

31.08.2019

La respuesta de la política económica europea ante un escenario de menor crecimiento e inflación

Cursos de verano de La Granda

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Excelentísimo rector magnífico, señor alcalde, autoridades académicas, estimados alumnos, señoras y señores, permítanme que comience mi intervención agradeciendo de manera particular al profesor Velarde su amable invitación para participar en este acto de clausura de los cursos de verano de La Granda, en su edición de 2019.

Es un honor para mí estar en este edificio, que mantiene las puertas abiertas para todos aquellos interesados en discutir y profundizar en las cuestiones esenciales que siempre están presentes en estos cursos.

En el día de hoy me gustaría compartir con ustedes algunas reflexiones sobre el complejo panorama económico al que se enfrentan en la actualidad la Unión Europea (UE) y, en particular, los países que formamos parte del área del euro, en un momento en el que el libre comercio, que constituye una de las razones de ser del proyecto europeo y una fuente esencial de las mejoras en el bienestar económico de las últimas décadas, se encuentra sometido a continuas amenazas.

Tras una descripción de la evolución económica más reciente y de los principales retos de futuro, me gustaría dedicar la segunda parte de mi intervención a analizar cuáles deberían ser, en mi opinión, las respuestas de las políticas económicas para afrontar estos retos.

El retorno del proteccionismo

Hace tan solo dos años nos encontrábamos con un entorno global favorable, caracterizado por una expansión sincronizada de las economías emergentes y de las avanzadas, que se reflejaba en un comportamiento muy robusto del comercio mundial.

Sin embargo, el contexto económico internacional se tornó más desfavorable en 2018, situación que se ha prolongado en lo que llevamos de 2019, con una desaceleración del crecimiento (particularmente intensa en el sector manufacturero) y, en especial, de los intercambios comerciales.

La información más reciente muestra, de hecho, que la actividad económica habría seguido deteriorándose en los últimos meses, como refleja el índice de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) del sector manufacturero, que se ha situado desde principios de año por debajo del valor 50, indicativo de una contracción de la actividad. Por su parte, la reducción en los últimos meses del PMI global de producción del sector servicios, que hasta el momento se había mantenido más robusto, en terreno expansivo, es indicativo de un aumento del riesgo de que se produzca una ralentización mayor de la actividad global.

Este deterioro de la actividad ha venido acompañado también de divergencias más marcadas por áreas geográficas.

Entre las economías avanzadas, la actividad se ha mantenido relativamente robusta en Estados Unidos, apoyada en la expansión fiscal y en la solidez de la demanda privada, si bien la paulatina desaparición de los efectos sobre la actividad de los recortes fiscales, las señales de desaceleración global y la ausencia de señales inflacionistas claras han provocado ya un giro en la política monetaria de la Reserva Federal, materializado en el anuncio de la finalización del proceso de reducción del tamaño de su balance a partir de septiembre y del primer descenso de los tipos de interés desde 2008 del pasado mes de

julio. Los mercados financieros anticipan, además, nuevas bajadas de tipos en lo que queda de 2019 y en 2020.

En otras áreas geográficas, el crecimiento del PIB ha acusado una creciente debilidad. Este ha sido el caso de la economía europea, a la que luego me referiré.

Entre las economías emergentes, China sigue evidenciando las dificultades que supone gestionar ordenadamente su necesario proceso de desendeudamiento y de reequilibrio de su economía, a pesar de las significativas medidas de estímulo aprobadas este año por las autoridades. Evidentemente, dada la relevancia de China para la economía mundial – representa casi un quinto del PIB mundial, en términos de paridad de poder de compra, y ha contribuido en cerca de un punto porcentual al crecimiento promedio anual del PIB mundial desde 2005 -, una desaceleración adicional en su ritmo de crecimiento tendría consecuencias globales importantes, a través de los canales comercial y financiero, así como a través de los precios de las materias primas, muchas de las cuales tienen como principal demandante a esta economía asiática¹.

Por su parte, algunas de las economías emergentes que presentan mayores vulnerabilidades, como Argentina y Turquía, se han visto particularmente afectadas por las tensiones financieras y siguen enfrentándose a retos significativos. En particular, la situación en Argentina se ha agravado considerablemente en las últimas semanas, en un contexto de elevada incertidumbre política.

Como ya he mencionado, la ralentización de la actividad ha sido particularmente intensa en lo que respecta a los intercambios comerciales. Diversos factores explican este deterioro, entre los que destacan el impacto de los conflictos comerciales, especialmente entre Estados Unidos y China, y las incertidumbres ligadas al desenlace del *brexit*.

El conflicto comercial se ha desarrollado en distintas fases. En la primavera de 2018 entraron en vigor aumentos de los aranceles estadounidenses sobre distintos productos (principalmente, importaciones provenientes de China), con las correspondientes represalias de los países afectados. Además, el Gobierno de Estados Unidos amagó con extender e intensificar las subidas arancelarias (incluyendo, en particular, las importaciones de vehículos, que constituyen una parte importante del comercio bilateral con Europa).

En el segundo semestre del año pasado se produjeron algunos acontecimientos positivos, como la firma entre Estados Unidos, México y Canadá del acuerdo que reemplaza el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, la apertura de negociaciones para un pacto entre Estados Unidos y la UE, o la tregua temporal entre Estados Unidos y China para resolver sus disputas.

