

Madrid, 12 de Febrero de 2009

**Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional.**

Fundación Ramón Areces

**D. José Luis Malo de Molina**  
Director Gral. Servicio de Estudios

Agradezco la invitación a la Fundación Areces para participar en este ciclo de conferencias dedicado a los retos de la economía española. Y a hacerlo con un tema de singular trascendencia, como es el del comportamiento de la economía en medio de la grave crisis financiera mundial que estamos viviendo. En la conferencia inaugural de este ciclo impartida por el propio profesor Rojo tuvimos ocasión de constatar la magnitud y la profundidad de la crisis, así como la complejidad y la envergadura de los desafíos que plantea a la economía mundial, y a todas sus áreas. Estamos ante una espiral contractiva sin precedentes que afecta a todos de manera simultánea. Una perturbación de tal calibre ha de suponer un reto de primera magnitud para el futuro de la economía española. Y ése es el tema de la conferencia de hoy: los retos de la economía española en la crisis financiera internacional.

Todos los datos económicos disponibles confirman que la economía española se está adentrando, en el contexto recesivo mundial, en una recesión pronunciada. Hoy mismo el INE ha publicado el avance del PIB del cuarto trimestre que implica una tasa de crecimiento intertrimestral del -1% en el cuarto trimestre de 2008. Con ello se cumple el requisito técnico, que establece la definición de recesión como aquella en la que se registran dos trimestres consecutivos con tasa de variación negativa, y, además, se pone de manifiesto la intensificación de la fase contractiva iniciada en el verano del año pasado.

Los escasos datos disponibles sobre el funcionamiento de la economía en el presente ejercicio indican una continuidad de las mismas tendencias. El paro registrado y las afiliaciones a la Seguridad Social muestran que el deterioro del mercado de trabajo se sigue acentuando.

La primera idea que quería trasmitirles, punto de arranque de esta conferencia y sobre la que articular el contenido de la misma, es que la actual recesión española es el resultado de dos procesos que desafortunadamente han coincidido en el tiempo. La crisis tiene un origen dual. Por un lado tiene un origen interno, que se deriva de la inevitable corrección de los desequilibrios que se habían acumulado durante la larga fase expansiva que ha vivido la economía española desde mediados de la década de los noventa como consecuencia de los enormes beneficios que ha reportado el esfuerzo de convergencia y la entrada en el euro, de la que se han cumplido 10 años.

La corrección de los desequilibrios se había venido demorando debido al clima expansivo financiero mundial de los últimos años, pero finalmente se había iniciado en 2006 y primera mitad de 2007, antes del inicio de la actual crisis financiera. Y el ajuste había empezado siguiendo un patrón inicialmente gradual, que podía haber sido en principio compatible con un aterrizaje suave y una corrección moderada si hubiese contado con el apoyo de un marco de estabilidad financiera internacional y de un dinamismo externo suficiente. En ese marco la economía española podría

haber contado con una demanda externa neta robusta que sirviese para compensar la inevitable contención de la demanda interna y con la continuidad de los cuantiosos flujos de financiación externa que se necesitaban, incluso en un escenario de ajuste.

Dichas hipótesis, sin embargo, se evaporaron repentinamente con el surgimiento y posterior agravamiento de la crisis financiera internacional, que se ha convertido, en un segundo factor originador o causal de la actual fase recesiva. La crisis financiera internacional añade elementos contractivos globales poderosos que se superponen a los del propio ajuste interno y que obligan a la economía española a enfrentarse al mismo en condiciones extraordinariamente adversas. Desde entonces, los procesos originados por el ajuste interno y la crisis internacional se realimentan entre sí añadiendo severidad y complejidad a la situación. La crisis internacional tiene un efecto dominante muy contundente que ha arrastrado a todas las economías avanzadas independientemente de sus propios condicionantes internos como prueba el caso de Alemania, un país al que la crisis golpea en plena expansión tras haber corregido algunos de sus principales desequilibrios internos y que, como el resto, ha entrado igualmente en recesión. En nuestro caso, el carácter dominante de la crisis internacional no debe ocultar que los efectos de la misma se superponen a un ajuste, ya de por sí complicado y costoso.

Es imprescindible tener en cuenta la presencia de ambos factores para alcanzar un diagnóstico acertado e identificar adecuadamente los retos. Desde este punto de partida, no voy a centrar la conferencia en una descripción habitual de la coyuntura, de la que los interesados pueden consultar el último informe trimestral de coyuntura del Banco, sino en la profundización en algunos de los rasgos más sobresalientes del diagnóstico y en algunos de los retos más relevantes a los que se enfrenta la economía española en esta difícil situación.

