

COMPARECENCIA 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:

Comparezco en esta Comisión en un momento singular, caracterizado por dos fenómenos notables. Por un lado, el mantenimiento, un año más, de un gran dinamismo de las economías mundial, europea y española. Por otro, la súbita emergencia de la incertidumbre en la economía mundial, como consecuencia de la aparición de un episodio de turbulencia en los mercados financieros.

El origen de este episodio se encuentra en el aumento de la morosidad en las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, cuya singularidad radica en que se han venido concediendo préstamos a individuos con historiales crediticios incompletos o, incluso, inexistentes, ilustrativos, en todo caso, de un perfil de riesgo elevado. Unos préstamos que, además, se han otorgado muchas veces en condiciones bastante laxas, de manera que han terminado colocando a las entidades americanas involucradas en una posición de elevada vulnerabilidad.

Cuando algunos de los riesgos asumidos —con toda probabilidad, excesivos— se materializaron, los intermediarios especializados en este tipo de hipotecas comenzaron a experimentar pérdidas y algunos de ellos acabaron siendo incapaces de hacer frente a sus compromisos de pago. En un primer momento, pues, la crisis se circunscribió a un número limitado de intermediarios financieros norteamericanos especializados.

No obstante, dado el peso de la economía americana en el concierto mundial, el elevado volumen de fondos que ha estado captando en estos últimos años en los mercados internacionales y, sobre todo, la fuerte interdependencia entre estos mercados y entre las instituciones financieras de los diferentes países, que se ha generado como consecuencia de la globalización, han determinado que las turbulencias financieras hayan acabado adquiriendo un carácter global.

En este proceso de propagación internacional de las perturbaciones ha desempeñado un papel de primera magnitud el potente desarrollo durante estos años de nuevos instrumentos financieros estructurados, diseñados para facilitar la transferencia del riesgo de crédito entre distintos agentes. Estos nuevos activos permiten una mayor diversificación de las carteras crediticias de los bancos y, por tanto, una gestión más eficiente de los riesgos subyacentes. Sin embargo, en su debe es preciso anotar también algunos potenciales efectos negativos como consecuencia de las dificultades de valoración que se derivan de su propia complejidad y de los débiles incentivos que tienen las entidades que se especializan en esta operativa para calibrar adecuadamente unos riesgos que pueden no tener que asumir finalmente. Más adelante volveré sobre este particular.

La extensión de las perturbaciones al conjunto del sistema internacional se ha traducido en un descenso de las valoraciones y un aumento de sus volatilidades en un buen número de mercados bursátiles, así como en un incremento generalizado de las primas de riesgo crediticio exigidas en los mercados de renta fija. Estos movimientos reflejan una tendencia hacia una valoración más ajustada de los riesgos, tras un largo período de excesiva indulgencia, que debe repercutir en una mayor solidez de las economías a medio y largo plazo, pero la corrección está suponiendo un tensionamiento de las condiciones de financiación, que, si se prolongan demasiado, podrían incidir igualmente sobre la confianza de los inversores y los restantes agentes económicos.

Pero aún es muy pronto para evaluar el efecto de estas perturbaciones sobre el crecimiento económico mundial. Todavía no se dispone de datos relevantes sobre la evolución de las economías con posterioridad a la perturbación. En todo caso, la magnitud del posible efecto dependerá estrechamente de cuánto se vea afectada la propia economía norteamericana por las turbulencias que allí se han iniciado. La información disponible muestra, hasta el momento, una capacidad de resistencia de dicha economía ante la crisis del sector de la inversión residencial mayor de lo que se auguraba en un principio, por lo que los efectos previsibles parecen acotados. A este diagnóstico responden las previsiones formuladas por los organismos internacionales, que, aun reconociendo un aumento considerable de las incertidumbres y de los riesgos a la baja, siguen apuntando a un escenario de continuidad del dinamismo mundial. A nadie se le oculta, sin embargo, que, si Estados Unidos entrara en recesión, se podría producir un cambio significativo en el escenario económico mundial, aunque las repercusiones se verían amortiguadas, en cualquier caso, por el continuado dinamismo de las economías emergentes, poco afectadas, en general, por este episodio de turbulencias financieras.

