

13.11.2013

**La salida de la crisis y el afianzamiento de la recuperación en el área
del euro y en España**

Círculo de Economía, Barcelona

Luis M. Linde

Gobernador

Permítanme que comience mi intervención agradeciendo muy sinceramente al Círculo de Economía y a su Presidente, que no nos ha podido acompañar, su invitación para estar hoy aquí. Me da la oportunidad de compartir con ustedes algunas reflexiones sobre la gran cuestión a la que se enfrenta nuestra economía, la salida de la crisis y las condiciones para su afianzamiento.

Hace ya más de cinco años, la quiebra de Lehman Brothers dio paso a la crisis económica internacional más grave desde la Segunda Guerra Mundial. Ha afectado severamente al crecimiento y al empleo de las economías avanzadas y, entre estas, a las europeas. En algunos momentos, singularmente durante el verano del pasado año, la unión monetaria y el propio proceso de integración europea se vieron sometidos a graves tensiones.

Pero los indicadores económicos más recientes apuntan a una incipiente recuperación de la actividad en el área del euro, y las previsiones de la mayoría de instituciones internacionales y de analistas privados apuntan hacia un afianzamiento del crecimiento económico a lo largo del año próximo y el siguiente.

Para valorar el alcance de este giro es conveniente recordar cuáles son las debilidades subyacentes a esta larga etapa de crisis y recesión.

En la Unión Monetaria, la crisis ha afectado con particular intensidad a aquellos países cuyas economías mostraban una mayor dependencia de la financiación exterior –es decir, mayores déficit corrientes- y estructuras económicas menos flexibles. La mayoría de estos países no habían adaptado suficientemente sus marcos institucionales y sus políticas económicas a los requerimientos de la pertenencia a la Unión Monetaria, en la que ya no está disponible la devaluación del tipo de cambio para conseguir ajustes rápidos de competitividad, y en la que los parámetros básicos de la política monetaria han dejado de fijarse independientemente por las autoridades de cada estado miembro.

Confiadas en la estabilidad macroeconómica que proporcionaba la pertenencia a la unión monetaria -y apenas presionadas por unos mercados que permanecieron indiferentes, por bastante tiempo, a los problemas que se estaban incubando-, algunas de estas economías acumularon importantes desequilibrios, sin acometer las reformas necesarias para hacer frente a las perturbaciones que les podían afectar de manera grave.

Por su parte, el entramado institucional que se diseñó hace veinte años en Maastricht no contaba con las herramientas necesarias para prevenir y, en su caso, corregir esa falta de adaptación de las políticas nacionales a los requerimientos de una unión monetaria; ni, tampoco, con los mecanismos para gestionar una crisis de gran alcance y largo recorrido, como la que hemos vivido.

Estas deficiencias se han traducido en pérdidas de bienestar para los ciudadanos. El impacto en términos de producción y de empleo ha sido enorme. Según las previsiones disponibles, el área del euro no recuperará el nivel de PIB existente a principios de 2008 hasta, al menos, 2015. En términos de empleo, la brecha tardará aún más tiempo en cerrarse.

Pese a recientes indicadores positivos, la situación actual todavía plantea retos de primera magnitud para las autoridades económicas, tanto europeas como nacionales. Pero es preciso reconocer que se han acometido importantes reformas, en muchos casos, políticamente difíciles y técnicamente complejas, que, con independencia de los aspectos mejorables que se puedan identificar, han evitado un mayor agravamiento de la situación y han sentado las bases para la incipiente recuperación a la que hoy asistimos.

En este sentido, quiero empezar mencionando la actuación del Banco Central Europeo que, en mi opinión, ha hecho frente con acierto a sus responsabilidades.

Desde el inicio de la crisis, el BCE puso en práctica un conjunto de medidas con un triple fin: relajar el tono de la política monetaria para acomodarlo a las circunstancias cíclicas de la economía; impedir que las tensiones de liquidez pudieran desencadenar episodios de inestabilidad que habrían agravado la pérdida de producción y empleo; y, en los momentos de máxima tensión, disipar los riesgos de una eventual desintegración de la zona euro, riesgos que fueron reales en 2012.

Las medidas adoptadas en política monetaria han sido tanto acciones convencionales, como medidas extraordinarias, apropiadas a las circunstancias que se han atravesado a lo largo de la crisis.