Sin embargo, más recientemente, en mayo y junio de este mismo año, se produjo una nueva escalada de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, con la subida del 10 % al 25 % de los aranceles de este último sobre las importaciones de productos chinos,

¹ Véanse el recuadro 1.1, “El impacto global de una hipotética desaceleración económica en China”, del *Informe Anual 2018*, Banco de España, y el recuadro 2, “El margen de actuación de las políticas económicas en China”, del “Informe trimestral de la economía española”, *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España.

por valor de 200 mm de dólares, y la respuesta de las autoridades chinas aumentando los aranceles a las importaciones estadounidenses.

A pesar de que, en la cumbre del G-20 celebrada en Osaka a finales de junio, los dos países alcanzaron un acuerdo para reiniciar las negociaciones comerciales y de que posteriormente Estados Unidos anunció la suspensión de determinadas restricciones sobre compañías estadounidenses para la venta de material tecnológico a ciertas empresas chinas, la guerra comercial entre estos dos países ha tenido un nuevo episodio de escalada en las tensiones en este mes de agosto. Además, Estados Unidos, que ha acusado de manipular el tipo de cambio a las autoridades chinas, ha aplazado hasta noviembre la decisión sobre posibles incrementos de los aranceles a los automóviles y sus componentes, medida que perjudicaría principalmente a la UE y a Japón.

La literatura económica es bastante unánime al considerar que el fenómeno de apertura comercial observado en la economía mundial en las últimas décadas ha sido un mecanismo fundamental para el crecimiento global y el bienestar social².

En este contexto, la proliferación de medidas proteccionistas es una de las mayores amenazas para la economía mundial. Además de su repercusión directa sobre la actividad global, este tipo de medidas genera efectos negativos adicionales a través de su impacto sobre la confianza global que, estos momentos, ya estarían siendo significativos. Por ello, una eventual proliferación de acciones proteccionistas adicionales, que empeore más la confianza y afecte a las condiciones financieras –y, por tanto, a la inversión empresarial–, podría acabar teniendo un impacto severo sobre el PIB mundial³.

En cuanto al *brexít*, más de tres años después de la celebración del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, persisten las dudas sobre la resolución del proceso de salida, y se mantiene como un foco de incertidumbre de primer orden para la actividad económica global y, especialmente, para el resto de la UE. Los acontecimientos más recientes, incluida la decisión de suspender la actividad del Parlamento británico por parte del nuevo primer ministro hasta mediados de octubre, han incrementado las probabilidades que los mercados otorgan a que se produzca un *brexít* duro.

De acuerdo con las simulaciones disponibles, si bien un *brexít* con acuerdo comercial tendría un efecto relativamente reducido, sus consecuencias negativas serían significativas en caso de un *brexít* sin acuerdo, en particular para la economía del Reino Unido⁴. En este contexto de incertidumbre, el PIB de este país ya ha presentado, de hecho, un crecimiento negativo en el segundo trimestre de este año.

² Para un resumen de esta literatura, véase, por ejemplo, A. Estrada, J. Martínez-Martín y F. Viani (2018), “Una revisión de la literatura económica sobre los efectos de la globalización en el crecimiento y la distribución de la renta”, Notas Económicas, *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España.

³ Véanse el recuadro 1, “Una estimación del impacto de las recientes medidas proteccionistas”, del “Informe trimestral de la economía española”, *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España, el recuadro 1, “Consecuencias del aumento de las tensiones comerciales para la economía mundial”, del *Boletín Económico*, 3/2018, BCE, y Fondo Monetario Internacional (2018), “Scenarió Box 1. Global Trade Tensions”, *World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth*, octubre, pp. 33-35.

⁴ Véase FMI (2018), “Euro Area Policies: Selected Issues”, y J. L. Vega (coord.) (2019), “*Brexít*: balance de situación y perspectivas”, Documentos Ocasionales, n.º 1905, Banco de España.

La situación económica del área del euro: desaceleración económica y baja inflación

Las economías más abiertas de Europa y del este de Asia han sido las más afectadas por estos desarrollos del comercio internacional, aunque sus efectos adversos se extienden a muchas otras economías a través de las cadenas globales de valor.

El área del euro, en particular, sufrió una desaceleración significativa desde comienzos de 2018, debido, principalmente, a la fuerte moderación de sus exportaciones. Como resultado, en el promedio del pasado año, el PIB avanzó un 1,8 %, siete décimas menos que en 2017, y los crecimientos interanuales de finales de 2018 y de principios de 2019 cayeron hasta el entorno del 1 %.

El elevado grado de apertura del área del euro (sus flujos comerciales con terceros países representan un 50 % del PIB del área, frente al 38 % de China o el 28 % de Estados Unidos) hace que esta sea especialmente sensible a los *shocks* externos y a la desaceleración del comercio mundial. Además, la mencionada incertidumbre sobre el proceso de salida del Reino Unido de la UE ha propiciado una contracción de las ventas a este importante mercado en los años recientes.

A la desaceleración del crecimiento del área del euro han contribuido también circunstancias específicas en algunos sectores y países. En concreto, me refiero a las dificultades que está atravesando el sector del automóvil en su proceso de adaptación a las nuevas regulaciones medioambientales, a las nuevas tecnologías de producción y a las amenazas proteccionistas.

Entre los países europeos –además de Alemania, cuyo modelo de crecimiento, basado en la industria y en las exportaciones, se ha visto muy afectado por los desarrollos externos–, destaca Italia por el débil crecimiento de su PIB, fruto de la incertidumbre sobre el rumbo de su política económica.

