

31 de diciembre de 2019

Cómo afrontar el entorno de bajo crecimiento e inflación en el área del euro

Publicado en el *Economista*

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

El crecimiento económico mundial se prevé que alcance en 2019 su nivel más bajo desde la crisis financiera internacional y las previsiones de la actividad económica se han revisado a la baja de forma generalizada en el último año. Este deterioro es el resultado de la proliferación de medidas proteccionistas que ha afectado de manera notable a los flujos comerciales globales a través de las cadenas de valor y que también ha generado efectos negativos a través de su impacto sobre la confianza global y la inversión. Asimismo, la incertidumbre en torno al proceso de negociación del *brexit* y la emergencia de otros focos de inestabilidad en Latinoamérica y Asia han contribuido al empeoramiento de la economía mundial. A ello hay que añadir el impacto de la desaceleración de la economía China derivada, fundamentalmente, del cambio hacia un modelo orientado cada vez más hacia la sustitución de importaciones por demanda doméstica.

El deterioro de las perspectivas de crecimiento del área del euro ha sido particularmente intenso, lo que refleja, de un lado, que nuestra economía es especialmente vulnerable a las perturbaciones provenientes del exterior, debido a su elevado grado de apertura, su intensa participación en las cadenas de valor y la especialización productiva y comercial —con una elevada presencia de exportaciones de bienes de equipo y de automóviles—, y, de otro lado, que el sector industrial se ha visto afectado además por las dificultades del sector del automóvil, particularmente en Alemania, como resultado de la incertidumbre regulatoria y el cambio tecnológico. Este entorno ha acabado influyendo negativamente sobre las decisiones de inversión de las empresas y de consumo duradero de las familias.

Como contraste, el sector servicios ha mantenido una mayor resistencia, aunque con un perfil de suave desaceleración, y la generación de empleo, que ha continuado siendo robusta, un crecimiento dinámico de los salarios y unas condiciones financieras favorables han sostenido la evolución del consumo privado. En todo caso, el resultado es que el PIB real del conjunto del área creció en los tres primeros trimestres de 2019 un 1,1 %, frente a una tasa del 2,5 % en 2017 y del 1,9 % en 2018. Por su parte, las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por el Eurosistema prevén un crecimiento del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020 y el 1,4 % en 2021 y 2022.

Junto a la moderación de la actividad, el período reciente se ha caracterizado por una inflación reducida. En concreto, la inflación subyacente (excluidos energía y alimentos) ha

fluctuado en los últimos años en torno al 1 %, muy alejada del valor de referencia del Banco Central Europeo (BCE) (2 %), al tiempo que los indicadores de las expectativas de inflación se sitúan en niveles históricamente bajos. Aunque se observan presiones alcistas sobre los costes laborales, en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo del área, el menor impulso del crecimiento está propiciando una reducción de los márgenes empresariales, lo que retrasa su transmisión a la inflación. Otros factores de naturaleza más estructural, como son la globalización y la mayor exposición de las economías a la competencia internacional, así como el impacto de las nuevas tecnologías, la digitalización y la extensión de nuevas formas de comercio, estarían también frenando el repunte de la inflación.

Todos estos elementos, junto con otros de carácter más persistente, como el envejecimiento de la población y el estancamiento de la productividad, llevan a pensar que el entorno de bajo crecimiento y de inflación moderada podría perdurar en el tiempo, tal y como sugieren las previsiones de la mayoría de los organismos internacionales.

Este preocupante entorno hace urgente y necesaria una reconsideración del marco de las políticas macroeconómicas en Europa con vistas a dar una respuesta adecuada a los desafíos.

En relación con la **política monetaria**, el Consejo de Gobierno del BCE ha reiterado la necesidad de una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado y su voluntad de ajustar todos sus instrumentos según proceda para garantizar que las condiciones de financiación sean favorables, apoyen la recuperación económica y respalden la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles compatibles con el objetivo de medio plazo del BCE, interpretado en términos simétricos, que implica nuestro compromiso a actuar con la misma determinación tanto si la inflación se sitúa persistentemente por encima como si se sitúa por debajo de nuestro objetivo.

Así, tras las decisiones adoptadas el pasado septiembre, esperamos que los tipos de interés continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observemos esa convergencia de las perspectivas de inflación hasta el objetivo en nuestro horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación observada. Del mismo modo, en el marco de nuestro programa de compra de activos, las compras netas —reanudadas el 1 de noviembre— continuarán durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de nuestros tipos oficiales y finalizarán poco antes de que comencemos a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Asimismo, prevemos seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los activos adquiridos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comencemos a subir los tipos de interés.

