

COMPARTECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA, MIGUEL FERNÁNDEZ
ORDÓÑEZ, ANTE LA COMISIÓN DE ECONOMÍA Y HACIENDA DEL CONGRESO

**Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez,
ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso**

Señorías:

Deseo, en primer lugar, expresar mi agradecimiento por la oportunidad que me brinda esta comparecencia de compartir con ustedes la visión de la situación de la economía española incorporada en el *Informe Anual* del Banco de España. La publicación de dicho Informe constituye un hito de arraigada tradición que sirve para recapitular sobre el balance de oportunidades y retos a los que se enfrenta nuestra economía. Me complace particularmente hacer partícipes de estas reflexiones a los representantes de la soberanía popular.

Como ustedes bien saben, el entramado de las políticas económicas de nuestro país está profundamente condicionado por la pertenencia a la Unión Económica y Monetaria (UEM). Me parece, por tanto, que el punto de partida idóneo para abordar ante ustedes, como gobernador del Banco de España, el momento actual y las perspectivas de la economía española es el análisis de la política monetaria del Banco Central Europeo.

En el último año y medio, el progresivo afianzamiento de la recuperación de la actividad del área ha ido dando lugar a la aparición de riesgos para la estabilidad de precios en el medio y largo plazo. Y, frente a ello, el BCE ha adoptado una actitud de alerta ante la posible materialización de los mismos, con la intención de preservar el carácter preventivo de la política monetaria, lo que ha conducido a un cambio progresivo en su tono. Así, en diciembre de 2005 el Consejo de Gobierno decidió poner fin a un período de dos años y medio de duración durante el cual los tipos de interés oficiales habían permanecido inalterados en el 2%, que era un nivel históricamente muy reducido para todos los países del área, incluso para aquellos con gran tradición de estabilidad. Las sucesivas elevaciones posteriores (hasta un total de ocho ocasiones) han situado el tipo principal en el 4%, lo que ha permitido avanzar hacia la normalización de las condiciones monetarias existentes.

En los últimos años, el tono acomodante de la política monetaria se ha visto favorecido por el mantenimiento de un notable grado de moderación salarial en el área del euro —aunque con notables diferencias entre países—, lo que ha permitido limitar los efectos inflacionistas del alza del precio del petróleo. A la contención de las presiones inflacionistas han contribuido, asimismo, factores tales como una utilización de la capacidad instalada relativamente reducida hasta hace poco, la creciente irrupción de nuevos países competidores en la escena económica internacional y la apreciación del tipo de cambio del euro.

Sin embargo, en los últimos meses la política monetaria ha debido asegurar el control de las presiones inflacionistas que pudieran generarse como consecuencia del impacto del mayor dinamismo de la actividad sobre los mecanismos de formación de precios y salarios. En todo caso, a pesar del aumento de los tipos de interés, las condiciones monetarias continúan siendo propicias para la expansión de la demanda interna, cuya recuperación parece estar ya en vías de plena consolidación.

En efecto, para el presente ejercicio las perspectivas de crecimiento económico en el área son claramente favorables, dado que la información disponible correspondiente al primer semestre del año apunta a un dinamismo incluso superior al que se esperaba al comienzo del mismo. Esta fortaleza de la actividad está siendo liderada por un elevado dinamismo inversor que, a pesar del aumento del coste de financiación, continúa presentando un panorama muy

alentador, gracias a la sólida posición financiera de las empresas, en un contexto de aumento de la utilización de la capacidad instalada. Es cierto, no obstante, que los datos más recientes referidos al gasto de las familias continúan señalando que este componente de la demanda se encuentra algo rezagado con relación al ciclo expansivo global.

En cualquier caso, la mejora de las expectativas de empleo y el propio optimismo de las familias que reflejan las encuestas de confianza auguran un fortalecimiento del consumo en el curso de los trimestres venideros. A su vez, cabe esperar, en la vertiente externa, una continuación del dinamismo de la actividad mundial, de modo que, en el escenario más probable, las perspectivas de ligera moderación de la actividad en algunas áreas geográficas no deberían ser un obstáculo para el mantenimiento del buen tono de las exportaciones de la zona del euro.