El alcance del impacto sobre el crecimiento global dependerá también, de manera fundamental, de la profundidad y duración de las perturbaciones generadas. En el pasado, en episodios como el de 1998, con la crisis del fondo Long Term Capital Management y de la deuda rusa, las turbulencias financieras apenas influyeron en el dinamismo económico mundial, en contra de los malos augurios que acompañaron a su aparición. Otros episodios, en cambio, como la crisis de «la nueva economía», tuvieron un impacto más profundo, si bien de intensidad y duración variables en las distintas áreas geográficas.

Desafortunadamente, estas experiencias no sirven de referencia para diagnosticar el alcance potencial del episodio actual, que presenta muchos rasgos novedosos, siendo una de sus características singulares su especial concentración en el núcleo occidental de los países industrializados. En el pasado reciente hemos asistido a turbulencias en Asia, en Latinoamérica y en los países del Este. Ahora, en cambio, las perturbaciones están afectando principalmente a Estados Unidos y a la Europa más desarrollada.

Permítanme, por tanto, que adopte una perspectiva eminentemente europea para profundizar en algunos de los principales rasgos de este episodio. Este enfoque me facilitará, además, abordar sus implicaciones sobre la política monetaria del euro, que es, a mi entender, la forma más lógica de adentrarse en las posibles repercusiones sobre la economía española.

Quiero comenzar enfatizando que en el área del euro no se han desarrollado hipotecas de alto riesgo como las norteamericanas, por lo que, en primera instancia, el repunte de la morosidad en Estados Unidos ha afectado solo a los intermediarios financieros europeos que habían adquirido títulos vinculados a los créditos hipotecarios de alto riesgo originados en aquella economía. Pero la propagación del contagio no se circunscribe a la mera influencia de este canal, sino que transcurre a través de un conjunto más amplio de perturbaciones.

El aumento de la morosidad y de los fallidos en las hipotecas americanas ha desencadenado un proceso global de revisión al alza de las primas de riesgo crediticio, que en el clima de bonanza económica de los últimos años habían alcanzado niveles muy bajos y muy poco discriminantes, provocando inversiones probablemente excesivas en actividades de alto riesgo potencial.

Esas inversiones se han visto potenciadas, adicionalmente, por la proliferación de nuevos intermediarios financieros especializados en los mercados de transferencia de riesgo de crédito, a los que ya he tenido ocasión de referirme. En particular, en el episodio actual han desempe-

ñado un papel importante instituciones que se financian emitiendo valores de renta fija a muy corto plazo y emplean los fondos captados en la adquisición de productos estructurados vinculados a operaciones de crédito a largo plazo, entre las que se incluyen hipotecas americanas de alto riesgo.

Los riesgos de liquidez implícitos en esta forma de operar han sido claramente infravalorados por estas entidades especializadas, y las consecuencias se han dejado sentir en los mercados monetarios, porque algunas entidades de crédito adquirieron el compromiso de suministrar liquidez a estas entidades especializadas en caso de que, llegado el vencimiento, no consiguieran renovar la financiación que captan mediante la emisión de valores. Se ha generado, así, una grave crisis de liquidez en los mercados monetarios de un buen número de economías industrializadas, y tal ha sido el caso de lo ocurrido en el área del euro.

Los bancos centrales, y el BCE en particular, han reaccionado con rapidez, satisfaciendo mediante procesos extraordinarios de inyección de liquidez las cantidades demandadas por el mercado. Esto ha evitado que la escasez de liquidez contribuyera a profundizar la crisis y ha transmitido un mensaje de calma y seguridad a los mercados.

Sin embargo, las dificultades para valorar los productos estructurados ligados a las hipotecas de alto riesgo y, sobre todo, la palmaria falta de transparencia en el proceso de agrupación, segmentación y redistribución de los riesgos crediticios que se ha llevado a cabo mediante estos productos están causando problemas de confianza entre las entidades.