De hecho, la información más reciente disponible apunta, en general, a una ralentización del ritmo de crecimiento del conjunto del área del euro, que se concentra especialmente en los sectores industriales. Además, la debilidad del sector exterior se está propagando también hacia la inversión, de modo que los planes de gasto de las empresas ya se están viendo lastrados por la debilidad de la demanda externa, el aumento de la incertidumbre política en algunos países y la moderación de los beneficios empresariales. Además, los indicadores adelantados de exportaciones de la zona del euro no muestran señales de que estas hayan tocado fondo.

Así, la estimación adelantada del PIB del área del euro del segundo trimestre muestra un crecimiento intertrimestral del 0,2% (frente al 0,4% del primer trimestre), con un crecimiento negativo del 0,1% en Alemania y un estancamiento en Italia. Asimismo, algunos países, como Francia y España, que han seguido mostrando un mayor dinamismo en este período, también han registrado una desaceleración, hasta el 0,3% y 0,5%, respectivamente, en el segundo trimestre del año⁵.

En contraste, el elemento más favorable desde el inicio de la recuperación económica del área del euro ha sido la mejora del mercado de trabajo, que ha estado en la base del

⁵ El crecimiento intertrimestral del PIB real en Francia fue del 0,4% en el último trimestre de 2018, mientras que en España alcanzó un 0,7% en el primer trimestre de 2019.

crecimiento de la renta de las familias. A lo largo de la presente expansión, el empleo ha respondido de manera intensa al crecimiento del PIB. La tasa de desempleo se sitúa en la actualidad en el 7,5 % de la población activa, muy próxima al mínimo histórico observado en los años previos a la crisis.

La fuerte creación de empleo ha contribuido a reducir la holgura en los mercados de trabajo, lo que ha comenzado a reflejarse en el crecimiento salarial y en un aumento de las rentas laborables que ha permitido que el consumo haya desempeñado un papel destacado en el crecimiento de la zona del euro. Pese a ello, persiste todavía una situación de infrautilización del factor trabajo en algunas economías del área.

No obstante, en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el repunte de los salarios y de los costes laborales unitarios no se ha transmitido a la evolución de los precios, lo que ha propiciado una contracción de los márgenes empresariales. De hecho, el entorno de inflación moderada y de presiones competitivas crecientes, que prevalece a escala global, junto con el aumento de la incertidumbre sobre la evolución futura de sus ventas, explicaría la elevada cautela que muestran las empresas a la hora de trasladar los incrementos de costes laborales a los precios de sus productos.

El resultado es que, más allá de las oscilaciones asociadas a los elementos más volátiles, como la energía o algunos servicios (por ejemplo, los paquetes turísticos), las distintas medidas de inflación subyacente permanecen en niveles muy moderados, en torno al 1 %, muy alejadas de la referencia de política monetaria. De hecho, desde 2013 el promedio de la inflación en el área del euro ha sido de un 0,9 %, prácticamente la mitad de lo observado durante los diez primeros años de la UEM, un 2,1 %.

En paralelo, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en información procedente de los mercados financieros han caído con fuerza desde finales del año pasado y se mantienen en niveles muy reducidos, lo que coincide, a grandes rasgos, con las señales procedentes de encuestas de opinión. Estos indicadores son utilizados habitualmente para contrastar el grado de anclaje de las expectativas de inflación respecto al objetivo de medio plazo del Banco Central Europeo (BCE) (tasa de inflación por debajo –pero cercana– al 2 %). Aunque la mayor parte de la reducción de las expectativas de inflación según los indicadores de mercado parecen deberse a la caída de la prima de riesgo por inflación, el nivel de esta prima se encuentra en terreno negativo, lo que sería indicativo de que los agentes se estarían cubriendo ante el riesgo de tasas de inflación muy reducidas o incluso negativas.

En cuanto a las perspectivas de medio plazo, la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica mostró una previsión media de inflación anual medida por el IAPC del 1,3 %, el 1,4 % y el 1,5 % para 2019, 2020 y 2021, respectivamente, lo que representa una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales (pp) para cada año frente a la anterior previsión. Para 2021 se encuentra incluso por debajo de la previsión de junio del Eurosistema, que la situaba en el 1,6 %.

Además, también existe evidencia de que los agentes económicos de la zona del euro estarían otorgando más importancia a la inflación observada en el pasado reciente a la hora de determinar sus expectativas de inflación, y por tanto, sus decisiones de fijación de

precios y salarios, fenómeno que podría venir explicado por la persistencia durante los últimos años de tasas de inflación muy moderadas⁶.

En el contexto que acabo de describir, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando claramente a la baja, como reflejo de la prolongada presencia de las tensiones proteccionistas, la incertidumbre asociada a factores geopolíticos (como el *brexit* y la incertidumbre política en Italia), las dudas sobre la intensidad del proceso de desaceleración de China y las posibles repercusiones para el conjunto de la economía global, y las vulnerabilidades que siguen mostrando algunas economías emergentes, como Turquía y Argentina.

Además, existen algunos elementos estructurales que llevan a pensar que un entorno de bajo crecimiento, inflación moderada y, en consecuencia, bajos tipos de interés podría perdurar en el tiempo.

Entre los principales determinantes, se encuentra el envejecimiento de la población, una tendencia común en las economías avanzadas cuyas implicaciones se extienden mucho más allá de las cuentas públicas y de los sistemas de salud, que altera las pautas de ahorro, inversión y oferta de trabajo de los agentes económicos, y afecta al crecimiento potencial de las economías, al reducir la población en edad de trabajar y su productividad, entre otros elementos.