Estas perspectivas favorables están sometidas, sin embargo, a algunos riesgos a la baja, de origen predominantemente externo, en un horizonte de medio y largo plazo, como consecuencia, sobre todo, de la posibilidad de que la desaceleración de la economía estadounidense sea más intensa de lo que se anticipa actualmente, de que tengan lugar nuevas alzas de los precios del petróleo, de que se reduzca el optimismo prevaleciente en los mercados financieros globales o de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En el frente de los precios, es posible que la inflación se vea beneficiada en los próximos meses por algunos efectos transitorios. A medio plazo, que es el horizonte relevante para la toma de decisiones de política monetaria, las previsiones apuntan a tasas en el entorno del 2%, pero con riesgos al alza, derivados fundamentalmente de la posibilidad de que los costes del factor trabajo crezcan por encima de lo esperado. Es importante, en consecuencia, que los acuerdos salariales se mantengan en la senda actual de moderación y reflejen un grado suficiente de diferenciación en función de las condiciones específicas de cada sector y de la productividad de cada empresa.

Como es lógico, el curso futuro de la política monetaria estará marcado por la evolución de los factores de riesgo para la contención de la inflación que acabo de mencionar. El Consejo de Gobierno del BCE ejercerá una supervisión rigurosa y continuada de los factores que afectan a su objetivo prioritario y actuará con determinación para mantener las expectativas de inflación en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Como hasta ahora, el Consejo de Gobierno intentará conseguir que sus propias decisiones sean predecibles, indicando regularmente la forma en la que la nueva información confirma o matiza su valoración de las perspectivas macroeconómicas relevantes. Al mismo tiempo, evitará incurrir en compromisos prefijados que limiten su capacidad de actuación a la luz de la nueva información disponible.

Debo decir que, para la economía española, el proceso de normalización de las condiciones monetarias al que me acabo de referir está resultando particularmente apropiado. En primer lugar, porque contribuye a preservar la estabilidad y el crecimiento sostenido de nuestros socios comerciales. En segundo lugar, porque también nos está ayudando a alcanzar una composición más equilibrada del gasto, a lograr una cierta moderación de la demanda de financiación y a contener las elevaciones en el precio de la vivienda.

Paso, pues, a comentar los rasgos básicos de la evolución reciente de la economía española. Como se señala en el *Informe Anual*, en 2006 continuó la fase de expansión que ha caracterizado su comportamiento desde mediados de la década pasada. El crecimiento del PIB ascendió al 3,9%, frente el 3,5% del ejercicio precedente, superando una vez más las previsiones.

nes que se habían realizado a comienzos del ejercicio. Por el lado del gasto, este repunte de la actividad tuvo como contrapartida una suave desaceleración de la demanda interna y una mejora más intensa de la aportación de la demanda exterior neta al avance del producto, propiciándose, por tanto, un crecimiento más equilibrado.

Estas tendencias han continuado en el primer trimestre de 2007, de modo que el incremento del PIB se elevó hasta el 4,1% —tasa ligeramente más alta que la de finales de 2006—, como resultado de una desaceleración adicional de la demanda nacional y de una nueva mejora de la aportación del sector exterior al aumento del producto.

La dinámica de expansión de la economía española sigue estando apoyada por los estímulos inducidos por unas condiciones monetarias y financieras que continúan favoreciendo el dinamismo del gasto y de la actividad, aunque lógicamente con menor intensidad que en el pasado, tras la elevación de los tipos de interés que se ha ido produciendo a lo largo del último año y medio. Pero, al mismo tiempo, se ha mantenido el aumento de la oferta laboral, como consecuencia de la magnitud de los flujos migratorios y del avance de la participación femenina. La creciente disponibilidad de recursos laborales ha facilitado que el dinamismo del gasto se traduzca en incrementos de la actividad y del empleo, y que las tensiones de costes y precios permanezcan relativamente contenidas. Todo ello, en un contexto de aumento de la flexibilidad en los mecanismos de ajuste de la economía y de estabilidad macroeconómica, a pesar de la intensidad que alcanzaron los incrementos de los precios del petróleo en la primera mitad del año pasado.