En el ámbito de las medidas convencionales, el BCE ha reducido progresivamente los tipos de interés oficiales hasta situarlos en sus mínimos históricos, 400 puntos básicos por debajo de los niveles de septiembre de 2008 –la última reducción, como saben, hace hoy una semana-. Además, igual que han hecho tanto la Reserva Federal como el Banco de Inglaterra, ha instrumentado una política muy expansiva de provisión de liquidez, que puede medirse por la gran expansión registrada en su balance, más de un 50% de aumento desde 2008.

En el ámbito de las medidas extraordinarias, destacaré: las operaciones de refinanciación a un plazo tan largo como 3 años; la ampliación del conjunto de activos aceptados como colateral o garantía de los préstamos realizados a las entidades bancarias; y el lanzamiento de programas de compras de activos, como el Programa del Mercado de Valores, los dos Programas de Adquisición de *Covered Bonds* – entre los que se incluyen nuestras Cédulas - y el anuncio, en agosto de 2012, del programa de Operaciones Monetarias de Compraventa. Más recientemente, ya en julio de este año, se ha incorporado una política de *forward guidance*, consistente en una comunicación más precisa sobre el comportamiento previsto de los tipos de interés oficiales en el futuro.

Con todo, hay que recordar que la capacidad de la política monetaria para resolver los problemas que están en la raíz de esta crisis es muy limitada. Lo que sí puede hacer, y está haciendo, es ganar tiempo para que otros actores, que sí disponen de las herramientas adecuadas para resolverlos, puedan adoptar las medidas necesarias, y para que estas surtan sus efectos.

Por su parte, el resto de las autoridades económicas europeas, empezando por la Comisión, en estrecha colaboración con los gobiernos nacionales, ha dado pasos importantes para corregir las debilidades puestas al descubierto en el entramado institucional del euro.

Así, se ha creado un mecanismo permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad, con capacidad para proveer fondos a los Estados miembros privados del acceso a los mercados de capitales; y se ha puesto en marcha una ambiciosa reforma de toda la gobernanza económica, reforzando los mecanismos para alinear las políticas económicas nacionales con los objetivos del conjunto de la Unión, y diseñando un plan para avanzar hacia una unión más profunda y sólida en cuatro etapas: unión bancaria, unión económica, unión fiscal y, al final del proceso, unión política.

Se han producido ya avances muy significativos en el primero de estos cuatro capítulos. En noviembre del año próximo empezará a funcionar en el BCE el nuevo Mecanismo Único de Supervisión, que deberá complementarse con un sistema único de resolución de entidades y, más tarde, una Autoridad Única y un Fondo Común de Resolución, aunque, como es bien sabido, estos últimos pasos plantean problemas legales y políticos complejos que podrían retrasar su puesta en marcha efectiva.

También los gobiernos nacionales han reaccionado dentro de sus ámbitos de competencia. Por una parte, para contener el deterioro de las finanzas públicas, uno de los principales desequilibrios que subyacen en la variante europea de la crisis. Por otra, para flexibilizar los mercados y fomentar la inversión, el crecimiento y el empleo.

Desde finales del pasado año los indicadores cuantitativos y, sobre todo, los de carácter cualitativo muestran una marcada mejoría. En el segundo trimestre de este año, se registró un incremento interanual del 0,3% en el PIB del área. Esta cifra positiva ha puesto fin a seis trimestres consecutivos de contracción. El avance del producto ha sido generalizado, combinando el dinamismo de las demandas interna y externa.

Hacia el futuro, las estimaciones disponibles indican que el PIB de la zona euro volverá a crecer en el tercer y en el cuarto trimestre del año, aunque con tasas moderadas, apoyadas en la mejora del contexto internacional y en una política monetaria acomodaticia, factores que pueden favorecer las exportaciones y la inversión. También se espera una reactivación del consumo privado, por el repunte de la renta disponible de los hogares, pero no así del consumo público, que continuará afectado por los procesos de ajuste fiscal.

Es importante señalar que el mantenimiento del tono relajado de la política monetaria es plenamente compatible con la previsión de que, a medio plazo, la inflación se mantendrá bastante por debajo del objetivo del BCE del 2%, mientras que a largo plazo las expectativas permanecen ancladas en ese nivel.