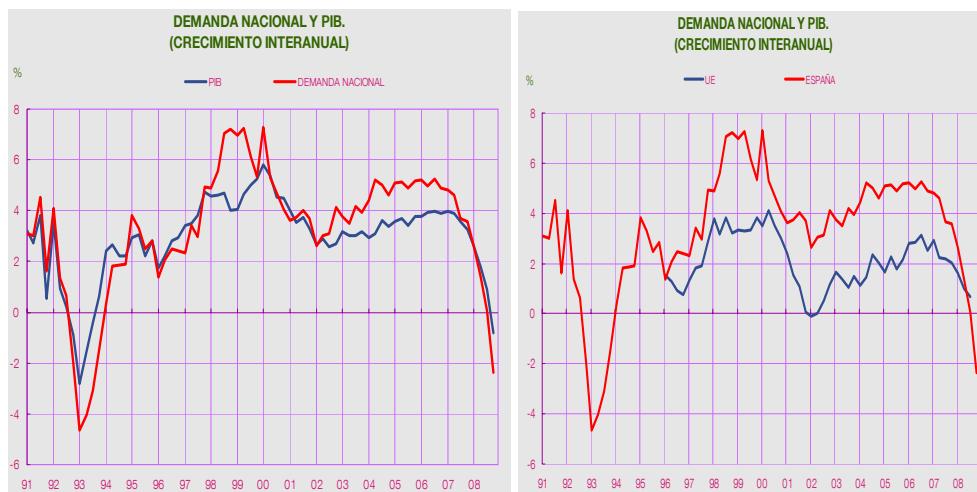
Rasgos más sobresalientes de la situación de la economía española en la actual crisis financiera internacional.

- 1) El componente interno de la crisis proviene de un prolongado periodo de presión excesiva de la demanda que abocaba hacia un ajuste inevitable.

Como puede verse en el gráfico adjunto, durante 14 años la demanda interna ha mantenido un dinamismo considerablemente superior al crecimiento del producto y la generación de rentas. También puede verse que la expansión del gasto en España ha superado ampliamente al crecimiento del mismo en el conjunto de la zona euro. En España se ha gastado sistemáticamente por encima de lo que se podía financiar con los recursos propios. Y esa es una situación que en economía no se puede mantener indefinidamente. O bien la generación de rentas futuras responde a las expectativas en las

que se han basado las decisiones de gasto, cerrándose la brecha con más crecimiento, o bien el gasto no es sostenible y más pronto o más tarde se hace inevitable un ajuste del mismo a la baja.

### GRÁFICO 1



Me interesa destacar que algunos de los factores que han estado detrás del posterior estallido de la crisis financiera internacional han contribuido al prolongado exceso de gasto en España. En concreto, la crisis está relacionada con el mantenimiento de un clima internacional de extraordinaria expansión financiera asentado en el espejismo de lo que se dio en llamar *la gran moderación* y que suponía la existencia de unas condiciones que permitían crecer rápido sin inflación, como si los ciclos hubieran desaparecido, lo que aparentemente justificaba el seguimiento de políticas macroeconómicas marcadamente expansivas. Y ello a la vez que una actitud de relajada tolerancia, basada en una ingenua confianza en la capacidad autoregulatoria de los mercados, frente a una acelerada innovación financiera propagaba una enorme laxitud en la evaluación de los riesgos. Dichas condiciones internacionales contribuyeron al sostenimiento de un patrón de gasto excesivo en España.

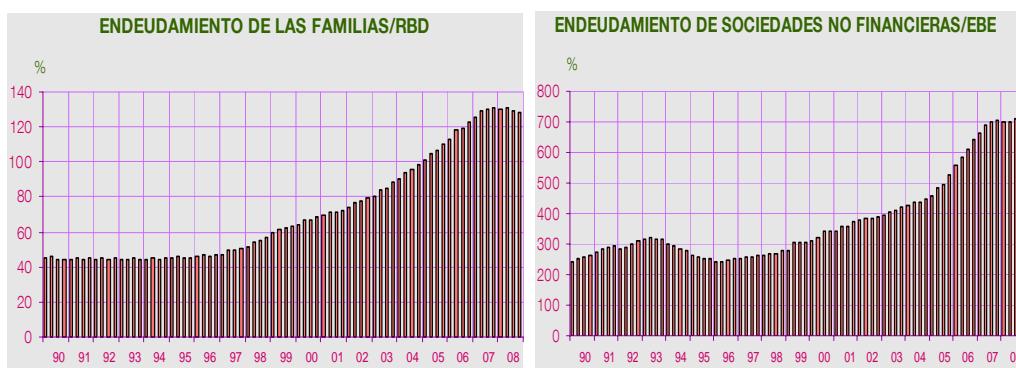
Algo parecido cabe decir del efecto sobre la economía española de la política monetaria común del área del euro. Esta política ha estado condicionada por las dificultades estructurales para crecer a ritmos elevados en la mayoría de los países centrales de la zona por lo que ha tenido un carácter predominantemente expansivo, que en el caso español se ha traducido en una holgura manifiesta de las condiciones monetarias y financieras que ha favorecido el ímpetu del gasto.

Ahora bien, cuando existe exceso de gasto es porque la oferta no ha sido capaz de responder con la suficiente flexibilidad al tirón de la demanda, a pesar de los resortes que suministraba el crecimiento de la población y el aumento de la proporción de la población dispuesta a trabajar como consecuencia de la intensa inmigración y la acelerada participación de la mujer en el mercado de trabajo. La insuficiente capacidad de respuesta de la oferta está relacionada con elementos de ineficiencia que persisten en la economía a pesar de las transformaciones realizadas y con la baja productividad de la misma. Un tema complejo sobre el que volveré más adelante.