Todos estos problemas han mantenido prácticamente paralizados los mercados interbancarios a plazo, en los que se registran volúmenes muy reducidos de operaciones, y han llevado los tipos de interés a niveles por encima de los que se corresponderían con una situación de normalidad. En los mercados de valores europeos, por su parte, las cotizaciones bursátiles, especialmente las de las empresas financieras y las del sector de la construcción, se han visto también negativamente afectadas, al tiempo que algunos inversores se han desplazado hacia activos de menor riesgo, como la deuda pública, lo que se ha reflejado en descensos de las rentabilidades de estos títulos.

Las incertidumbres que se derivan de todos estos movimientos suponen un elemento de complejidad añadida evidente en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria.

Afortunadamente, las turbulencias financieras que he descrito alcanzan a Europa en un momento caracterizado por un elevado dinamismo económico en la zona del euro y, por tanto, con una capacidad de resistencia notable. El PIB de la zona del euro creció algo menos de lo esperado en el segundo trimestre del año, pero la parte transcurrida de 2007 supone, en su conjunto, una continuación de la fase de bonanza económica que se inició en el área a mediados de 2005. La solidez de la posición patrimonial de las empresas, las tasas de beneficio esperadas y la favorable respuesta del empleo al impulso de la actividad apuntan a una prolongación durante los próximos trimestres de esta etapa de expansión del producto a tasas que, si bien podrían resultar ligeramente inferiores a las que se anticipaban hace unos meses, continúan situándose alrededor del crecimiento potencial. Cabe recordar que la persistencia de ciertos desequilibrios globales y de presiones proteccionistas y las incertidumbres en torno a la evolución de los precios del petróleo y otras materias primas suponen elementos de riesgo para el crecimiento, que estaban presentes desde antes del episodio de turbulencias que estamos viviendo.

En el terreno de los precios, la evolución descrita de la producción vendría acompañada de una tendencia ligeramente alcista de la inflación, que se situaría alrededor del 2% en el medio

plazo, ya que la menor aportación de los impuestos indirectos —que ha sido especialmente importante en 2007— sería compensada por una mayor contribución de los costes laborales unitarios, en un marco de dinamismo del mercado de trabajo. En este contexto, un eventual aumento de las presiones salariales, asociado a la pérdida de holgura en el mercado de trabajo a la que me acabo de referir, o un incremento de los márgenes en aquellos sectores más protegidos de la competencia internacional constituyen elementos de riesgo para la estabilidad de precios en el área del euro.

Las turbulencias actuales en los mercados financieros han acentuado, lógicamente, los riesgos a la baja para el crecimiento, lo que ha mitigado de algún modo unos riesgos inflacionistas que, no obstante, continúan siendo al alza. Pero, sobre todo, han elevado el rango de incertidumbre asociado al escenario central para la economía europea que acabo de describir.

En estas condiciones, tal y como conocen Sus Señorías, en la primera reunión de este mes, el Consejo de Gobierno del BCE decidió unánimemente mantener inalterados los tipos de interés y acumular más información sobre este episodio y estudiarla de manera pormenorizada antes de tomar ninguna nueva decisión. A nadie debería extrañar que la condicionalidad de las decisiones, que siempre ha sido un elemento importante en el entramado de la política monetaria del BCE, adquiera una relevancia particular en un contexto como el actual, en el que la incertidumbre mundial alcanza cotas particularmente elevadas.

De este modo, en los próximos meses será preciso realizar un seguimiento muy cercano de los principales canales por los que las perturbaciones financieras podrían afectar a la economía europea. En mi opinión, tres elementos requieren particular atención. En primer lugar, habrá que precisar mejor cuál es el verdadero alcance de la desaceleración norteamericana, su posible transmisión a la economía mundial y las eventuales consecuencias para la evolución de los tipos de cambio. En una vertiente más interna, europea, será necesario también calibrar los efectos de las turbulencias sobre el coste y la disponibilidad de financiación para el sector privado. Finalmente, habrá que seguir de cerca las posibles repercusiones sobre la confianza de empresas y consumidores. Las señales que surjan en el ámbito de estos dos últimos canales, es decir, el canal crediticio y el sentimiento económico, serán particularmente informativas para el crecimiento económico del área del euro cuando afecten a países en los que el consumo mantiene todavía un crecimiento algo titubeante.