Desde luego, la salida de la zona euro de esta etapa de tipos de interés muy bajos y muy abundante liquidez, a partir del momento en que se considere consolidado el comienzo de la recuperación y la vuelta al crecimiento, planteará problemas a la política monetaria del BCE, como ya ha empezado a plantearlos a la gestión de la Reserva Federal. Pero, hoy por hoy, no es aún nuestro problema.

Con todo, este escenario central más positivo de la zona euro requiere, para su materialización, que las autoridades económicas perseveren en la aplicación de las políticas que han contribuido a la estabilización y a lo que parece es el inicio la recuperación.

La unión bancaria debe contribuir a quebrar el vínculo, que todavía hoy se mantiene, entre riesgos bancarios y riesgos soberanos, vínculo que explica, en gran medida, la persistencia de un apreciable grado de fragmentación de los mercados monetarios y financieros europeos, incompatible con el normal funcionamiento de una unión monetaria y que impide que el tono relajado de la política monetaria única alcance por igual a las familias y empresas de todo el área.

Pasaré ahora a referirme a la **economía española**.

En España, el camino recorrido desde el estallido de la crisis ha sido extremadamente difícil. Hemos sufrido una doble recesión, algo sin precedentes en nuestra historia económica del último medio siglo.

Los ajustes eran necesarios para superar los graves desequilibrios reales y financieros – déficit público, endeudamiento privado y público, desequilibrio con el exterior, actividad insostenible en el sector de la construcción - que empezaron a acumularse en 2002-2003, en la etapa de tipos de interés reales negativos en EEUU y en la UE, y que se agravó con la crisis financiera internacional y la crisis de confianza en la zona euro, impulsada, esta última, por la crisis en las finanzas públicas de una serie de países, España entre ellos.

Tres cifras bastan para ilustrar la dureza de la crisis en España: en 2013, nuestro PIB estará entre un 7 y un 8% por debajo del máximo cíclico (que tuvo lugar en el segundo trimestre de 2008); la demanda nacional será un 16% más reducida; y el empleo, un 20% más bajo.

Pero estamos corrigiendo esos desequilibrios. Los avances son más visibles en la mejora de la competitividad y más incipientes en la recomposición de la contribución de la demanda interna a la actividad, o en la reasignación de recursos productivos y financieros hacia los sectores con mayor potencial de crecimiento.

La economía española creció levemente en el tercer trimestre, el primer avance del producto desde el primer trimestre de 2011, en un entorno exterior algo más favorable, con claro alivio en las tensiones financieras y una mejora en los indicadores de confianza. Para los próximos trimestres cabe prever, como en el resto de la zona euro, una prolongación de la trayectoria de recuperación gradual, que en sus fases iniciales seguiría estando impulsada por el sector exterior.

Durante los últimos trimestres, la demanda exterior neta ha desempeñado un papel determinante en el sostenimiento de la actividad, debido a la buena marcha de las exportaciones, la debilidad de las compras al resto del mundo y los datos muy positivos de la campaña turística.

Además, se está frenando la caída en la demanda interna privada, consecuencia del repunte de la inversión en equipo y de la estabilización del consumo privado.

El ajuste de la competitividad, en sus diferentes vertientes, está desempeñando un papel central. En España, se ha efectuado a partir de lo que se denomina “devaluación interna”, la contención directa de costes y márgenes, no a través del mecanismo de depreciación nominal, el mecanismo normal antes de nuestra integración en la unión monetaria. La

devaluación interna es, obviamente, más complicada y más lenta que la depreciación nominal, pero, a su vez, las ganancias obtenidas son más duraderas.

En términos de competitividad, los avances desde 2008 han sido muy significativos. Según estimaciones del Banco de España, a comienzos de 2014 habremos recuperado, frente a la media de los países de la UME, toda la competitividad perdida entre 2000 y 2008.

Estas ganancias de competitividad se han apoyado, sobre todo, en la moderación de los costes salariales, tendencia favorecida desde el ámbito de la negociación colectiva en el marco de la reforma laboral aprobada a comienzos de 2012. En esta misma línea, la inflación ha estado muy contenida desde 2009, lo que ha contribuido, desde luego, a esa recuperación de competitividad.

El sector exportador ha mostrado una gran capacidad y ha aumentado notablemente su presencia y sus ventas tanto en la zona euro, como en otros mercados. Basta indicar que este año, en el período enero-agosto, el superávit comercial, excluyendo energía, casi se ha doblado respecto a 2012, pasando de 12.000 a 24.000 millones de euros.

