye el inicio del proceso de salida del Reino Unido de la UE y el ascenso de algunas tendencias contrarias al libre comercio y a la libre circulación de personas, libertades que constituyen los cimientos sobre los que se asienta el proyecto europeo, sin olvidar, desde luego, la amenaza permanente del terrorismo.

Volviendo a la positiva evolución económica, no debemos olvidar dos cuestiones centrales.

En primer lugar, esta evolución es consecuencia, en buena medida, del extraordinario estímulo recibido de la política monetaria. En segundo lugar, la unión monetaria todavía tiene mucho camino que recorrer para lograr una gobernanza más sólida que reduzca su vulnerabilidad frente a perturbaciones, facilite una mejor coordinación de sus políticas económicas y promueva la realización de las reformas necesarias para fomentar y poder sostener el crecimiento a largo plazo.

El papel de la política monetaria

Me referiré, primero, al papel que ha tenido y sigue teniendo la política monetaria en la recuperación.

La confluencia de la crisis financiera y soberana en una unión monetaria europea que contaba con una arquitectura institucional incompleta, hizo que el BCE tuviera que asumir un papel central en la respuesta de política económica.

Las primeras actuaciones se plasmaron en una reducción gradual de los tipos de interés y en la concesión de cantidades prácticamente ilimitadas de liquidez a los sistemas bancarios, a plazos cada vez más amplios, flexibilizando su política de colateral o garantías.

En 2012, en medio de una segunda recesión en el área del euro e intensas turbulencias financieras, se introdujo la posibilidad de realizar compras de deuda pública de los países sujetos a tensiones financieras. Aunque esta posibilidad no llegó a activarse, contribuyó a alejar la amenaza de ruptura de la moneda única.

Con todo, todavía a mediados de 2014, pese a que ya se habían superado los episodios más agudos de la crisis, el área del euro se encontraba inmersa en un escenario de bajo crecimiento y riesgos de deflación en el que confluían diversos factores externos e internos.

En el ámbito externo, la debilidad del crecimiento global y el colapso de los precios de las materias primas acentuaron las presiones a la baja de los precios de producción.

En las economías del área, los elevados niveles de desempleo y la necesidad de reducir las significativas ratios de endeudamiento limitaban la expansión de la demanda, al tiempo que la fragilidad de los sistemas bancarios dificultaba la transmisión a la economía real de las medidas de política monetaria.

Todo ello obligó a que el BCE diera un giro en sus actuaciones, adentrándose en el terreno de las denominadas medidas no convencionales.

En primer lugar, se llevaron a cabo sucesivas reducciones de los tipos de interés en las operaciones ordinarias de política monetaria, hasta situar el tipo de la facilidad de depósito en una tasa negativa del -0,4%, que sigue vigente en la actualidad.

En segundo lugar, el BCE introdujo una nueva línea de financiación a largo plazo al sistema bancario, que se vinculó a la concesión de préstamos a los hogares y a las empresas.

En tercer lugar, en 2015, el BCE dio el paso histórico de iniciar un programa de expansión cuantitativa mediante la compra a gran escala de activos privados y públicos. Actualmente las compras se realizan a un ritmo de 60 mm de euros al mes y está previsto que prosiga hasta, al menos, el próximo mes de diciembre, de manera que a finales del presente año, la magnitud de las compras de activos se aproximará al 22% del PIB de la zona de euro.

Por último, la comunicación ha pasado a ser un instrumento muy importante para influir en las expectativas de los agentes y potenciar la efectividad de las actuaciones. En concreto, el BCE ha incorporado en su comunicación orientaciones sobre el curso futuro de los tipos de interés y del programa de compras.

Para ofrecer una idea global de la magnitud de las actuaciones adoptadas por el BCE, puede señalarse que desde que se inició la crisis en el año 2008, el tamaño del balance del Eurosistema se ha más que triplicado, hasta alcanzar valores próximos al 40% del PIB. Esta dimensión del balance supera la que presenta en la actualidad en la Reserva Federal y en el Banco de Inglaterra, aunque se sitúa muy por debajo del 90% del PIB del tamaño del balance del Banco de Japón.

Todo este amplio arsenal de medidas ha sido efectivo a la hora de relajar las condiciones financieras, reducir la fragmentación financiera, es decir, la existencia de condiciones muy diferentes de financiación en distintas jurisdicciones para prestatarios de riesgo similar, y evitar que el período de tasas de inflación negativa que atravesaron las economías europeas derivase en una espiral de deflación.