- 2) La excesiva expansión de la demanda se ha asentado en una acentuada tendencia al endeudamiento de empresas y familias.

Los bajos tipos de interés prevalecientes, su rápida transmisión a los costes financieros como consecuencia del predominio de los préstamos a tipos de interés variable y de la abundante disponibilidad de crédito, en un clima global de expansión financiera, permitieron a las empresas y familias recurrir masivamente al endeudamiento para financiar unas decisiones de gasto alentadas por las condiciones de estabilidad macroeconómica y aumento de las expectativas de crecimiento dentro de la zona euro, así como del menor drenaje de recursos que supuso la reducción del déficit público. Como puede verse en el gráfico el nivel de endeudamiento de las familias en proporción de su renta disponible y el de las empresas en proporción a su excedente bruto de explotación prácticamente se han triplicado en menos de diez años, colocándose España entre los países con mayores niveles de endeudamiento de su sector privado. Aunque más importante que el nivel, siempre difícil de evaluar, es la rapidez e intensidad del proceso.

## GRÁFICO 2



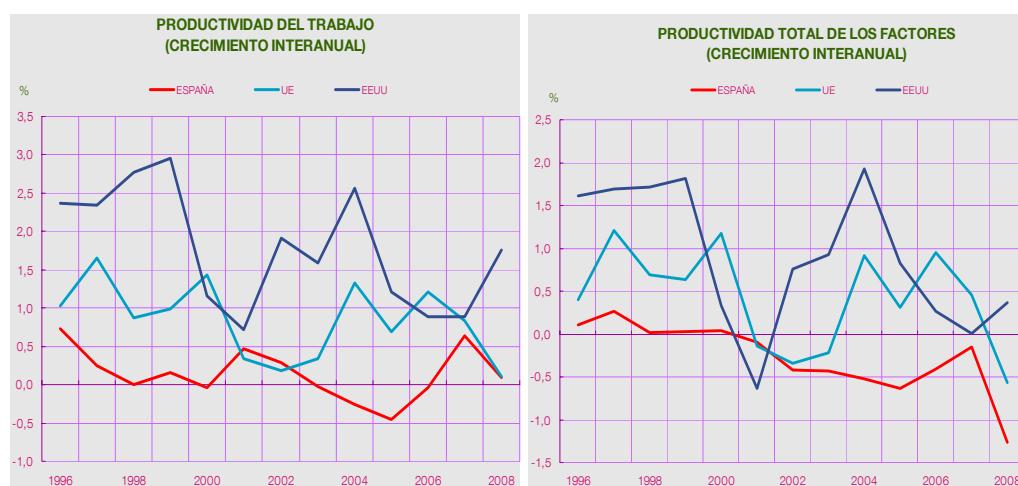
Una parte muy importante del aumento del endeudamiento se encontraba justificado por la mayor solidez de los fundamentos de la economía española y por las nuevas

oportunidades que de ello se derivaban. Sin embargo, como suele ocurrir en economía, el movimiento se aceleró demasiado y fue más allá de lo que las variables fundamentales pueden explicar. Diversas estimaciones realizadas en el Banco de España muestran que solo en el caso de que se produjera una rápida convergencia con los países más avanzados del área del euro se podría encontrar justificación a las decisiones de endeudamiento adoptadas. Y las expectativas de alcanzar en pocos años los niveles de renta *per capita* de los países europeos más avanzados carecían del apoyo necesario en el grado de eficiencia y productividad de la economía.

- 3) Un rasgo determinante de la escasa capacidad de reacción de la oferta ha sido el bajo crecimiento de la productividad.

El gráfico 3 muestra el pobre comportamiento tanto de la productividad observada como de la productividad total de los factores en comparación con el área del euro y con Estados Unidos. El tratamiento de este tema en profundidad requeriría una conferencia específica dedicada al mismo. Son muchos los factores y diversas las explicaciones. En todo caso, este pobre comportamiento refleja que el crecimiento de la economía española se ha basado más en la expansión del volumen de la actividad económica y de las cantidades producidas, a partir de la abundancia de mano de obra poco cualificada y en un marco de bajos costes financieros, que en los avances en la calidad y en la eficiencia. Un rasgo que ha agudizado las implicaciones del exceso de demanda y de endeudamiento y que comporta un factor de fragilidad frente a episodios de tensión y dificultad y constituye un gran reto para mantener el dinamismo en el futuro.

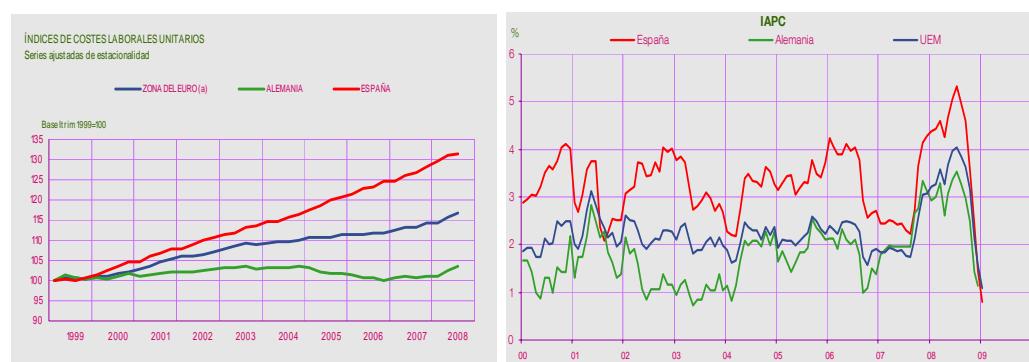
### GRÁFICO 3



- 4) El bajo crecimiento de la productividad ha coexistido con unas pautas de formación de salarios y de fijación de márgenes más alcistas que los prevalecientes en el área del euro.