También creo que este es un momento oportuno para reiterar, como ya hiciera el Presidente del BCE tras la reunión del Consejo de Gobierno, el compromiso firme de la política monetaria con el objetivo de la estabilidad de precios, que es la mejor contribución que esta puede hacer para favorecer un crecimiento sostenido del producto y del empleo, y, por tanto, del bienestar de los ciudadanos europeos en general, y de los españoles en particular.

De hecho, estos acontecimientos han tenido lugar en un momento en que también la economía española continúa mostrando un gran dinamismo, prolongando su ya larga fase de expansión. El producto ha crecido durante el primer semestre de este año a tasas ligeramente por encima o en torno al 4%, en línea, por tanto, con los registros que se alcanzaron en los meses finales de 2006, y la pujanza de la actividad ha sido compatible con una composición más equilibrada entre las fuentes interna y externa del gasto. En particular, la aportación de la demanda exterior neta, que llegó a restar dos puntos porcentuales del crecimiento en algunos trimestres de 2004 y 2005, mejoró en 2006 y lo ha seguido haciendo en la primera mitad del presente ejercicio, al tiempo que la inversión empresarial ha continuado ganando protagonismo en la demanda nacional, en detrimento del consumo privado y de la inversión en vivienda.

El proceso de normalización de las condiciones monetarias y financieras que se inició a finales de 2005 ha contribuido eficazmente a alcanzar esta composición más equilibrada del gasto. Pero, además, el buen comportamiento de la economía mundial en 2006 y, en particular, la recuperación del área del euro han impulsado las ventas al exterior, tras varios años de debilidad. Por el lado de la oferta, la creciente disponibilidad de recursos laborales, en un contexto demográfico muy expansivo, ha facilitado el ajuste de la actividad a esta demanda pujante, evitando que se generaran presiones de costes y precios excesivas. De hecho, la tasa de inflación se ha reducido hasta zonas próximas al 2% (2,2% en julio y agosto), colocando el diferencial con la zona del euro en medio punto porcentual, aunque cabe esperar un cierto repunte en lo que queda de año y en el primer trimestre del año próximo.

La trayectoria de suave ralentización que ha seguido el consumo de los hogares a lo largo de 2006 y durante la primera parte de este año refleja, como ya he mencionado, la lógica adaptación a unas condiciones monetarias y financieras más normales. La subida de tipos de interés que se inició a finales de 2005 se ha ido trasladando paulatinamente a los diversos mercados financieros y bancarios, incentivando el ahorro de las familias e incrementando el coste financiero soportado por los hogares endeudados. Asimismo, las tasas más bajas de revalorización de la riqueza en poder de los hogares —debidas, sobre todo, a la gradual contención de las alzas de precios de la vivienda— han reducido la influencia expansiva de los efectos riqueza sobre el consumo. Como contrapunto, la fortaleza del empleo, que sigue creciendo a tasas superiores al 3%, y los elevados niveles de confianza han desempeñado un papel muy relevante para que este proceso de ajuste del consumo de los hogares hacia niveles más sostenibles haya sido suave.

Desde comienzos de 2006 se observa, asimismo, un menor empuje de la inversión residencial, que, como en el caso del consumo privado, ha respondido también al aumento de los tipos de interés y a las menores expectativas de revalorización de la vivienda, tras las intensas alzas de precios registradas en los años anteriores. En este caso, el gradualismo de la desaceleración de la inversión residencial se ha visto sustentado por el soporte que proporciona una demanda de vivienda muy pujante, en el contexto de elevado empuje demográfico que está viviendo la economía española en estos últimos años.

