

08.04.2015

Discurso de apertura

XXII Encuentro del Sector Financiero de ABC

Luis M. Linde

Gobernador

En primer lugar quisiera agradecer a D. Bieito Rubido, director de ABC, a Dña. Yolanda Gómez, subdirectora, a D. Fernando Ruiz, presidente de Deloitte y a D. Juan Fernández-Aceytuno, director general de Sociedad de Tasación, su invitación a realizar la apertura de este XXII Encuentro del Sector Financiero.

En mi intervención expondré brevemente la situación y perspectivas de la economía española en el contexto europeo; repasaré la evolución de la política monetaria en el área del euro; y concluiré con algunas reflexiones sobre la conexión entre tensiones políticas y el funcionamiento de la Unión Monetaria que, hoy, legado de la crisis que se inicia en 2007, son evidentes y relevantes.

La economía española

Comenzaré por la situación de la economía española. Las cifras recientes confirman el impulso y el vigor de nuestra recuperación económica, en un contexto en el que prosigue la corrección de los desequilibrios macroeconómicos acumulados y mejora el entorno exterior.

Estos buenos resultados están sustentados por las políticas desplegadas en los ámbitos nacional y europeo. Pero hay otros factores que están contribuyendo a la recuperación: el descenso del precio del petróleo -que se está traduciendo en un impulso a las rentas de los hogares y en una disminución de los costes de producción de las empresas- la muy significativa depreciación del euro y los datos positivos de actividad de algunos de nuestros socios comerciales de la propia Unión Monetaria.

En cuanto a la evolución de los precios, la tasa interanual de inflación ha registrado valores negativos en los tres primeros meses de 2015, -1,3 %, -1,1 % y -0,7 %, respectivamente, si bien el IPC no energético y el índice de inflación subyacente han mostrado un comportamiento más estable, con registros positivos. En particular, en marzo, conforme a los datos preliminares, la tasa interanual, aunque sigue en niveles negativos, se habría situado en el -0,7 %, lo que supone un aumento de cuatro décimas respecto a febrero, en gran medida resultado de la corrección en los precios del petróleo.

En el área del euro, tras varios trimestres de crecimiento débil, se observa una recuperación. La mayor parte de los países registran tasas positivas de crecimiento del PIB, si bien hay diferencias significativas. De las grandes economías, España y Alemania son las que registran un mayor ritmo de actividad.

En 2014, el PIB del área del euro creció un 0,9 %, frente a un retroceso del 0,4 % en 2013. Esta recuperación se ha debido al aumento del consumo privado en un entorno de mejora de la confianza y de la renta de los hogares. También han sido positivas la contribución de las

exportaciones y la formación bruta de capital fijo, esta última debido a la reactivación de la construcción.

Los datos disponibles sobre la economía española apuntan a que durante el primer trimestre de 2015 habría intensificado la trayectoria expansiva observada en 2014. El Producto Interior Bruto habría aumentado un 0,8 % en tasa inter-trimestral, lo que situaría la tasa de variación interanual del primer trimestre en el 2,5 %, un nivel más alto de lo esperado.

La trayectoria de recuperación de la economía española este año y en 2016 estará sustentada por la fortaleza de la demanda interna privada y por el fortalecimiento de las exportaciones. Además, el descenso en la carga tributaria, tras la reforma fiscal que entró en vigor en enero, y las medidas de política monetaria adoptadas recientemente por el BCE -entre estas, los programas de compras de activos- van a apoyar también el crecimiento. La previsión del Banco de España, publicada en nuestro Boletín Económico hace dos semanas, es que el PIB crezca este año a un ritmo del 2,8 %; y que en 2016 el crecimiento sea similar, con una tasa del 2,7 %.

En cuanto al mercado laboral, las previsiones del Banco de España apuntan a un crecimiento del empleo del 2,7 % este año y un 2,6 % en 2016. El aumento de la ocupación permitirá que la tasa de paro siga contrayéndose a un ritmo incluso superior al observado en 2014, hasta situarse en el entorno del 20 % de la población activa en el IV trimestre de 2016. Estas previsiones, que no parecen injustificadamente optimistas teniendo en cuenta los datos correspondiente a marzo, publicados el lunes, sobre caída en el desempleo y aumento en la afiliación de la Seguridad Social, nos indican la necesidad de mantener las políticas que estimulan la mejora en la competitividad, la inversión y las exportaciones, únicas bases para la creación de empleo neto de modo sostenible.