Como puede verse en el gráfico adjunto, los costes laborales unitarios que resultan de dividir los salarios por la productividad han crecido sistemáticamente por encima de la media del área del euro y, en mayor medida, por encima de los países más competitivos, como Alemania. Además el incremento de márgenes empresariales se ha visto impulsado por el fuerte dinamismo de la demanda y la insuficiente flexibilidad de algunos mercados de bienes y, sobre todo, de servicios. Ambos factores, los costes laborales unitarios y el aumento de márgenes sostuvieron diferenciales de inflación persistentes con el área del euro que han ido incubando problemas de competitividad y acentuando la creciente filtración del gasto interno hacia el exterior, incrementando el déficit de la cuenta corriente.

#### GRÁFICO 4



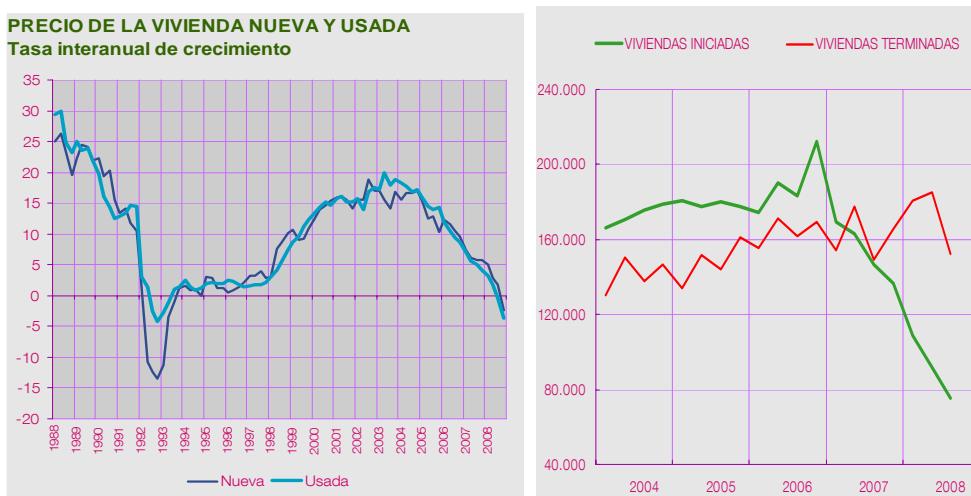
Esta pauta de comportamiento en la formación de salarios y en la fijación de márgenes revela una insuficiente adaptación de los agentes a los requerimientos de la participación en la UEM, en la que, al compartir la nueva moneda y no poder devaluar, los ajustes de precios relativos sólo son posibles mediante la contención directa de costes y márgenes. Un caso particularmente manifiesto ha sido la activación de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación que ha provocado subidas salariales en 2008 del 5% de media, cuando la inflación ha terminado en el 1,4% y el empleo está cayendo con fuerza (un 3% en el cuarto trimestre). España con Bélgica y Chipre son los únicos países del área que mantienen estas cláusulas cuya existencia revela una cierta desconfianza respecto a la capacidad del país para vivir con las tasas de inflación que se consideran compatibles con la estabilidad de precios del área.

- 5) Los excesos de gasto y endeudamiento fueron especialmente marcados en el sector inmobiliario.

En España se daban condiciones adecuadas para una intensa expansión de la demanda de viviendas en una cuádruple vertiente: dinamismo poblacional, condiciones financieras,

expectativas de renta y ventajas de localización para la demanda de no residentes. Sin embargo, las tendencias a la sobrerreacción son particularmente fuertes en este tipo de inversión, como consecuencia del largo período de maduración de la producción de viviendas, por lo que se generaron fuertes desajustes en términos de sobrevaloración de la vivienda y sobre-producción de las mismas. El gráfico es suficientemente ilustrativo de las fuertes subidas de precios experimentadas durante el boom reciente y la relativa suavidad y resistencia con la que se ha venido produciendo la corrección, al menos hasta ahora. Los datos son también muy contundentes en cuanto a la importancia del exceso de producción de viviendas durante este ciclo.

### GRÁFICO 5



El sector inmobiliario es el mayor exponente de los desequilibrios acumulados durante la prolongada expansión. No hay que perder de vista que todos los desequilibrios estaban estrechamente relacionados entre sí y que fueron socavando poco a poco las bases de la expansión y creando las condiciones para un proceso de ajuste que era no sólo inevitable sino necesario y que de hecho ya había empezado antes de que en el verano del 2007 se desatarán las turbulencias que habían de desembocar en la grave crisis económica y financiera internacional en la que estamos inmersos.

