

16.06.2017

**Intervención del gobernador del Banco de España en el acto de
graduación de la promoción 2017 del CUNEF**

Luis M. Linde
Gobernador

Es para mí un honor acompañarles hoy en el acto de graduación de las promociones de grado y postgrado de 2017 de vuestro Colegio Universitario de Estudios Financieros.

Permítanme que felicite a todos los graduados y agradezca el ofrecimiento para que sea el padrino de esta promoción, lo que acepto con mucho gusto.

Desde su creación, hace más de cuarenta años, el Colegio Universitario de Estudios Financieros ha jugado un papel muy importante en la formación en España de profesionales en banca y finanzas. Sus titulados ocupan posiciones de relevancia no solo en el sector privado, sino, también, en el ámbito público, incluyendo la Institución que represento. Y estoy seguro de que la promoción que hoy se gradúa mantendrá la tradición de excelencia profesional de esta Casa.

Me gustaría centrar mi intervención en la que es, sin duda, la función central de los bancos centrales: la política monetaria. Comenzaré con una muy breve reseña histórica sobre cómo las funciones de los bancos centrales han ido variando desde su creación hasta nuestros días, para detenerme, después, en el marco actual de conducción de la política monetaria, y concluir con algunas reflexiones sobre los principales desafíos a los que nos enfrentamos tras la crisis económica y financiera de cuyo inicio se cumple este año una década.

La evolución del papel de los bancos centrales

Los bancos centrales son hijos de la Ilustración. Los dos primeros bancos centrales, el Banco de Suecia y el Banco de Inglaterra, fueron constituidos en la segunda mitad del siglo XVII. El Banco Nacional de San Carlos, primer antecedente del Banco de España, fue creado durante el reinado de Carlos III, el Rey Ilustrado, en 1782 y el Banco de Francia abrió sus puertas en el año 1800, poco después del golpe de estado del 18 Brumario que dio el poder a Napoleón.

Los bancos centrales fueron creados inicialmente para satisfacer las demandas de fondos de los estados europeos, derivadas del mantenimiento de ejércitos cada vez más costosos. El monopolio de emisión de billetes, del que la mayor parte de bancos centrales disfrutó desde su creación, marcó la principal diferencia entre estos y los bancos comerciales.

Hasta la Primera Guerra Mundial, la operativa de los bancos centrales estuvo ligada al funcionamiento del patrón oro.

El periodo entre ambas guerras mundiales vino marcado por diversos desastres económicos, como la hiperinflación en Alemania o la Gran Depresión en Estados Unidos, asociados, en parte, al intento de adaptar el papel de los bancos centrales a una nueva realidad política.

La posguerra mundial estuvo marcada por los Acuerdos de Bretton Woods, el nombre del lugar –por cierto, un lugar muy bien elegido, realmente muy bello que os recomiendo visitar en cuanto tengáis ocasión- en el estado norteamericano de New Hampshire, en el que estaba, y está todavía hoy, el hotel en el que se reunió en julio de 1944 una conferencia internacional –a la que, entre otros, asistió Keynes- en la que se firmaron los acuerdos para crear el Fondo Monetario Internacional y el nuevo sistema de tipos de cambio, que se mantuvo hasta comienzos de los años 70 del pasado siglo.

El sistema nacido de los acuerdos de Bretton Woods reemplazó el oro por el dólar de los Estados Unidos, en el sentido de que los tipos de cambio quedaban fijados no en relación con el oro, sino en relación con el dólar, aunque se mantuviera una relación indirecta con el oro a través de la paridad del dólar con el oro. En Bretton Woods se acordó la creación de la institución encargada de velar por la estabilidad del sistema internacional de tipos de cambio, el Fondo Monetario Internacional.

El “patrón dólar” marcó el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial. Esta época, de relativa estabilidad y prosperidad generalizada, terminó a principios de los años setenta del pasado siglo, después de que la administración norteamericana suspendiera la convertibilidad del dólar en oro, uno de los pilares de los Acuerdos de Bretton Woods. Esta suspensión se produjo cuando los mercados creían que la paridad oro del dólar de Estados Unidos sobrevaluaba a este y enlazó con las commociones económicas y financieras que se produjeron a partir de la crisis en el mercado del petróleo en 1973. A partir de entonces se abandonó el sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables y se pasó a un sistema de tipos flotantes, abandonando, también, cualquier regla relativa a la convertibilidad de las diferentes divisas en oro. El sistema de tipos de cambio flotantes o variables ha sido, desde entonces, la pauta fundamental del mercado internacional de divisas.