A todos estos factores se sumó, en 2006, el buen comportamiento de la economía mundial, y en particular la recuperación del área del euro, que está impulsando las ventas al exterior tras varios años de debilidad, permitiendo compensar la pujanza de las importaciones, en un contexto de fortaleza de la demanda final y de precios importados altamente competitivos. De este modo, está mejorando la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, si bien continúa ampliándose la necesidad de financiación de la nación, aunque a un ritmo inferior al de los últimos años.

En cuanto al gasto de los hogares, el consumo privado y la inversión residencial mantuvieron en 2006 un tono de fortaleza, apoyados en la expansión de la renta disponible, en unos niveles de confianza elevados —alentados posiblemente por las buenas perspectivas sobre el empleo y la renta permanente— y en la revalorización de la riqueza, si bien en menor cuantía que la de los ejercicios precedentes, debido a la gradual desaceleración en el precio de la vivienda. Por su parte, el relativo endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras tuvo en 2006, como ya señalé en mi última comparecencia en esta misma Comisión, un impacto limitado sobre ambos componentes de gasto.

Con todo, tanto el consumo como la inversión residencial marcaron en 2006 una leve desaceleración con respecto a los elevados registros alcanzados en años precedentes, que prosiguió en los primeros meses de 2007. En el caso del consumo, dicha evolución estaría reflejando principalmente la suave desaceleración de la renta disponible y de la riqueza. En el de la inversión residencial, serían los cambios en los tipos de interés y las expectativas de menor revalorización los que han comenzado a ejercer un cierto efecto modulador sobre la demanda de vivienda, como parece estar indicando el perfil de desaceleración de los precios de este activo.

A lo largo de este período, la tasa de ahorro de las familias ha seguido disminuyendo, lo que, unido al dinamismo de la inversión residencial, ha propiciado una ampliación de sus necesida-

des de financiación y un aumento de su endeudamiento. No obstante, el ritmo de avance del crédito a familias empezó a dar signos de inflexión en los últimos meses del año pasado, tendencia que ha continuado en la parte transcurrida de este ejercicio y que probablemente refleja el impacto del ascenso en el coste de financiación. Una evolución que ha venido determinada por la desaceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, mientras que los recursos destinados al consumo han estabilizado sus ritmos de expansión en tasas relativamente elevadas.

En cuanto al comportamiento de las sociedades no financieras, la inversión empresarial mantuvo un tono de fortaleza durante todo el año pasado, que ha continuado en los primeros meses de este ejercicio, en respuesta a unas condiciones de demanda y de beneficios empresariales muy robustas que están compensando el efecto del alza de tipos de interés en las decisiones de inversión. De hecho, en 2006 se pusieron en marcha significativos planes de inversión en equipo, al tiempo que se realizaron importantes operaciones de adquisiciones corporativas dirigidas a la diversificación de las áreas de negocio, ante la maduración de determinadas actividades productivas, y a la internacionalización de las empresas españolas. Como contrapartida, se ampliaron las necesidades de financiación del sector y se produjo un recurso creciente a la financiación ajena, que ha continuado en los primeros meses de este año, provocando un incremento en las ratios de endeudamiento del sector.

A lo largo de todo este proceso, la actividad productiva, derivada de las condiciones de oferta de la economía, está respondiendo con cierta agilidad a la expansión del gasto, apoyada, como ya he dicho, en el vigor que siguió mostrando el empleo. Debe subrayarse, en particular, la fortaleza del sector industrial, que repuntó con vigor a lo largo del año pasado y continúa expandiéndose a ritmos elevados, tras varios años de debilidad, así como la sostenida expansión del sector de la construcción, que solo muestra ligeros síntomas de desaceleración después de un auge tan intenso y extendido. Precisamente esta agilidad en la respuesta de la oferta, junto con las mejoras en la capacidad de ajuste de la economía, está ayudando a que esta prolongada fase de impulso de la demanda se haya podido conciliar con una etapa en la que los costes salariales han mantenido un comportamiento relativamente moderado, a pesar del dinamismo que mostraron los salarios de convenio el año pasado.