El otro gran reto que tienen que afrontar las economías europeas es el bajo ritmo de avance de la productividad. Aunque este es un fenómeno común a otras economías avanzadas, que contrasta con los avances tecnológicos de las últimas décadas, no podemos olvidar que en Europa el crecimiento de la productividad es muy inferior al que se observa en Estados Unidos. En algunos países, como Italia, incluso la productividad por trabajador se ha estancado en las últimas dos décadas.

Por su parte, el fenómeno de la baja inflación constituye un rasgo común a otras economías avanzadas y un desafío fundamental para la mayoría de los bancos centrales. Por ello, en la actualidad sigue siendo uno de los temas centrales de discusión en el ámbito académico y en los consejos de política monetaria del Eurosistema, de la Reserva Federal y de otros bancos centrales.

En su último *Informe Anual*, el Banco de España dedicó una atención especial a estas cuestiones. En él se pone de manifiesto la elevada incertidumbre sobre los factores que pueden estar frenando el repunte de la inflación a escala global. Entre ellos, destacan los fenómenos estructurales, como el envejecimiento de la población, la globalización, la expansión de las cadenas de valor y el aumento de la competencia, que ha traído consigo, así como el rápido avance tecnológico y la aparición de nuevas formas de comercialización y de grandes plataformas de venta. Además, en algunos momentos han podido confluír elementos de naturaleza más transitoria, como los bajos precios del petróleo o la elevada holgura en algunos mercados de trabajo que se produjo como consecuencia de la fuerte destrucción de empleo durante la crisis.

⁶ Véase el capítulo 2, “Los determinantes de la baja inflación en la UEM y en España”, del *Informe Anual 2018*, Banco de España.

La respuesta de la política monetaria ante la prolongación de un escenario de crecimiento lento e inflación moderada

La complejidad que este contexto plantea para las políticas económicas en Europa es muy importante. Me referiré primero al ámbito de la política monetaria.

El contexto de baja inflación y lento crecimiento ha generado un amplio consenso en el Consejo de Gobierno del BCE en torno a la necesidad de seguir manteniendo un estímulo significativo de la política monetaria que ayude a consolidar la expansión económica y asegure que la inflación se sitúe en una senda sostenida hacia la referencia de medio plazo.

Desde la finalización del programa de compra de activos (el pasado mes de diciembre), la principal herramienta para preservar el estímulo monetario y anclar las expectativas de los agentes ha sido la política de tipos de interés y la estrategia de comunicación sobre el curso futuro de estos (en inglés, *forward guidance*). Así, en junio de 2018 se estableció que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles actuales hasta, al menos, el verano de 2019 y, en todo caso, hasta que la inflación convergiera de manera sostenida hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios. Es decir, nuestra política de “orientación de las expectativas” cuenta con un doble componente: el primero, ligado a una fecha concreta hasta la cual el Consejo de Gobierno se compromete a no incrementar los tipos de interés, y el segundo, que condiciona estos incrementos a la convergencia hacia nuestro objetivo de inflación en el medio plazo.

Además, la política de orientación sobre los tipos de interés se ha visto reforzada por el mantenimiento de la política de reinversión de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comiencen a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

Sin embargo, ante la debilidad de los datos macroeconómicos, el descenso de las expectativas de inflación y la conjunción de numerosos focos de riesgo, la comunicación del Consejo de Gobierno del BCE se ha ido ajustando en la dirección de dotar a la política monetaria de una mayor laxitud.

En concreto, en la reunión del pasado mes de julio, el Consejo incorporó un sesgo acomodaticio adicional en su comunicación sobre los tipos de interés oficiales, al señalar que estos se mantendrán en los niveles actuales, o incluso inferiores, al menos hasta el primer semestre de 2020 y, en cualquier caso, hasta que la inflación converja de manera sostenida hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios.

El Consejo de Gobierno reconoció también que las tasas de inflación, tanto las observadas como las proyectadas, se han mantenido persistentemente por debajo de los niveles acordados con su objetivo. Es decir, no se puede considerar que los niveles de inflación observados y proyectados a los que me he referido sean compatibles con el mandato del BCE.

Además, se subrayó que, si las perspectivas de inflación a medio plazo continúan por debajo de nuestro objetivo, el Consejo de Gobierno actuará con determinación y conforme al compromiso de simetría en el objetivo de inflación⁷.

La noción de simetría, en este contexto, implica que el BCE puede tolerar desviaciones tanto al alza como a la baja en relación con nuestro objetivo de inflación de “por debajo –pero cerca– del 2 %”, siempre que se prevea que esta converja hacia nuestro objetivo en el medio plazo. Implica también que la cifra del 2 % es una referencia del promedio de la inflación a medio plazo, pero no es un límite superior que impida que los precios puedan avanzar temporalmente a tasas superiores al 2 %. Además, el concepto de simetría revela que el Consejo de Gobierno se compromete a actuar con la misma determinación tanto si esta se sitúa persistentemente por encima como si se sitúa por debajo del 2 %. De esta simetría se deduce también que, dado que la inflación ha estado por debajo del objetivo en los últimos años, el cumplimiento de este en el medio plazo podrá requerir que se sitúe por encima en algún momento en el futuro.

En consecuencia, el Consejo de Gobierno del BCE ha anunciado que está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida. En este contexto, hemos encargado a los comités del Eurosistema pertinentes que examinen opciones para reforzar nuestras indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales y otras para el tamaño y la composición de posibles nuevas compras netas de activos.