- 6) La excepcional gravedad de la crisis financiera internacional había de afectar con gran intensidad a una economía que había empezado a corregir una situación de exceso de gasto y de endeudamiento.

La magnitud de la perturbación global vino a sobreponerse a la dinámica del ajuste interno y, a la vez, a magnificar el alcance del mismo. Como es bien conocido, el sistema financiero español se encontraba suficientemente protegido frente a las malas prácticas

que habían incubado y desencadenado la crisis financiera, como se ha puesto de manifiesto en la inexistencia de productos tóxicos y en la capacidad de resistencia que han mostrado las entidades españolas, lo que ha marcado una notable diferencia con lo ocurrido en la mayor parte de los países industrializados, en los que se han registrado numerosas quiebras bancarias y voluminosas operaciones de rescate. La situación del sistema financiero español marca una diferencia y suministra un factor de resistencia.

Sin embargo, los efectos de la crisis financiera no se limitan al grado de exposición directa a productos o prácticas contaminadas, sino que ha alcanzado un carácter global y sistémico en una doble dimensión que está afectando profundamente a la crisis española.

Por un lado, en el terreno financiero el mundo ha pasado de una situación de expansión audaz, y en algunos casos imprudente, de los balances de las instituciones financieras y de multiplicación de los flujos de financiación a una paralización prácticamente total de los mercados de financiación mayoristas y a un proceso generalizado de reducción del ratio de apalancamiento de las entidades, mediante la contención o contracción de sus balances, hasta el punto en el que parece que se ha invertido la pauta de la competencia. De competir para alcanzar el liderazgo en el aumento de tamaño se ha pasado a competir por alcanzar lo antes posible los menores niveles de apalancamiento.

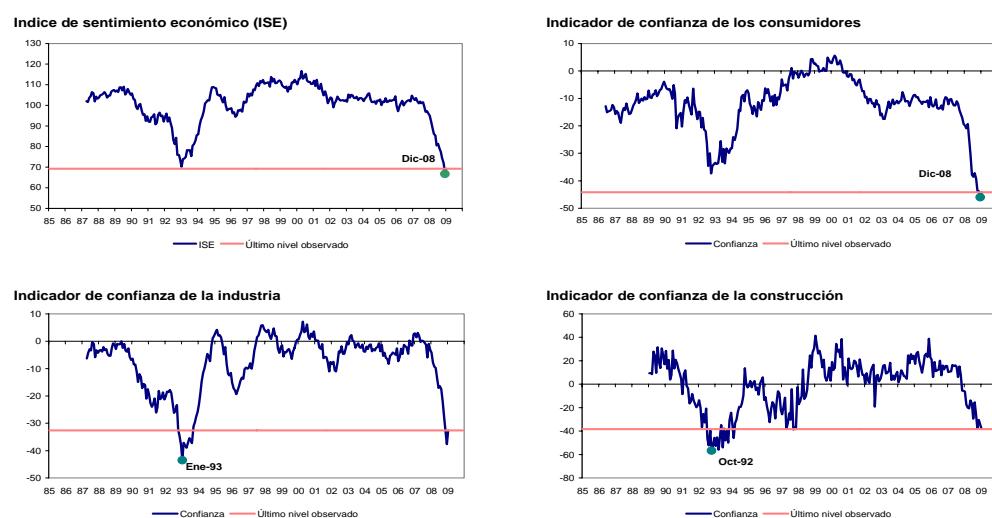
Este drástico cambio de escenario ha multiplicado las pérdidas de las instituciones que más habían arriesgado y ha amplificado los efectos generalizados de desvalorización de activos financieros, aumentando los riesgos solvencia de numerosas instituciones. La crisis de los mercados financieros internacionales se ha convertido en una crisis crediticia global que se está trasladando a la disponibilidad de financiación para las empresas y las familias.

Las actuaciones enérgicas y excepcionales de las autoridades mundiales han logrado soslayar el peligro de colapso generalizado por pérdida de confianza de los depositantes en el sistema financiero en su conjunto, particularmente gracias a la extensión de las garantías de los depósitos y al anuncio de su predisposición de rescatar las instituciones en dificultades. Sin embargo, las masivas inyecciones de liquidez, las garantías públicas a las emisiones de deuda, las aportaciones de capital público o las adquisiciones de activos dañados de los bancos no han sido suficientes todavía para detener la tendencia al ajuste de los balances y restaurar la normalidad en los flujos de financiación, que sigue siendo escasa y onerosa, y en algunos países constituye un factor de contracción adicional de la economía. Las tensiones contractivas del crédito se mantienen e incluso siguen aumentando en casi todos los países.

Por otra parte, en el terreno real la magnitud de la crisis está teniendo un impacto profundo y generalizado que se ha traducido en el desencadenamiento de una recesión global de proporciones desconocidas que habría arrastrado a la economía española en cualquier circunstancia. Según las últimas previsiones del FMI, todas las economías avanzadas se encuentran o se encaminan hacia una recesión de gran dimensión. En la mayoría de los casos, la mayor recesión después de la segunda guerra mundial. La comisión europea espera para el área del euro una contracción del orden de dos puntos porcentuales del PIB, que afectaría de forma similar a todas las grandes economías de la zona.