Nuestras estimaciones indican que el conjunto de medidas de política monetaria que se ha adoptado desde mediados de 2014 habría tenido un efecto acumulado, en el período 2015-2017, para el conjunto del área euro, de 1,7 puntos porcentuales en el nivel del PIB y de 1,5 puntos porcentuales en el nivel de precios. De acuerdo con estos cálculos, las medidas de política monetaria serían responsables de alrededor del 50% del crecimiento del PIB nominal registrado en dicho periodo.

En definitiva, por primera vez en los diez años transcurridos desde que se inició la crisis financiera internacional, podemos afirmar que el momento cíclico del área del euro es sólido y que hemos dejado atrás los riesgos de deflación.

Precios y salarios en la economía internacional

Pero todavía se mantienen focos de riesgo en el contexto internacional, asociados, principalmente, a la incertidumbre sobre el rumbo de la política económica de Estados Unidos, a los desequilibrios que está acumulando la economía China y a los datos desfavorables que llegan del Reino Unido, que parece que comienza a sentir los efectos de su salida de la UE. En el área del euro es necesario mejorar la solvencia y rentabilidad del sector bancario y reducir los niveles de préstamos fallidos, que debilitan el impacto de los impulsos monetarios en la actividad real.

Además, todavía no hay indicios sólidos de que la inflación haya iniciado una trayectoria ascendente que la acerque de manera permanente a nuestro objetivo del 2%. Este hecho se aprecia en la evolución de las medidas de inflación subyacente, que eliminan los componentes más volátiles de los precios y que constituyen un buen indicador de las presiones inflacionistas latentes en la economía. Estas medidas de inflación se han mantenido ancladas en el entorno del 1% durante los tres últimos años.

Detrás de este comportamiento de la inflación se observan, entre otros factores, crecimientos salariales muy contenidos en el conjunto del área del euro, quiero subrayar que me estoy refiriendo al conjunto del área del euro, que contrastan con la mejoría del empleo. La remuneración por asalariado ha mantenido aumentos próximos al 1,2% desde mediados de 2014, muy inferiores a su promedio histórico que se sitúa algo por encima del 2%.

Este hecho ha atraído la atención de los analistas que apuntan a la confluencia de diversos factores para explicar por qué la respuesta de los salarios a la caída del desempleo no está siguiendo los patrones habituales.

En primer lugar, se señala que el número de trabajadores que se encuentran empleados a tiempo parcial de manera involuntaria registró un aumento notable tras la crisis y apenas ha disminuido con la mejoría de la actividad económica.

En paralelo, también se ha producido un incremento del peso de algunos colectivos que no se incluyen en la definición habitual de desempleo, como son los individuos inactivos cuyo motivo para no buscar un empleo es pensar que no lo van a encontrar; o que no buscan un empleo por cualquier otro motivo, pero están disponibles y desean encontrar un empleo; o que, aunque están buscando un empleo, no están disponibles para incorporarse inmediatamente a un nuevo empleo.

Una medición de la tasa de desempleo que incorporase a estos colectivos la situaría, para el conjunto del área euro, en torno al 18% de la población activa, prácticamente el doble de la estimada habitualmente. En términos de su influencia sobre las negociaciones salariales, estos trabajadores podrían ejercer una presión a la baja sobre los salarios.

Adicionalmente, el exceso de oferta de mano de obra poco cualificada, que en algunos casos se ve amplificada por la afluencia de inmigrantes, también puede reducir las presiones al alza sobre los salarios; y, por otra parte, y asimismo, existe una cierta evidencia de cambios en los mecanismos de determinación de los salarios, que en un contexto de reducido crecimiento de los precios estarían dando mayor relevancia a la inflación pasada u observada, frente a la inflación esperada.

Es cierto que esta situación se da también en otras economías desarrolladas que se encuentran en una fase más avanzada del ciclo, como es el caso de Estados Unidos, donde las cifras más recientes de inflación han sorprendido a la baja y las presiones salariales son también reducidas. Pero en el área del euro se plantea una dificultad adicional por la ausencia de mecanismos que faciliten el apoyo del resto de las políticas económicas a la política monetaria. Y, en este punto, nos tenemos que referir a la política fiscal.