Por otra parte, existe la posibilidad de que la permanencia de tipos de interés bajos, o incluso negativos, pueda tener efectos sobre la estabilidad financiera y la rentabilidad de las entidades bancarias. Y, si bien las estimaciones realizadas por el Eurosistema sugieren que hasta el momento los efectos positivos, en términos de mayor actividad económica y mejora de la calidad crediticia, compensan los efectos adversos sobre los márgenes de intermediación bancaria, es necesario llevar a cabo un seguimiento continuo de esta cuestión para determinar si son necesarias medidas que mitiguen los efectos adversos de los tipos bajos sobre la capacidad de intermediación del sistema bancario. Por ello, el Consejo de Gobierno ha solicitado también a los comités técnicos del Eurosistema el análisis de un posible sistema para la remuneración de las reservas bancarias que incorpore distintos tramos.

Asimismo, hay que recordar que en marzo se anunciaron nuevas operaciones trimestrales de financiación a largo plazo, que comenzarán a implementarse el próximo mes de septiembre, con unas condiciones de financiación muy favorables, con el objetivo de mantener los actuales bajos costes de financiación de las entidades bancarias y, por tanto, del conjunto de los hogares y las empresas.

Es quizá el momento de recordar que la política monetaria desplegada por el BCE ha tenido efectos muy positivos sobre la actividad y la inflación del área del euro.

Efectivamente, al relajar las condiciones financieras y reducir la fragmentación de los mercados financieros, la política monetaria expansiva del BCE ha contribuido, de forma sustancial, a la mejora de la economía del euro, al tiempo que ha evitado que el período de

⁷ Véase M. Draghi (2019), “Twenty Years of the ECB’s monetary policy”, ECB Forum on Central Banking, Sintra, 18 de junio de 2019.

tasas de inflación negativas que atravesaron las economías europeas como consecuencia del período recesivo causado por la crisis derivase en una espiral de deflación.

En concreto, según algunos trabajos del BCE⁸ y estimaciones propias del Banco de España, se considera que el conjunto de las medidas de política monetaria adoptadas desde mediados de 2014 tendrán un impacto global sobre el crecimiento del PIB real y la inflación de la zona euro, en ambos casos, de alrededor de 2 pp acumulados entre 2016 y 2020.

Es también importante subrayar que estos efectos han surgido de la combinación de los distintos instrumentos utilizados, que, más allá de su impacto individual, se complementan y refuerzan mutuamente. Así, la aplicación conjunta de recortes en los tipos de interés de corto plazo, las compras de activos, las operaciones especiales de financiación dirigidas a la banca y una política de comunicación activa por parte del Consejo de Gobierno del BCE han permitido relajar durante los últimos años toda la curva de tipos de interés, con un impacto muy notorio en las condiciones de financiación del conjunto de los agentes, tanto públicos como privados, dentro del área⁹.

Es importante que esta complementariedad se mantenga con las nuevas medidas, en el caso de que estas fueran necesarias, para maximizar su eficacia.

De hecho, tras los ajustes introducidos recientemente en la comunicación del Consejo de Gobierno del BCE que acabo de mencionar, los tipos de interés de mercado en todos los tramos han seguido reduciéndose, y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se ha situado por debajo del 0,2 %, como también se han reducido las primas de riesgo de la deuda soberana con respecto a la referencia alemana y los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada.

Por otro lado, más allá de las decisiones de política monetaria que haya que adoptar en el corto plazo, creo que este contexto requiere también una reflexión sobre la estrategia de la política monetaria en el medio plazo.

Hay que tener en cuenta que, en la medida en que los tipos de interés se mantengan más tiempo en niveles cercanos a su límite inferior efectivo, los bancos centrales tendrán menos espacio para recortar tipos en respuesta a futuras crisis y deberán recurrir con mayor frecuencia a medidas menos convencionales de ampliación de sus balances.

Esta situación ha llevado a algunos bancos centrales a discutir posibles alternativas a la actual estrategia de política monetaria, encaminadas a hacer frente a la restricción del límite inferior efectivo de los tipos de interés. El caso más destacado es el de la Reserva Federal estadounidense, que está llevando a cabo una profunda revisión de su marco de actuación.

En la misma línea, soy de la opinión de que el BCE también debería iniciar una reflexión similar, que incluya, entre otros factores, una clarificación de nuestro objetivo cuantitativo de estabilidad de precios, para alinearlo a las definiciones puntuales de otros bancos centrales de países desarrollados, que facilite la comunicación y el anclaje de las

⁸ Hammermann *et al.* (2019), "Balance del programa de compra de activos del Eurosistema tras el final de las compras netas de activos", *Boletín Económico*, 2/2019, BCE.

⁹ Véase P. Lane (2019), "Policy and Below-Target Inflation", discurso pronunciado en el Banco de Finlandia el 2 de julio de 2019.

expectativas de los agentes¹⁰. En el último *Informe Anual* del Banco de España, al que me he referido antes, se analizan los aspectos más favorables y los menos favorables de varias posibles opciones estratégicas en este ámbito.

Resulta esencial la contribución del resto de las políticas económicas

Dicho esto, la concurrencia del resto de las políticas económicas es fundamental para apuntalar la recuperación, afianzar ritmos de crecimiento más elevados y, de este modo, facilitar la convergencia de la inflación hacia la referencia de medio plazo.