Ambas dimensiones tienen importantes repercusiones sobre una economía que se encontraba en proceso de ajuste. En primer lugar, le priva del soporte externo con el que en circunstancias normales podría haber contado para compensar parcialmente el necesario recorte del gasto interno. En segundo lugar, agrava el impacto sobre la confianza de los agentes (gráfico 6) y precipita la contracción del gasto más allá de lo requerido por el ajuste interno. En tercer lugar, acentúa la urgencia de los agentes por reducir su nivel de endeudamiento ante el cambio drástico de expectativas, el aumento de la percepción del riesgo y las adversas condiciones financieras existentes. Y en cuarto lugar, sin ánimo de exhaustividad, el acceso a la financiación externa de la que depende la disponibilidad interna de crédito y el ritmo de crecimiento, incluso en un periodo de ajuste, se ve severamente limitado y encarecido.

## GRÁFICO 6



- 7) El drástico endurecimiento de las condiciones crediticias y la sequía de los mercados financieros internacionales han alterado radicalmente las condiciones financieras de la economía española y han agudizado la reversión del ciclo crediticio.

Como puede verse en el gráfico 7 el crédito es una variable fuertemente procíclica. Durante las expansiones crece por encima del producto nominal y en las recesiones lo hace por debajo. Después de crecer muy rápidamente durante mucho tiempo, en 2006 inició una clara fase de desaceleración en consonancia con el cambio de fase cíclica. En las fases bajistas del ciclo el crédito tiende a crecer por debajo del producto nominal. Eso es lo que pasó en las recesiones de principios de los ochenta y de principios de los noventa.

#### **GRÁFICO 7**



En esta ocasión ese cambio está teniendo lugar en el marco de una crisis crediticia global sin precedentes, por lo que se está viendo acentuada por el fuerte encarecimiento de la financiación, por la drástica inhibición de la demanda de financiación generada por el deterioro de la confianza y de las expectativas y por una actitud más restrictiva de las entidades financieras en consonancia con la mayor aversión al riesgo, el deterioro de la solvencia percibida de los prestatarios, por la escasez de recursos agravada por la elevada independencia de los mercados mayoristas y por la necesidad de fortalecer su posición financiera reduciendo el grado de apalancamiento.

El ajuste del crédito se está viendo agravado por las condiciones excepcionales generadas por la crisis y puede estar convirtiéndose en un factor contractivo adicional.

Las medidas que se han tomado para paliar los efectos de la crisis financiera internacional han logrado, al igual que en otros países, soslayar los riesgos evidentes de colapso del

sistema que aparecieron al principio del otoño de 2008. La creación del FAAF y la concesión de garantías a las emisiones están ayudando a paliar los efectos restrictivos de la crisis sobre la financiación de las entidades. Los niveles de capitalización siguen suministrando un margen propio de resistencia. Sin embargo, resulta muy difícil evitar que las tensiones financieras extremas que se viven a nivel internacional, en forma de tendencia generalizada a la reducción de los riesgos, añadan elementos de restricción en la disponibilidad de crédito para las empresas y las familias, lo que puede obstaculizar adicionalmente su disposición al gasto.

- 8) Las condiciones creadas por la crisis internacional y sus consecuencias sobre la confianza y el crédito han agudizado la severidad del ajuste interno.

El efecto más inmediato de la crisis internacional ha sido la intensificación de la corrección del sector inmobiliario al producirse una drástica inhibición de la demanda de viviendas. Un fenómeno que, debido al retraso en el ciclo de la producción de las mismas, ha coincidido con el momento en el se había alcanzado el máximo histórico en el número de viviendas finalizadas. En 2008 el número de viviendas finalizadas volvió a batir records históricos con un aumento del 3% sobre el año anterior, a la vez que la iniciación de viviendas caía más de un 60%. El exceso de oferta acumulado cortó la escalada de los precios de la vivienda, de manera que estos empezaron a descender tras haberse incrementado fuertemente en los años anteriores. Pero, sobre todo, se produjo una rápida reducción de la ejecución de obras que dio lugar a un recorte muy intenso del empleo. El empleo en el sector de la construcción se redujo en un 20% en el cuarto trimestre de 2008 y el número de parados procedentes del mismo aumentaron en más del 150%. En conjunto, al ajuste del empleo está siendo más intenso que en otras economías y que en fases recesivas anteriores. Este comportamiento diferencial revela la persistencia de rigideces en el mercado de trabajo que están actuando como un factor de propagación de las tendencias contractivas, cuyo impacto sobre el consumo se está viendo amplificado por el alto nivel de endeudamiento de las familias. Todos los componentes de la demanda nacional se ven afectados por el impacto de la recesión global y la realización del ajuste interno en condiciones particularmente adversas.