La evolución de los precios para el bienio 2015-2016 estará muy condicionada por la evolución del precio del petróleo. La inflación, en términos de precios de consumo, podría descender un 0,2 % en el promedio de 2015 y registrar un ascenso algo superior al 1 % en 2016. Excluido el componente energético, se espera que los precios de consumo experimenten un modesto repunte, en línea con el escenario de crecimiento del gasto de los hogares, la disminución del exceso de capacidad de la economía y la depreciación del tipo de cambio del euro. El riesgo de deflación parece claramente alejado del escenario económico de la Unión Monetaria y, por consiguiente, del nuestro.

Las actuaciones recientes en el ámbito de la política monetaria

Paso ahora a comentar las actuaciones recientes en el terreno de la política monetaria.

La política monetaria en la zona euro ha ido adaptándose a las expectativas de inflación a medio y largo plazo, en un entorno caracterizado por la debilidad del crecimiento económico en el área.

El arsenal de instrumentos del que ha hecho uso el BCE incluye medidas convencionales o estándar -como son los movimientos de tipos de interés, o la provisión de liquidez en sus operaciones de financiación ordinarias- y medidas no convencionales o extraordinarias, entre ellas, el establecimiento de tipos de interés negativos en la facilidad de descuento, o los programas de suministro de liquidez a largo plazo, o de compras de activos.

La necesidad de alejar el riesgo deflacionista, es decir, de mantener ancladas las expectativas de inflación en torno a los objetivos del BCE, ha sido un elemento crítico para determinar los sucesivos pasos en el sentido de la relajación monetaria.

En **junio de 2014**, el BCE rebajó los tipos oficiales de interés, fijando el correspondiente a las operaciones principales de financiación en el 0,15 %; y situó, por primera vez, el tipo de interés de la facilidad de depósito en territorio negativo, en el -0,10 %.

Además, anunció nuevas operaciones de financiación a plazo más largo, con vencimiento en septiembre de 2018, con el objetivo específico de estimular el crédito. Es interesante recordar que en estas operaciones confluyen elementos de mejora del crédito, al ligar la concesión de la liquidez al crédito bancario, y de lo que llamamos, traduciendo del inglés, “expansión cuantitativa”, por el aumento esperado en el balance del Eurosistema.

En **septiembre de 2014**, el BCE adoptó nuevas medidas. Por un lado, llevó a cabo un nuevo recorte en los tipos de interés, de modo que el correspondiente a las operaciones principales de financiación quedó en el 0,05 %, su mínimo técnico, y el ligado a la facilidad de depósito pasó a ser aún más negativo, del -0,20 %.

Por otro lado, inició los programas de compras de activos. En el cuarto trimestre de 2014, el BCE inició el tercer programa de compras de cédulas y, posteriormente, el de compras de bonos de titulización de activos. A finales de marzo, las compras de cédulas habían alcanzado casi 63.000 millones; de estos, algo más de 7.000 millones correspondían a compras efectuadas por el Banco de España. En cuanto a los bonos de titulización, a finales de marzo las compras se situaban en 4.600 millones, lo que nos indica que este era, evidentemente, el componente menos significativo del programa.

En **enero de 2015**, el BCE decidió añadir a estos dos programas, un tercero de compras de valores públicos, que es el paso asociado a lo que llamamos “expansión cuantitativa”, conformando el “Programa Ampliado de Compras de Activos”.

La adición de títulos de deuda pública y títulos emitidos por instituciones supranacionales europeas al programa de compra de activos ha sido un paso muy importante en la política de relajación monetaria y estímulo económico: el programa se extenderá, al menos, hasta septiembre de 2016, fijándose un objetivo mensual de 60.000 millones de euros para el conjunto de los tres programas, aunque los valores públicos serán el componente fundamental de las compras y del aumento en el balance del Eurosistema.

Con este programa se espera conseguir un significativo estímulo monetario a la economía, manteniendo la inflación, en el medio plazo, por debajo del 2 %, pero cercana a esta tasa. Los mecanismos de transmisión de los estímulos monetarios incluyen tanto la relajación de las condiciones de financiación de empresas y familias, como, de forma indirecta, la depreciación del tipo de cambio.

Las compras de valores públicos se desglosarán en un 88 % de títulos soberanos y de agencias públicas nacionales de la zona del euro y un 12 % de instituciones supranacionales y organismos internacionales con residencia en la zona del euro.

De ese 88 % de títulos públicos nacionales, 8 puntos porcentuales los adquirirá el BCE y el 80 % restante lo comprarán los bancos centrales nacionales, de acuerdo con su clave de capital en el BCE, con algunas reglas especiales para los bancos centrales nacionales cuyos mercados de deuda pública sean tan reducidos que no permitan cumplir estos objetivos.

El programa de compras de valores públicos inició sus operaciones el pasado 9 de marzo y hasta el 31 de marzo, las compras habían alcanzado más de 47.000 millones, de los que algo más de 5.400 millones correspondían a compras de deuda pública española efectuadas por el Banco de España y el propio BCE.