En conjunto, como ilustración de la importancia de las medidas de política monetaria para sostener la actividad en el área del euro, se estima que el conjunto de las adoptadas desde mediados de 2014 tendrán un impacto global sobre el crecimiento del PIB real de alrededor de 2,5 puntos porcentuales acumulados entre 2016 y 2021. Es importante subrayar que estos efectos surgen de la combinación de los distintos instrumentos utilizados, que, más allá de su impacto individual, se complementan y refuerzan mutuamente.

El contexto actual requiere, además, una reflexión sobre la estrategia de la política monetaria en el medio plazo. Las tendencias seculares mencionadas anteriormente llevan a pensar que el crecimiento potencial y los tipos de interés de equilibrio de la economía, los

que equilibran las necesidades de ahorro e inversión, se han reducido de manera persistente. Debido a ello, los bancos centrales tendrán menos espacio para recortar tipos en respuesta a futuras crisis y deberán recurrir con mayor frecuencia a medidas menos convencionales. Esta situación ha llevado a algunos bancos centrales (como la Reserva Federal estadounidense o el de Canadá) a discutir posibles alternativas a la actual estrategia de política monetaria. En el BCE también realizaremos una revisión de nuestra estrategia en 2020.

Dicho esto, no se puede hacer descansar exclusivamente en la política monetaria la responsabilidad de la recuperación y el sostenimiento de ritmos de crecimiento más elevados en el medio plazo en el área del euro. Para ello, se hace necesaria la concurrencia del resto de las políticas económicas.

En concreto, las **políticas estructurales** deben acelerarse para impulsar la productividad y el potencial de crecimiento, reducir el desempleo estructural e incrementar la capacidad de resistencia del área. Estas reformas estructurales, en tanto que políticas expansivas de oferta, son especialmente indicadas en el contexto macroeconómico que he descrito. En este sentido, resulta preocupante el lento avance en la implementación de las recomendaciones de reforma estructural por parte de los países miembros del área del euro que señala la Comisión Europea en el balance del último Semestre Europeo.

Por su parte, las **políticas fiscales** también deben contribuir a superar estos desafíos, mediante una reorientación de su composición que sea más favorable al crecimiento económico a largo plazo y que permita afrontar los retos planteados por los desarrollos medioambientales, tecnológicos y demográficos. Además, los países que cuentan con margen de maniobra fiscal podrían proporcionar un mayor estímulo presupuestario a sus economías en el corto plazo, lo que, en el contexto actual de tipos de interés muy reducidos, generaría un impacto positivo elevado que se extendería también al resto de los países del área. Por su parte, los países con elevada deuda pública deberían priorizar el saneamiento de las cuentas públicas si se quiere contar plenamente con la política fiscal como instrumento nacional de estabilización macroeconómica ante eventuales escenarios más adversos.

En todo caso, debe recordarse que, en el marco actual de la UEM, las decisiones sobre política presupuestaria son responsabilidad de los Gobiernos nacionales, lo que dificulta una respuesta coordinada. En este sentido, resulta preocupante que el área del euro siga sin disponer de herramientas de política fiscal capaces de contribuir a dar una respuesta común frente a los retos anteriores y favorecer un mayor grado de estabilidad cíclica para el conjunto de la Unión, como los existentes en Estados Unidos. Por ello, resulta urgente la creación de algún tipo de instrumento común de estabilización cíclica en el área del euro.

No podemos olvidarnos del papel que puede y debe ejercer la política macroprudencial en el contexto actual. Por una parte, la permanencia de tipos de interés bajos durante un tiempo prolongado puede tener efectos adversos sobre la estabilidad financiera. La política macroprudencial debe ser la primera encargada de reaccionar, combatiendo los potenciales crecimientos excesivos del endeudamiento y protegiendo a las entidades financieras ante la hipotética materialización de estos riesgos. Esta actuación debe afectar tanto al sector bancario como al sector financiero no bancario, dependiendo de dónde se perciban los signos de exuberancia. En segundo lugar, algunos de los instrumentos

macroprudenciales, como el colchón de capital anticíclico, pueden usarse para acumular colchones de capital en las entidades financieras en épocas de bonanza que puedan ser utilizados cuando las condiciones se deterioren. El uso de este mecanismo adicional de estabilización macroeconómica, puede ser especialmente adecuado en un contexto, como el actual, en el que la política monetaria tiene un recorrido más limitado.

Por último, resulta también urgente **mejorar el funcionamiento de la UEM** antes de que se produzca una eventual crisis. Para lograrlo, debe avanzarse en una mayor integración financiera con el desarrollo de la Unión del Mercado de Capitales, y completar la Unión Bancaria con la creación de un fondo común de garantía de depósitos y de un activo seguro común