## GRÁFICO 8



### Los retos más importantes a los que se enfrenta la economía.

Los principales determinantes de la coyuntura descrita apuntan hacia una prolongación de las tendencias contractivas, en un marco en el que resulta muy difícil pronosticar la intensidad y la duración de la fase recesiva en la que ha entrado la economía. Cabe esperar que el descenso de los tipos de interés y su rápida transmisión a todos los agentes, dado el predominio de las deudas a tipo de interés variable, y el descenso del precio del petróleo y de la tasa de inflación, que por primera vez se ha puesto por debajo de la media de la zona euro, actúan como factor de alivio y facilitan los resortes de salida. En todo caso, a los efectos del contenido de esta conferencia, más que adentrarse en un ejercicio de previsión a corto plazo resulta más fructífero esbozar los retos más relevantes a los que se enfrenta la economía para salir cuanto antes y en las mejores condiciones posibles de la recesión.

- 1) El desafío propio más importante es preservar la solidez del sistema financiero para facilitar los flujos de financiación y asegurar una buena posición para cuando se produzca la salida de la crisis económica y financiera internacional.

La crisis financiera internacional es un importante determinante externo sobre el que no tenemos margen de influencia significativo. La situación mundial es muy compleja por la realimentación entre la crisis financiera y la recesión global y la digestión de un episodio de estas características, como recordó el profesor Rojo en la conferencia inaugural de este ciclo, es prolongada en el tiempo según las experiencias que se han vivido. No sabemos su duración ni el alcance de sus efectos sobre la economía española. Pero dentro de esta

incertidumbre, existe un desafío propio que consiste en preservar la solidez de su sistema financiero. A éste le alcanzó la crisis financiera en una posición relativa ventajosa que ha suministrado importantes elementos de resistencia. Sin embargo, ello no debe llevar a perder de vista que las condiciones financieras adversas y el deterioro macroeconómico global tienden a ir erosionando las bases de solidez y estabilidad. A pesar de la buena situación de partida, el sistema financiero no es inmune a desarrollos tan peligrosos como los que están teniendo lugar.

El arsenal de medidas que se ha activado en nuestro país es similar al de todos los países avanzados y se está utilizando de acuerdo con las características específicas de la situación de nuestro sistema financiero. Son acciones excepcionales en consonancia con la gravedad de la situación que tienden a aliviar la tensión de las entidades financieras y a crear condiciones más propicias para los flujos de crédito.

Resulta fundamental que la estabilidad del sistema financiero no se convierta en una rémora cuando empiece a despejarse la crisis internacional y se den las bases para el inicio de la recuperación de la economía. La preservación de la fortaleza del sistema financiero es una prioridad no sólo desde el punto de vista de la estabilidad financiera sino también desde el punto de vista de la salida de la recesión y de la creación de las bases adecuadas para la recuperación. La forma en que se resuelva este desafío resultará determinante para que la economía pueda contar con la financiación adecuada. La solidez patrimonial de las entidades financieras y la prudencia en la evaluación y asunción de riesgos son condiciones indispensables para el adecuado re establecimiento de los flujos de crédito. Si el sistema financiero se debilitara severamente, como ha ocurrido en otros países, la financiación de la economía se haría aún más difícil y el crecimiento se resentiría en mayor medida.

- 2) El segundo desafío consiste en el uso de las políticas de demanda dentro de los márgenes disponibles.

La grave situación de deterioro de la confianza y la realimentación de las tendencias contractivas del gasto justifican la adopción de políticas expansivas de demanda, en la línea adoptada por la Cumbre del G20 de Washington y del Eurogrupo de París. Ésa es la orientación adoptada por la política monetaria en la zona del euro, que de acuerdo con la disminución de los riesgos de inflación, ha recortado sus tipos de interés en 225 puntos básicos desde el pasado otoño y ha adoptado los procedimientos operativos para suministrar toda liquidez demandada. Cabe esperar que esta política actúe de manera

estimulante sobre la economía, sobre todo conforme se vayan normalizando las funciones intermediadoras del sistema crediticio y se vaya restaurando el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El euríbor a un año ya ha descendido más de 300 puntos básicos y ello se irá transmitiendo, no solo al coste financiero de las nuevas operaciones de préstamo que se puedan realizar, sino también a la mayor parte de la carga financiera que soportan las empresas y las familias debido al predominio de los préstamos y las hipotecas a tipos de interés variable. Aunque no será posible retornar a las condiciones de holgura en la financiación que habían prevalecido con anterioridad a la crisis, el descenso de los tipos de interés efectivamente pagados por empresas y familias suministrará un importante factor de alivio.

La política fiscal tiene también un papel importante que desempeñar para compensar la debilidad del gasto privado mediante medidas expansivas bien seleccionadas para frenar los canales de propagación de la recesión y proteger a los sectores más afectados. También deben ser diseñadas como impulsos transitorios de manera que sean compatibles con el mantenimiento de una perspectiva de estabilidad presupuestaria a medio plazo, pues si no es así se corre el peligro de que los efectos negativos sobre los tipos de interés a largo plazo, la confianza de los agentes o las expectativas de subidas futuras de impuestos esterilicen sus impulsos expansivos. El margen de maniobra de cada país es muy diferente como consecuencia de su punto de partida y de las características de sus ingresos y gastos públicos. España partía de una situación de superávit en 2007, pero el cambio de la coyuntura y las medidas adoptadas para combatir la recesión han dado lugar a un déficit superior al 3% en 2008. Un cambio muy rápido que puede llevar a doblar esa cifra en 2009 y que refleja entre otras cosas la alta sensibilidad de los ingresos públicos a la evolución del sector inmobiliario y al ciclo económico y la importancia que el aumento del desempleo y las prestaciones asociadas al mismo está teniendo el comportamiento de la economía española. El margen de actuación es por lo tanto muy limitado y cualquier medida que se pueda adoptar debe tener presente el peligro que representaría llegar a una situación en la que, por el rápido deterioro de las finanzas públicas, se tuviesen que adoptar medidas de consolidación presupuestaria con efectos contractivos cuando la economía todavía se encuentre en situación de debilidad.