Esta evolución se ha apoyado en una reorganización empresarial que ha permitido aumentar el valor medio exportado por empresa y la base exportadora. El incremento sostenido del número de empresas exportadoras durante los últimos cinco años se debe, principalmente, a la creciente participación de las PYMES.

Nuestro saldo comercial ha mejorado con todas las regiones, con excepción de los países exportadores de petróleo, situándose en superávit tanto con la zona euro, como con el resto de la Unión Europea. Ello ha comportado un vuelco en el saldo corriente de nuestra balanza de pagos, y va a llevar en 2013 a una aportación positiva del sector exterior al PIB de en torno al 2%, el mejor resultado registrado por esta estadística en las últimas décadas.

La competitividad y la capacidad exportadora también dependen de cómo se distribuyen los recursos productivos entre sectores y entre empresas de un mismo sector. Un reto fundamental al que se enfrenta la economía española es trasvasar los recursos productivos excedentes en sectores no comerciables hacia otros con mayor potencial de crecimiento y exportación.

A nivel agregado, entre 2007 y 2012 se ha destruido un 8% de las empresas existentes en 2007, mientras que en el sector de la construcción la desaparición de empresas ha superado el 30%. En las ramas industriales y de servicios, dentro de su elevada heterogeneidad, se aprecian algunas señales positivas.

La reasignación sectorial es incipiente y aún queda mucho camino por recorrer. Las políticas económicas deben contribuir a la culminación de este proceso, eliminando los obstáculos relacionados con las barreras a la competencia y las trabas administrativas para la creación de nuevas empresas. Algunas iniciativas legislativas recientes se enmarcan dentro de estos objetivos, como son la ley de apoyo a los emprendedores, la ley de garantía de la unidad de mercado o la futura ley de servicios y colegios profesionales. La unidad de mercado y la seguridad jurídica son condiciones

absolutamente necesarias para el crecimiento sostenido y la creación de empleo, y pueden y deben ser objetivos compartidos por todas las Administraciones.

También hay que completar el ajuste del endeudamiento de las empresas y las familias españolas, que es lento por la debilidad de las rentas, por lo que descansa, sobre todo, en la contracción del crédito. En estas condiciones, es probable que el crédito al sector privado, a nivel agregado, tarde todavía algún tiempo en alcanzar tasas positivas.

Este comportamiento a nivel agregado puede y debe ser compatible con una evolución diferenciada del crédito a empresas y familias, que permita que los recursos financieros fluyan hacia aquellas que están en una posición sólida para acometer proyectos viables de gasto, de inversión y de contratación.

Los resultados de análisis preliminares en el Banco de España apuntan a que esa reasignación de los recursos financieros está teniendo lugar ya. Sin embargo, siguen existiendo algunas fricciones que afectan singularmente al segmento del crédito a las pymes que como ustedes saben son particularmente vulnerables a situaciones de crisis como la vivida.

Recientemente, y dentro del ámbito de las competencias del Banco de España, se han adoptado medidas específicas orientadas a este sector, como la modificación de la definición de pyme a efectos de la regulación prudencial, o la aplicación adelantada del factor corrector para los requerimientos de capital asociados a los préstamos a las pymes.

Desde el Banco de España hemos identificado también posibles líneas de actuación en otros ámbitos. Sin ánimo de exhaustividad, se podrían explorar vías para reforzar el papel del ICO, simplificar el actual marco público de apoyo financiero a las pymes y, a más largo plazo, diseñar mecanismos para disponer de información homogénea y de calidad sobre los aspectos más relevantes del negocio de las pymes que facilite su acceso al crédito bancario.

Conclusión

Y ya concluyo: los últimos datos tanto del área euro, como de la economía española, permiten atisbar un horizonte de superación de las graves dificultades por las que hemos atravesado. Pero la consolidación de la recuperación y la absorción de la pesada herencia de la crisis requieren perseverancia en la estrategia adoptada para completar y fortalecer el diseño de la Unión Económica y Monetaria y establecer unas bases sólidas para el crecimiento sostenido en todos los países miembros.

En el terreno de las políticas nacionales, existen riesgos relacionados con el surgimiento de una cierta fatiga reformadora, al amparo de la mejora de la situación. Pero, justamente, los efectos favorables que están empezando a surtir de las medidas de consolidación fiscal y las reformas estructurales deberían servir de acicate para mantener estas políticas.

Muchas gracias.