La necesidad de crear un instrumento de estabilización fiscal en el área del euro

La experiencia reciente ha puesto de manifiesto la dificultad para alcanzar una combinación más adecuada de políticas macroeconómicas para el conjunto de la UEM en el actual marco de reglas y de instituciones en que se desenvuelve la política fiscal europea.

En la UEM, la política fiscal se decide por país, mientras que la política monetaria se diseña tomando en consideración la situación del conjunto de la UEM. Alcanzar una combinación apropiada de ambas requeriría la existencia de mecanismos de coordinación efectivos o la creación de una capacidad fiscal de estabilización para el conjunto del área.

En cuanto a los mecanismos de coordinación fiscal –basados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento–, existe consenso sobre la necesidad de llevar a cabo una profunda revisión¹¹. La complejidad que este marco ha ido adquiriendo con el tiempo es excesiva, lo que dificulta la transparencia en su aplicación, su ejecución y, en última instancia, su cumplimiento. La consecuencia más evidente de ello es que, con carácter generalizado, el diseño de la política fiscal ha tenido un carácter procíclico en numerosos países, así como en el conjunto de la UEM.

Así, en los años más recientes, algunos países que presentaron unas cuentas públicas expansivas son aquellos cuya elevada deuda y déficits estructurales hubieran aconsejado un esfuerzo de consolidación fiscal. El saneamiento de las cuentas públicas en estos países resulta prioritario si se quiere contar plenamente con la política fiscal como instrumento nacional de estabilización macroeconómica ante un eventual escenario más adverso.

Por otra parte, en este eventual escenario más adverso, aquellos países que tienen más espacio fiscal podrían proporcionar un mayor estímulo presupuestario a sus economías, especialmente teniendo en cuenta que estos países se han visto particularmente afectados por la reciente desaceleración como consecuencia de su fuerte exposición a los flujos comerciales internacionales. En el contexto actual de tipos de interés muy reducidos, el impacto positivo de la expansión fiscal no solo sería más elevado en el conjunto de países que la lleva a cabo, sino que se extendería también al resto de los socios, dando lugar así a efectos de desbordamiento o *spillovers* positivos para el conjunto del área. Sin embargo, como he señalado, en el actual marco fiscal de la UEM, estas decisiones son responsabilidad de los gobiernos nacionales, lo que dificulta su adopción.

¹⁰ Véase el capítulo 3, “El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo”, del *Informe Anual 2018*, Banco de España.

¹¹ Véase P. Hernández de Cos (2017), “Reglas e instituciones para la gobernanza fiscal en Europa”, *Anuario del Euro 2017*, pp. 237-257, Fundación ICO.

También resulta importante la composición del gasto. En particular, el crecimiento de la inversión pública sigue siendo muy moderado, tras los recortes que experimentó durante la crisis, lo que contrasta con los importantes retos que tenemos que afrontar en los próximos años en diversos ámbitos, como el de la transformación digital, la transición energética, el envejecimiento poblacional y, en general, la necesaria adaptación de nuestro tejido productivo a un entorno global más complejo y exigente.

Por todo lo anterior, resulta muy 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. De hecho, según estudios recientes del Banco de España¹², mientras que en Estados Unidos el presupuesto federal suaviza cerca de un 10 % de las perturbaciones económicas, en Europa este mecanismo es inexistente.

El instrumento para la convergencia y competitividad, creado recientemente, aunque es un paso en la dirección adecuada, carece de capacidad de estabilización, al no incorporar algunos de los elementos potencialmente más efectivos, como un seguro europeo de desempleo o el uso de fondos europeos para mitigar el impacto de perturbaciones específicas en alguna economía.

La carencia de mecanismos efectivos de coordinación de la política macroeconómica en la UEM se ve agravada cuando la política monetaria roza sus límites efectivos de tipos de interés, circunstancia que, como he dicho, podría ser más frecuente en un futuro si nos adentramos en un contexto de tipos reducidos de manera persistente. Además, es en este contexto en el que la efectividad de la política fiscal puede resultar mayor¹³.

Por tanto, resulta urgente la creación de algún tipo de instrumento común de aseguramiento cíclico en el área del euro, que permita ayudar a absorber de manera automática perturbaciones adversas a escala agregada (simétricas) o idiosincrásicas de algunos países (asimétricas), con el doble objetivo de suavizar los efectos en los países individuales y de salvaguardar la estabilidad de la UEM en su conjunto.

Algunos análisis recientes sugieren que se podría diseñar un mecanismo que, sin comprometer grandes recursos (inferiores al actual presupuesto europeo) y sin que conlleve transferencias permanentes entre Estados, permitiría alcanzar una capacidad de estabilización similar a la lograda con el sistema de transferencias de Estados Unidos.¹⁴

El papel de la política macroprudencial

Por otra parte, no debemos olvidar el papel que puede y debe ejercer la denominada “política macroprudencial”.

La introducción de instrumentos macroprudenciales para complementar la capacidad estabilizadora de las políticas monetaria y fiscal es probablemente uno de los avances más significativos introducidos tras la crisis financiera internacional.

¹² Véase el capítulo 4, “La política fiscal en la UEM”, del *Informe Anual 2016*, Banco de España.

¹³ Véase Arce *et al.* (2016), “Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union”, *International Journal of Central Banking*, 12(3), September, pp. 219-277.

¹⁴ Véase el capítulo 4, “La política fiscal en la UEM”, del *Informe Anual 2016*, Banco de España.

Para los países que pertenecen a una unión monetaria, la introducción de estas herramientas es especialmente importante, dado que es uno de los pocos instrumentos disponibles en el ámbito nacional para garantizar la estabilidad del sistema financiero interno.