- 3) El tercer desafío está relacionado con la necesidad de soslayar el peligro de que los desajustes de competitividad desplacen el ajuste de la economía hacia una mayor severidad en la contracción de la actividad y el empleo.

Cuando no existe la posibilidad de recurrir a la modificación del tipo de cambio, la absorción del deterioro de la competitividad debe hacerse bien mediante ganancias de

productividad genuinas basadas en la mejora de la eficiencia, bien mediante mejora en los costes relativos.

La mejora en los precios relativos requiere que los agentes adapten sus hábitos y pautas de comportamiento a las pautas requeridas para una participación exitosa en la UEM. Algo que no ha ocurrido plenamente. El descenso reciente de la inflación, que por primera vez esta por debajo del área del euro, brinda una oportunidad para enderezar la trayectoria. Mantener el crecimiento de los costes por debajo del de nuestros competidores del área del euro forma parte del ajuste necesario y permitirá generar ganancias de competitividad en las que asentar la recuperación.

- 4) En cuarto lugar, estrechamente relacionado con lo anterior, resulta urgente actuar para contener la intensidad del ajuste del empleo.

Este es uno de los rasgos diferenciales negativos de lo que está ocurriendo en la economía española y que puede llevar la tasa de paro a niveles muy elevados que complicarían la salida de la crisis. Existen algunas características de nuestro mercado de trabajo que no generan problemas cuando la economía se desenvuelve en expansión pero que intensifican la destrucción de empleo en las fases recesivas actuando como factores poderosos de amplificación de las tendencias contractivas. Los sistemas vigentes de contratación y negociación colectiva todavía adolecen de rigideces que obstaculizan la adecuada respuesta en forma de flexibilidad salarial y que tienden a desplazar la mayor parte del ajuste a través del empleo. En este marco, siguen siendo necesarias reformas que mejoren la relación entre flexibilidad y seguridad, que en la actualidad es insatisfactoria, ya que los mecanismos de protección del empleo para algunos colectivos genera fuertes pérdidas de puestos de trabajo en el conjunto de la economía y reduce los incentivos a la contratación. La acción en este terreno es particularmente apremiante en situaciones como la actual en la que la movilidad sectorial y la flexibilidad salarial pueden contribuir a aliviar la magnitud y la duración del episodio recesivo. Para parar la sangría del empleo y detener su efecto amplificador de la recesión estaría incluso justificado recurrir a medidas excepcionales de carácter transitorio que maximicen los incentivos al mantenimiento de las plantillas y a la contratación de trabajadores.

- 5) El quinto reto consiste en promover un relevo en las actividades productivas en las que asentar el dinamismo de la economía.

Las medidas de tratamiento de la crisis han de ser consistentes con la reasignación de recursos entre sectores que el ajuste de la economía requiere. Otros sectores productivos

han de tomar el relevo al papel desempeñado por el sector inmobiliario. Las condiciones de nuestra economía aseguran un papel importante del sector a medio y largo plazo, para lo que contará con el posible recurso de la mano de obra inmigrante, que podrá actuar como una reserva de crecimiento potencial. Pero antes de poder pensar en la reactivación del sector inmobiliario se requiere absorber el exceso de producción acumulado y aceptar la reestructuración de un sector sobredimensionado. En el futuro, además, habrá que evitar que los excesos puedan llegar a ser tan voluminosos.

La reactivación pasa, por tanto, por facilitar las condiciones de flexibilidad y de estímulo que permitanemerger aquellas actividades en las que la economía tenga ventajas comparativas por su dotación de factores y su mayor eficiencia relativa.

Desde este punto de vista, las reformas estructurales y las medidas de estímulo de la productividad son los principales instrumentos que tienen las autoridades a su alcance para influir de manera efectiva en el acortamiento de la fase recesiva y en el establecimiento de las condiciones para una recuperación en línea con el elevado potencial de la economía española a largo plazo, evitando el peligro que supondría quedar atrapados en un etapa prolongada de crecimiento débil y alto desempleo.

Y con esto concluyo. La grave crisis mundial ha afectado con fuerza a la economía española cuando esta se adentraba en un complejo proceso de ajuste dando lugar a una severa recesión. La salida de la misma depende en gran medida de la evolución internacional, más allá de nuestra influencia, pero también depende, cuando la situación externa se normalice, de la capacidad que la economía española haya tenido afrontar los grandes desafíos que se han planteado y que he tratado de exponer en esta conferencia.