

**3 de agosto de 2017**

## **Economía europea y política monetaria**

Avances y asuntos pendientes de la recuperación de la zona euro

Publicado en La Nueva España

Luis M. Linde, gobernador del Banco de España

---

*El gobernador del Banco de España, Luis María Linde, pronunció el pasado lunes una conferencia en el marco de los cursos de verano de La Granda, en la que analizó la situación y los desafíos de la zona euro tras estos años de crisis. Bajo estas líneas se publica un extracto de esa intervención.*

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 (...).

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 (...).

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 (...).

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 (...).

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 miles de millones 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 (...).

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 (...).

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. 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 (...).

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 nacionales, como el impacto sobre otros países asociados a un determinado impulso fiscal (...).

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 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 (...). 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.