Los años 70 y 80 del pasado siglo se caracterizaron por el intento de los bancos centrales de encontrar un nuevo modelo para el diseño y ejecución de la política monetaria. Entonces muchos bancos centrales se encontraban sometidos, de un modo u otro, al control de los gobiernos, lo que llevó a una política monetaria excesivamente acomodaticia. El resultado fue la aparición de altas tasas de inflación acompañadas de un crecimiento económico pobre y fuertes subidas del desempleo. Esto llevó a un replanteamiento sobre cuál debería ser el papel del banco central en la economía, y sobre cómo debía actuar ejerciendo este papel.

El marco actual de conducción de la política monetaria

La experiencia de los años 70 puso de manifiesto la importancia de otorgar a los bancos centrales un mandato claro y creíble basado en el control de la inflación y la consecución de la estabilidad de precios, como objetivo primordial para apoyar el crecimiento y la estabilidad macroeconómica a medio plazo.

Con este objetivo, desde los años 90 del pasado siglo los bancos centrales han recibido un amplio grado de autonomía para aislar sus decisiones de consideraciones políticas que puedan interferir con su misión central: garantizar un nivel moderado de inflación. La Ley de Autonomía del Banco de España de 1994 se aprobó en ese contexto. De igual forma, los tratados fundacionales del Banco Central Europeo dejan clara su independencia y su objetivo principal, el mantenimiento de la estabilidad de precios en el área del euro. En el caso del Banco Central Europeo, su objetivo es mantener una tasa de inflación a medio plazo inferior, pero por debajo del 2 por ciento.

¿Cuál es el marco conceptual sobre el que se desarrolla la labor de los bancos centrales en el presente? Es decir, ¿cómo deciden cuál debe ser el tono de su política monetaria en función de la situación económica?

Aunque existen diferencias entre bancos centrales, creo que es posible generalizar afirmando que el marco imperante parte de la idea de que diversas fricciones económicas, entre las que destacan las rigideces en precios y salarios, hacen que la economía pueda desviarse de su nivel de pleno empleo y precios estables. El banco central es capaz de influir en el estado de la economía mediante cambios en el tipo de interés nominal. Estos cambios afectan, a su vez, al tipo de interés real, el tipo de interés corregido por la inflación, que es el relevante para la toma de decisiones de inversión y consumo por parte de las empresas y los hogares.

De este modo, afectando indirectamente al gasto de los agentes económicos, el banco central influye sobre la inflación, tratando de estabilizarla en torno a valores moderados. Con este objetivo, el banco central intenta que el tipo de interés real sea lo más cercano al tipo de interés “natural” de la economía, es decir, aquel que prevalecería si la economía no estuviera aquejada de fricciones como las que he señalado. El tipo natural –que en los últimos años ha motivado infinidad de debates entre los economistas- depende de parámetros estructurales, entre ellos, destacadamente, el crecimiento demográfico o la innovación tecnológica.

Si el tipo de interés observado se encuentra por encima del tipo natural, el tono de la política monetaria es contractivo, lo que genera una caída excesiva de los precios y la actividad económica. Si, por el contrario, el tipo de interés real se encuentra por debajo del natural, el tono de la política monetaria es expansivo, lo que puede llevar a generar presiones inflacionarias y, normalmente, durante un tiempo, un mayor crecimiento de la actividad que el que puede sostener la economía sin generar desequilibrios.

La dificultad intrínseca de este marco conceptual es que su objeto central -el tipo de interés natural de la economía- no puede observarse en la realidad, sino que, en el mejor de los casos, solo puede estimarse de manera indirecta. Por ello, el banco central debe analizar un conjunto amplio de indicadores para inferir cuál es el estado de la economía, y así poder determinar el tono adecuado de su política monetaria.

Este marco conceptual funcionó de manera satisfactoria durante la década de los 90 y los primeros años del presente siglo, periodo que se conoce como el de la “Gran Moderación”, caracterizado por un crecimiento estable en las economías avanzadas y niveles de inflación relativamente bajos. No obstante, la crisis económica y financiera que comenzó en 2007-2008 obligó a los bancos centrales a innovar en sus políticas, forzándoles, en ocasiones, a navegar por “aguas desconocidas”. A este tema querría dedicar la parte final de mi intervención.

Los desafíos de la política monetaria a raíz de la crisis

La magnitud de la crisis que se inicia en 2007-2008 condujo a los bancos centrales de las principales economías desarrolladas a diseñar y aplicar políticas monetarias expansivas de una magnitud y alcance sin precedentes.