Con este programa ampliado de compra de activos puede decirse que la política monetaria ha agotado su margen de actuación. Hay que añadir que el programa ya está dando sus primeros frutos en las cotizaciones de los mercados de financiación mayoristas y, lo que es más importante, en señales de relajación de las condiciones de financiación para los hogares y las familias.

La política de la Unión Monetaria

Querría terminar con algunas reflexiones sobre el contexto político en la zona euro y su relación con la recuperación económica y la mejora del empleo en todo el área.

Es evidente que la crisis que se inicia en 2007, que aún no hemos superado del todo, ha tenido un coste elevado en términos de apoyo político a lo que significa la Unión Monetaria.

La Unión Monetaria, cuya justificación última está en las ventajas que supone para el crecimiento económico y el bienestar, significa política monetaria común y, con ello, la pérdida de la posibilidad de utilizar la devaluación del tipo de cambio como instrumento **nacional** de corrección de desequilibrios monetarios y fiscales; y también la imposibilidad de financiar los déficits públicos por el banco central, lo que llamamos financiación monetaria. En esta situación, no hay otra vía de corrección de los desequilibrios que la que se denomina “devaluación interna”, es decir, el ajuste de precios y costes relativos frente al exterior y la contención real de los excesos de gasto público y de las insuficiencias de ingresos.

Esto es lo que, con gran esfuerzo, está consiguiendo la economía española desde 2012. En las circunstancias realmente difíciles de 2012, España evitó el rescate, que habría sido muy doloroso desde varios puntos de vista y, desde luego, en términos económicos y sociales. España nunca llegó a perder el acceso a los mercados de capitales. Aunque a tipos de interés muy elevados, con primas de riesgo muy altas, nuestro Tesoro pudo siempre financiarse en los mercados, porque los mercados, sin dejar de considerar los riesgos de la situación, apreciaron muy pronto -me refiero al verano de 2012- la seriedad y decisión de las medidas correctoras que se estaban adoptando.

España reaccionó como socio responsable y leal de la Unión Europea y de la Unión Monetaria. No trató de desviar hacia nadie sus responsabilidades, a pesar de que, obviamente, la crisis del euro, que nos afectaba muy directamente, no tenía su origen exclusivo, ni primordial, en nuestra economía.

Llamar “austeridad” a la corrección de desequilibrios insostenibles -como lo eran los déficit de balanza de pagos alcanzados en 2007 y 2008, en el entorno del 10 % del PIB; y los déficit públicos entre el 9 y el 11 %, alcanzados entre 2009 y 2012-, no es, realmente, muy descriptivo de la realidad. Apartarse de un camino que nos lleve a situaciones imposibles e insostenibles no es “austeridad”, sino sentido común y, en un sentido muy real, patriotismo. La corrección de los grandes desequilibrios es, inevitablemente, muy costosa en términos de empleo y bienestar y ésta es la enseñanza que podemos sacar de la gran expansión que termina en 2008, cuando estalla la burbuja inmobiliaria.

Los desequilibrios deben corregirse, pero no, desde luego, de cualquier modo y a cualquier velocidad. Se ha dicho, con una imagen gráfica, que si uno está en el piso veinticinco de un edificio y quiere bajar a la calle, es mejor bajar por el ascensor o por la escalera que tirarse por la ventana, aunque esto último sea mucho más rápido. Las reformas que se han aprobado en España y, en especial, nuestro ajuste en gastos e ingresos públicos, el saneamiento bancario y la reforma laboral, han sido rigurosas pero, a la vez, prudentes, lo que también ha contribuido a la recuperación. Y este es, desde luego, el juicio de nuestros socios europeos y de los mercados.

La Unión Monetaria Europea nació hace ya más de veinte años con el Tratado de Maastricht y empezó a existir en la realidad de los mercados hace ya más de quince. Entonces, la idea de la Unión Monetaria fue capaz de concitar muchos apoyos políticos, que el tiempo y la crisis, en parte, han desgastado.

La Unión Monetaria cambia el orden de prioridades de política económica y su importancia relativa, cambia la forma de resolver las tensiones económicas, es una construcción económica pero, también, política, y no puede sobrevivir sin apoyo político.

Si la Unión Monetaria, ahora reforzada con la Unión Bancaria, debe seguir siendo uno de los grandes hitos en el camino de la Unión Europea, esto exige renovar y reforzar sus apoyos. Y esto no lo puede hacer, como es obvio, en solitario la política monetaria, yo diría que ni siquiera lo puede hacer la política económica, a secas. Los gobiernos deben llevar adelante las reformas que hagan las economías de la Unión Monetaria Europea más flexibles y productivas, que favorezcan la innovación y la inversión.

Muchas gracias.