En mi opinión, el papel de la política macroprudencial en el contexto actual es doble.

En primer lugar, como señalaba con anterioridad, la permanencia de tipos de interés bajos, o incluso negativos, durante un tiempo prolongado puede tener efectos adversos sobre la estabilidad financiera. La política macroprudencial debe ser la primera encargada de reaccionar en el caso de que emerjan algunos de estos riesgos, combatiendo activamente 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 (CCA), 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 mecanismos de estabilización macroeconómica, como el CCA, es especialmente relevante en un contexto, como el actual, en el que la política monetaria tiene un recorrido más limitado¹⁵.

Deben acometerse reformas estructurales que permitan incrementar el crecimiento potencial

Adicionalmente, resulta urgente abordar las carencias estructurales que obstaculizan el avance de la productividad y la generación y el aprovechamiento de oportunidades de inversión en el área del euro, al tiempo que se introducen medidas para hacer partícipes a todos los ciudadanos de los beneficios que conlleva el proyecto europeo.

Estas reformas estructurales, en tanto que políticas expansivas de oferta, son especialmente indicadas en el contexto internacional que he descrito anteriormente, en el que las principales perturbaciones y riesgos al crecimiento (tales como las tensiones proteccionistas y la incertidumbre sobre el *brexit*) reducen la oferta global de bienes y servicios, la competencia y la productividad y perjudican la capacidad productiva de las economías afectadas a través de los efectos negativos de la incertidumbre sobre la inversión empresarial.

Además, y en relación con la necesidad antes mencionada de que la política fiscal proporcione estímulo macroeconómico allí donde tenga espacio para ello, la literatura económica reciente sugiere que existe un notable potencial de sinergias positivas entre las reformas estructurales y las políticas expansivas de demanda. Es decir, unas mismas

¹⁵ Véase P. Hernández de Cos (2019), “Un marco para el Colchón de Capital Anticíclico”, discurso de apertura de la Segunda Conferencia de Estabilidad Financiera, Banco de España/CEMFI.

reformas estructurales pueden proporcionar un mayor impulso a la actividad económica cuando se acometen en paralelo a políticas fiscales y monetarias expansivas.¹⁶

En este contexto, 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. El progreso en las reformas resulta particularmente lento en la eliminación de barreras en la prestación de servicios profesionales y en las industrias de red, así como en la mejora del entorno empresarial mediante la reducción de las cargas administrativas que dificultan la creación de nuevas empresas.

Son prioritarios mayores esfuerzos al menos en dos ámbitos: primero, la mejora del capital humano y de las políticas activas de empleo para favorecer la rápida reasignación de los trabajadores hacia los sectores en auge; segundo, el aumento del gasto público y privado en innovación para crear nuevas oportunidades de negocio. Europa no puede quedar al margen del desarrollo de nuevas tecnologías y de la batalla por la supremacía tecnológica que tiene lugar entre Estados Unidos y China. En el ámbito financiero, por ejemplo, la mayoría de las empresas tecnológicas más exitosas tienen su empresa matriz en Estados Unidos o en países asiáticos.

Por otra parte, el aumento de la inversión pública debería centrarse en la mejora de las infraestructuras de transporte y de comunicación para mantener la conectividad con los centros de negocio y favorecer el desarrollo de las cadenas de valor europeas y, con ello, la cohesión regional.

Además, no debe olvidarse el impacto que todos los desarrollos tecnológicos recientes pueden tener sobre la distribución de la renta, y el de la educación sobre la empleabilidad.

Debe completarse cuanto antes la Unión Bancaria y crear un mercado único de capitales¹⁷

En cuanto a la gobernanza europea, además de la revisión del marco fiscal y de la creación de instrumentos de estabilización macroeconómica de carácter supranacional, a los que me he referido previamente, se debe avanzar con prontitud en la creación de un mercado único de capitales y completar la Unión Bancaria.

Estas dos iniciativas resultan claves tanto para la financiación de la inversión y de la innovación empresarial como para el logro de una unión monetaria más robusta y resistente frente a perturbaciones adversas.

¹⁶ El motivo es que las políticas expansivas de oferta tienden a ser deflacionarias, lo cual limita sus efectos expansivos en un contexto como el actual en que la capacidad de la política monetaria para acomodar dichas presiones inflacionarias mediante recortes adicionales de tipos de interés es relativamente limitada. Véase Arce, Ó., S. Hurtado y C. Thomas (2016), "Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union", *International Journal of Central Banking*, 12(3), September, pp. 219-277. Asimismo, las reformas estructurales pueden ser particularmente efectivas en aquellas economías del área del euro donde el sector privado continúa inmerso en un proceso de desapalancamiento; véase Andrés, J., Ó. Arce y C. Thomas (2017), "Structural Reforms in a Debt Overhang", *Journal of Monetary Economics*, 88, pp. 15-34.

¹⁷ Véase P. Hernández de Cos (2019), "The need for deepening Euro area integration", discurso en City Week 2019: The international Financial Services Forum, y P. Hernández de Cos (2019), "La Unión Monetaria: los riesgos de una obra en construcción", Anuario del Euro 2018, pp. 45-64.

Los mercados de capitales en Europa no solo están menos desarrollados que en otras economías avanzadas –todavía son escasas las empresas que recurren a los mercados de capital para financiarse–, sino que además se encuentran fragmentados como consecuencia de diferencias en la regulación (como, por ejemplo, la heterogeneidad en los procesos de insolvencia) o en el tratamiento impositivo de la deuda frente al capital.