Pese a ello, la tasa de inflación mantuvo un crecimiento promedio del 3,5% en 2006, ampliándose el diferencial con la inflación en la UEM, y del 3,1% cuando se excluye el componente energético, particularmente dinámico el año pasado. El comportamiento de los precios en esta primera parte del año 2007 está siendo más favorable, aunque de nuevo los precios de la energía están desempeñando un papel desatulado en esta evolución. No obstante, la tasa de inflación subyacente permanece estabilizada en tasas del 2,5% y algunas rúbricas de gran relevancia, como los servicios, se sitúan en el 4%, por lo que es posible que, una vez agotado el efecto favorable de los descensos de los precios energéticos, la inflación vuelva a repuntar algo.

La economía española ha entrado, pues, en 2007 con un notable dinamismo y una composición más equilibrada del gasto, pues continúan la suave desaceleración de la demanda interna y la mejora de la demanda exterior neta, al tiempo que la inversión empresarial empieza a tomar el relevo del empuje de la inversión residencial.

En este panorama de continuidad del dinamismo a corto plazo adquiere gran relevancia la sostenibilidad del crecimiento en un horizonte más dilatado. En este sentido, y como ha señalado el Banco de España en múltiples ocasiones, la normalización de los patrones de gasto y de endeudamiento de las familias y de las empresas españolas se considera una condición

necesaria para asegurar la estabilidad del crecimiento. En el nuevo contexto de menor holgura financiera al que me acabo de referir, la desaceleración gradual del precio de la vivienda y la suave moderación del crédito han posibilitado que se produzcan algunos avances, aunque limitados, en el proceso de adaptación de los hogares españoles a la progresiva retirada del estímulo monetario.

En el ámbito de las empresas, sin embargo, la concurrencia de otros factores ha hecho que la normalización de los tipos de interés apenas se haya reflejado en el comportamiento de la inversión y del endeudamiento del sector. Es de esperar que el ajuste de las condiciones financieras acabe generando una moderación de estas pautas de endeudamiento y gasto, que permita reducir los riesgos financieros de las empresas y garantizar la continuidad del proceso inversor en el medio plazo.

Pero, además, la economía española debe estar preparada para afrontar los retos que plantean fenómenos tales como la globalización o la evolución demográfica, que muestra un gran dinamismo debido a la intensidad de los flujos migratorios, pero que se enfrenta a un proceso de acusado envejecimiento a largo plazo.

Es necesario, por tanto, mejorar nuestra capacidad para competir, a través de un mayor alineamiento de nuestros costes y precios con los de nuestros principales socios comerciales y de una mejora genuina de la calidad y del funcionamiento de nuestro aparato productivo, que deberá reflejarse en mayores ganancias de productividad. Esto último es especialmente relevante para continuar el proceso de convergencia real, una vez que los impulsos derivados del aumento de la tasa de ocupación vayan perdiendo fuerza, conforme nos acercamos a zonas de bajo nivel relativo de desempleo.

Las políticas económicas tienen una importante responsabilidad en la adopción de las medidas más adecuadas que permitan afrontar estos retos. La política monetaria del Banco Central Europeo ha permitido, a través del incremento gradual de los tipos de interés de intervención desde finales de 2005, aproximar las condiciones financieras a unos niveles más acordes con los requerimientos de la economía española, aunque todavía resultan acomodantes. En estas condiciones, corresponde a las políticas que se mantienen en manos de las autoridades nacionales asumir el papel de mitigar los riesgos inherentes a un ciclo de bonanza tan prolongado como el que está viviendo nuestro país y el de fortalecer, paralelamente, su potencial de crecimiento.