Política fiscal en la UE

En el caso de la política fiscal, es cierto que pese a la mejora registrada en el área del euro en los años recientes, los elevados niveles de deuda pública dejan poco espacio en diferentes países para llevar a cabo una política expansiva. Estas economías, entre las que se encuentra España, deben culminar el proceso de consolidación fiscal, aprovechar el margen que pueden crear los cambios en la composición de los impuestos hacia figuras más favorables al crecimiento y una mayor orientación del gasto público hacia la inversión, la educación o la innovación.

Pero tampoco existen mecanismos en el marco europeo para promover que las economías que cuentan con una situación presupuestaria favorable y espacio fiscal lo utilicen si la situación del conjunto del área así lo requiere.

La política fiscal del conjunto del área es, en la actualidad, el resultado de la suma de las políticas nacionales. No hay mecanismos que favorezcan que, a la hora de diseñar sus actuaciones, los países internalicen los beneficios de alcanzar una combinación de políticas económicas adecuada para el conjunto del área, especialmente en un momento, como el actual, en el que la existencia de una política monetaria muy acomodaticia hace que sean más elevados tanto los efectos nacional, como el impacto sobre otros países asociados a un determinado impulso fiscal.

En este contexto, tal y como señala el reciente documento de reflexión sobre la profundización de la UEM publicado por la Comisión Europea, resultaría necesario desarrollar a medio plazo una capacidad fiscal para el conjunto del área que contribuya a apoyar a la política monetaria.

Las estimaciones que se detallan en el Informe Anual del Banco de España de este año sugieren que se podría estudiar un instrumento fiscal común, gestionado a nivel supranacional, que no conlleve transferencias permanentes entre los países y que, sin comprometer un volumen elevado de recursos (en torno al 1% del PIB), proporcione al área del euro una capacidad de estabilización fiscal similar a la que tienen otros estados federales.

También parece necesario aprovechar la oportunidad que ofrece el favorable momento económico y la superación de algunos de los riesgos políticos para completar la reforma de la gobernanza europea, en las líneas que plantea el informe de los Cinco Presidentes, publicado en 2015, y la reciente reflexión de la Comisión Europea.

Igualmente, también sería necesario seguir avanzando en la reducción de los vínculos soberano-bancario, que contribuyeron de manera notable, como es bien sabido, a intensificar la gravedad de la crisis en el área del euro.

Para ello, la unión bancaria necesita un respaldo supranacional que aumente la capacidad financiera del Fondo Único de Resolución frente a una eventual crisis sistémica y que le dé mayor potencia durante el proceso de transición establecido para su plena constitución. La propuesta de la Comisión Europea de que sea el Mecanismo Europeo de Estabilidad el que proporcione este respaldo podría ser una solución adecuada.

También es necesario crear un esquema común de Garantía de Depósitos que haga que la confianza de los depositantes en las entidades bancarias sea independiente de la salud de su Tesoro Público.

El avance en el conjunto de iniciativas que comprende la Unión de Mercado de Capitales contribuirá también a lograr una mayor integración financiera, a diversificar las fuentes de financiación y a dar una mayor potencia a los mecanismos privados orientados a compartir los riesgos que se originan a través de estos mercados.

Conclusiones

En todo caso, es preciso subrayar que, aunque la recuperación está facilitando la corrección de algunos desequilibrios, todavía siguen presentes algunas secuelas de la crisis.

Los elevados niveles de desempleo y de endeudamiento público y privado, el reducido crecimiento de la productividad y la debilidad del proceso de capitalización representan desafíos que requieren mayor ambición en el proceso de reformas. Junto con las iniciativas que se están desarrollando para modernizar y armonizar los procedimientos de insolvencias y abordar la vulnerabilidad que representa la magnitud de los préstamos dudosos que todavía existen en los balances bancarios, las economías del área del euro deben recuperar una agenda de reformas orientadas a mejorar la productividad, a la flexibilidad de los mercados de productos y factores y la mejora del entorno empresarial.

Durante estos últimos años la unión monetaria y el proyecto de integración europea han superado las dificultades que llevaron a cuestionar su existencia. En este momento, existe un cierto consenso sobre cuál es el camino a seguir para fortalecer el proyecto y permitir que sus beneficios se perciban con claridad por todos los ciudadanos europeos. Es clara la responsabilidad de los gobiernos y de las instituciones europeas para no desaprovechar las lecciones aprendidas y dar las adecuadas respuestas de política económica.

Muchas gracias por su atención.