Esto tiene consecuencias negativas para la financiación de las empresas, así como para la capacidad de los países europeos para diversificar riesgos y hacer frente a perturbaciones adversas. Así, mientras que en Estados Unidos más del 40 % de las perturbaciones económicas son absorbidas por los mercados de capitales –mediante la propiedad cruzada del capital–, en Europa ese porcentaje es casi cinco veces menor.

El menor desarrollo de los mercados de capitales en Europa obstaculiza la creación de empresas, al dificultar la obtención de financiación en las fases iniciales de funcionamiento –en particular, en aquellas empresas más innovadoras y con mayor nivel de riesgo, en las que son claves la investigación y la idea de negocio–. Estos activos, de naturaleza intangible, son difíciles de colateralizar en un préstamo bancario; por tanto, es crucial el recurso a los mercados de capital.

Así, el número de empresas de reciente creación y crecimiento rápido en Europa es casi diez veces inferior que en Estados Unidos y cuatro veces inferior que en China. La fragmentación de los mercados de capital tampoco favorece que el ahorro existente en algunos países se canalice hacia los proyectos de inversión rentables que puedan surgir en otros.

La financiación de las empresas europeas también se beneficiaría de la culminación de la Unión Bancaria antes de que se produzca una hipotética crisis.

Es un proyecto de suma importancia y envergadura en la construcción europea, y por ello resulta fundamental no dejarlo incompleto. Tras poner en funcionamiento el Mecanismo Único de Supervisión y el Fondo Único de Resolución, los esfuerzos deben centrarse en alcanzar un acuerdo para la puesta en marcha del Seguro de Depósitos Europeo.

En la actualidad, las decisiones acerca de la supervisión y del esquema de resolución de un banco se toman a escala europea, mientras que la responsabilidad de financiar los fondos de garantía de los depósitos recae en los respectivos seguros nacionales. Esta divergencia no solo abona potenciales conflictos políticos e institucionales, sino que dificulta la creación de un auténtico sistema bancario europeo.

Para avanzar en este ámbito, resulta necesario continuar con el proceso de reducción de riesgos, tanto bancario como soberano, pero también un impulso político que permita una mejor alineación de las responsabilidades con la capacidad efectiva de decisión y, sobre todo, que facilite un mayor aprovechamiento de las oportunidades que ofrece la UE para llevar a cabo una mejor diversificación y compartición de riesgos entre sus miembros.

Finalmente, también debe explorarse la creación de un activo seguro común para el conjunto del área del euro.

La operativa de los mercados y de los intermediarios financieros exige la existencia de un amplio conjunto de activos suficientemente líquidos y con riesgos de contrapartida

mínimos. Esta necesidad es mayor en períodos de turbulencias financieras, dado que los inversores tienden a reaccionar acumulando activos con un riesgo reducido. Dentro de la UEM, el volumen de estos activos de riesgo reducido es insuficiente, dado que solo la deuda de un número pequeño de países se considera sin riesgo, lo que da lugar a escasez de estos activos y fragmentación financiera. Obviamente, una mejora de la posición fiscal de los países podría ayudar a aumentar la cantidad de activos sin riesgo disponibles. Pero un activo seguro común tendría beneficios adicionales, contribuyendo a reducir la relación entre riesgos bancarios y soberanos, previniendo movimientos de capital hacia los activos seguros que podrían resultar desestabilizadores en momentos de tensiones financieras, y, con carácter más general, promoviendo una provisión de activos seguros más estable y equitativa para el conjunto de la UEM.

Conclusión

En resumen, la situación económica global y, en particular, la del área del euro han seguido debilitándose en el período más reciente, lastradas, entre otros factores, por la evolución negativa del comercio internacional.

En este contexto, algunos de los principales riesgos que vienen planeando desde hace varios trimestres sobre las perspectivas de crecimiento del área se han intensificado y ya están haciendo mella en la economía de la UEM, que, como he señalado, es especialmente sensible al devenir del comercio internacional y está directamente expuesta a la incertidumbre que genera el *brexit*.

Por su parte, las tasas de inflación, tanto las observadas como las proyectadas, se han mantenido persistentemente por debajo de los niveles acordados con el objetivo del BCE. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha subrayado su determinación de actuar si las perspectivas de inflación a medio plazo continúan por debajo de nuestro objetivo, ajustando todos sus instrumentos de la forma más adecuada.

En paralelo, resulta urgente mejorar el funcionamiento de la UEM antes de que se produzca una eventual crisis. Para lograrlo, debe avanzarse sin dilación en una mayor integración financiera con el desarrollo de la Unión del Mercado de Capitales, completar la Unión Bancaria con la creación de un fondo común de garantía de depósitos, la introducción de instrumentos fiscales que mejoren la capacidad de estabilización económica del conjunto de la UEM y la creación de un activo seguro común.

Se deben también alcanzar posiciones fiscales saneadas a escala nacional que permitan a la política presupuestaria desarrollar plenamente su papel estabilizador, afrontar con decisión el fenómeno del envejecimiento de la población y abordar las carencias estructurales que obstaculizan el avance de la productividad y la generación y aprovechamiento de oportunidades de inversión en el área del euro.

Por último, se deben adoptar políticas macroprudenciales cuando se perciban riesgos para la estabilidad financiera y para generar colchones que se puedan utilizar ante situaciones macroeconómicas más adversas.

Muchas gracias.