Las reformas necesarias para ampliar el potencial de la economía requieren tiempo para desplegar todo su impacto, por lo que no debe desaprovecharse la oportunidad que brinda el actual momento de bonanza económica para definirlas con ambición e instrumentarlas con celeridad.

La política fiscal constituye un importante instrumento para el logro de los objetivos mencionados. En esta materia, y desde un punto de vista de corto plazo, la fortaleza de los ingresos en los primeros meses del año permite augurar, al igual que ha sucedido en los últimos ejercicios, un crecimiento de la recaudación por encima de lo presupuestado. Dada la posición cíclica de la economía, debería asegurarse que este dinamismo de los ingresos se destine a mejorar el superávit fiscal existente. Una estrategia que debería acompañarse de un esfuerzo de control por el lado del gasto, de manera que los mayores ingresos no redunden en incrementos adicionales de esta partida. La ejecución presupuestaria en lo que resta de año y la elaboración del Presupuesto para el próximo ejercicio deberían efectuarse sobre estas bases.

Por supuesto, el resultado final de la orientación de la política fiscal en un Estado fuertemente descentralizado como el español depende crucialmente de la colaboración de todas las Administraciones, y en especial de las Comunidades Autónomas, dado que estas son responsables de una buena parte de las competencias de gasto, por lo que deberían adoptar como suyas las directrices anteriores.

Esta estrategia presupuestaria resulta también adecuada desde una perspectiva de medio plazo. El dinamismo de los ingresos públicos tiene un componente transitorio, vinculado a la fortaleza de la demanda nacional, y en particular del sector inmobiliario, por lo que un mayor grado de consolidación permitirá ampliar el margen de maniobra disponible para poder ser utilizado ante posibles desviaciones del escenario de crecimiento elevado. Del mismo modo, teniendo en cuenta que el principal reto al que se enfrentan las finanzas públicas sigue siendo el derivado del impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto en pensiones y sanitario, un esfuerzo adicional de consolidación fiscal permitiría afrontar en mejor situación este impacto, aunque, en todo caso, debería profundizarse también en la reforma del sistema de pensiones, orientada a garantizar su sostenibilidad en el largo plazo.

Finalmente, se hace necesario que la estrategia mencionada se efectúe de una manera compatible con una mejora de la eficiencia y de la calidad de las finanzas públicas, que genere los incentivos económicos adecuados en los agentes económicos, elimine las distorsiones indeseadas de la intervención pública y mejore la dotación de factores, en particular de capital humano y tecnológico a través de la educación y la investigación.

El papel de la política fiscal sobre el crecimiento a largo plazo es, sin embargo, limitado y debe ser complementado con la aplicación de políticas de carácter estructural. Estas políticas deben definirse de forma que se sigan mejorando el grado de flexibilidad y la capacidad de respuesta de la oferta a las condiciones económicas y el potencial de crecimiento de la economía.

La respuesta de la oferta depende, en primer lugar, de un adecuado funcionamiento del mercado de trabajo. El fuerte dinamismo generado por los elevados flujos migratorios y por la creciente participación de la mujer ha suministrado potentes resortes de flexibilidad al mercado laboral, pero a largo plazo es necesaria una mejor adecuación del marco institucional que suministre unas bases más estables para una utilización eficiente de los recursos laborales y ampliar las posibilidades de empleo y de generación de renta de toda la población. Ello, como dije en mi discurso ante el Consejo de Gobierno del Banco, deberá hacerse sin perder el logro de la paz social.

Me gustaría concluir señalando que el impulso a la productividad exige, asimismo, mejorar la calidad del capital humano y reforzar el entorno competitivo en el que las empresas desarrollan su actividad, de manera que se generen los incentivos adecuados para la inversión empresarial y el desarrollo y la propagación de las innovaciones. Y para ello se hace necesario perseverar y extender los procesos de liberalización emprendidos en los últimos años y avanzar en la definición de un marco regulatorio más sencillo y transparente.

Muchas gracias.