La crisis afectó de manera significativa a los bancos y otros intermediarios financieros, lo que provocó una contracción del crédito y, por tanto, en la actividad económica. Esta circunstancia llevó a los principales bancos centrales a introducir diversas medidas para proporcionar liquidez a sus sistemas bancarios en momentos en los que los mercados habían dejado de funcionar correctamente. Además, se pusieron en marcha programas de

compras de activos y de financiación a medio y largo plazo, evitando así una crisis sistémica que hubiese llevado a la quiebra a un gran número de entidades bancarias y, sin duda, a una crisis en la economía real de enorme magnitud, tal y como sucedió durante la “Gran Depresión” de los años 30.

Aun así, la severidad de la recesión dio lugar a una contracción muy acusada de la demanda, llegándose a tasas de inflación demasiado bajas e incompatibles con el mandato de bancos centrales de las principales economías avanzadas. Esta situación obligó a reducir los tipos de interés determinados por las autoridades monetarias hasta alcanzar niveles de mínimos históricos. En algunos casos, como el del BCE y los bancos centrales de Japón, Suecia, Dinamarca o Suiza, a niveles negativos.

De hecho, uno de los factores que más ha condicionado la actuación de los bancos centrales en los últimos años ha sido la dificultad de reducir los tipos de interés cuando estos ya se hallan en cotas muy bajas. Un tipo de interés demasiado bajo puede desalentar la intermediación financiera, haciendo, por ejemplo, más rentable almacenar dinero en efectivo que depositarlo en el sistema bancario.

¿Qué hacer, entonces, cuando los tipos han alcanzado un límite muy bajo y la economía aún requiere un mayor impulso monetario? Dos han sido las principales propuestas de los bancos centrales a este respecto.

Por un lado, los programas de expansión cuantitativa, orientados a la compra de deuda pública y privada, pretenden extender los efectos de la bajada de tipos a corto plazo a lo largo de la curva de tipos de interés, incluso en plazos largos sobre los que la política monetaria no tiene una influencia directa en tiempos normales. Para ello, el banco central compra activos con vencimientos a largo plazo, lo que genera un aumento de su precio, o lo que es lo mismo, una reducción en sus rentabilidades. A su vez, estas menores rentabilidades de los activos adquiridos por el banco central se trasladan, en parte, a los rendimientos de activos de similar duración, por ejemplo los tipos de interés de los préstamos bancarios, que suelen ser los más relevantes para las decisiones de ahorro e inversión de familias y empresas, incentivando así la demanda y el crecimiento de los precios.

Por otro lado, las políticas de orientación de expectativas, lo que se conoce en inglés como *Forward Guidance*, persiguen transmitir a los agentes privados el compromiso del banco central de mantener la política monetaria expansiva en las primeras fases de la recuperación, con el objetivo de evitar un desanclaje de las expectativas de inflación.

Estos programas, cuya aplicación ha supuesto retos de gran calibre para los bancos centrales dada la falta de experiencias históricas similares, parecen estar funcionando aceptablemente bien, ayudando a la recuperación de la actividad económica y evitando que se materialicen las presiones deflacionarias provocadas por la crisis. De acuerdo con los análisis realizados en el Banco de España, la actuación del Banco Central Europeo puede explicar en torno a la mitad del crecimiento nominal del PIB del área del euro durante el periodo 2015-2017.

Es importante destacar, no obstante, que los bancos centrales no pueden asumir solos la responsabilidad de la recuperación. Es necesario un mayor grado de cooperación por parte de los gobiernos en el ámbito de la aplicación de reformas y políticas presupuestarias que alienten el crecimiento y refuerzen el estímulo monetario.

Conclusiones

Y concluyo.

Los bancos centrales han desempeñado un papel fundamental en las políticas económicas puestas en marcha para superar la crisis, en particular, en las economías más desarrolladas: Estados Unidos, la Unión Europea, Japón y Reino Unido. Esta respuesta se ha concretado en políticas monetarias muy laxas, que han llevado los balances de los bancos centrales a volúmenes desconocidos y que, aun a ritmos distintos, ha contribuido a contener y revertir la negativa evolución de la demanda y del empleo.

Desde luego, en el contexto de la Unión Europea, el papel del Banco Central Europeo ha sido realmente muy importante, y, por ello, es comprensible la atención que despiertan sus medidas, sus iniciativas y sus anuncios.

Dije al principio que los bancos centrales son hijos de la Ilustración. Todos debemos aspirar a que, como herederos de esa tradición, la búsqueda del bien común y la razón sigan siendo los principales motores que guíen a esas instituciones.

Muchas gracias por su atención y mi enhorabuena a todos los graduados de esta nueva promoción del CUNEF.