La menor contribución al crecimiento de estos dos componentes del gasto interno se ha visto compensada, en primer lugar, por el dinamismo que ha mantenido la inversión productiva de las empresas, en una situación de elevada rentabilidad y de expectativas de negocio favorables, tanto por el continuado impulso de la demanda interna como, sobre todo, por el auge de la economía mundial. En particular, la inversión en bienes de equipo mostró en 2006 una tasa de crecimiento superior al 10% y en los últimos trimestres su ritmo de expansión se ha situado en torno al 13%. Además, la demanda exterior neta ha contribuido a amortiguar el impacto de la desaceleración del gasto de las familias sobre el crecimiento, gracias a la notable recuperación de las exportaciones en 2006 y a la moderación de las compras al exterior en el primer semestre del presente año.

El escenario más probable para los próximos meses es de continuidad en la moderación gradual de la demanda interna y de crecimiento del producto. De hecho, en el segundo trimestre del presente ejercicio se han observado algunos signos que podrían sugerir un cambio gradual hacia una senda de crecimiento más atenuado, si bien el incremento del PIB fue solo una décima inferior al registrado en los tres primeros meses del año. La información —todavía muy parcial y fragmentaria— de algunos indicadores económicos referidos al tercer trimestre apunta también en esa dirección.

A la luz del dinamismo de la demanda nacional en los últimos años, resulta razonable que el consumo privado y la inversión en vivienda muestren tasas de crecimiento algo más bajas, si bien, como ha venido ocurriendo hasta ahora, el mantenimiento de un ritmo robusto de creación de empleo y de aumento de la población proporcionarán un soporte relativamente alto a la posible desaceleración de esas dos magnitudes. En el sector de la construcción, además, es previsible que la inversión en obra civil y en edificación no residencial, que ha mostrado una mayor resistencia hasta ahora, se mantenga pujante en los próximos años, lo que podría moderar el impacto negativo sobre el crecimiento de la desaceleración de la inversión en vivienda, donde parece haberse iniciado ya un cambio de fase cíclica.

Por su parte, la inversión productiva probablemente seguirá siendo el elemento más dinámico de la demanda interna, aunque es difícil que compense, por sí misma, la menor aportación del gasto de las familias. Por ello, el papel de la demanda exterior neta será fundamental para asegurar la compatibilidad de una cierta contención del gasto con el mantenimiento de ritmos de crecimiento en el entorno del 3%. La contribución de esa variable dependerá, de modo crucial, del comportamiento de nuestros mercados de exportación, pero también de la competitividad de nuestra producción, que es un elemento sobre el que las empresas y las autoridades económicas sí tienen capacidad de influir.

En este sentido, la vía fundamental por la que el reciente episodio de inestabilidad financiera y de mayor incertidumbre internacional podría afectar al escenario de crecimiento previsto para la economía española proviene de la evolución del entorno exterior. En efecto, si ese episodio afectara significativamente al dinamismo de nuestros mercados internacionales, la capacidad de la demanda exterior de contener el impacto negativo de la desaceleración del gasto privado se vería mermada.

Como muestra la experiencia de la economía española a lo largo de los últimos años, el comportamiento del empleo y su influencia sobre las expectativas de renta de las familias desempeñan un papel central como motores del gasto de los hogares. Por este motivo, es esencial un funcionamiento suficientemente flexible de los mecanismos de asignación de recursos, que permitan que las actividades industriales y de servicios (vinculadas en parte a la exportación) asuman un mayor protagonismo y tomen el relevo de la construcción.

Desde el punto de vista del mantenimiento del dinamismo del gasto interior, también es preciso prestar atención al efecto sobre la economía española del endurecimiento de las condiciones financieras que se podría derivar de la evolución de los mercados financieros europeos, un proceso en el que desempeña un papel fundamental el comportamiento de las instituciones financieras propias. Permítanme, en consecuencia, que dedique una atención especial en esta parte final de mi intervención a la situación actual de las entidades de crédito españolas, que constituyen el núcleo central de nuestro sistema financiero.

Las entidades de crédito españolas se enfrentan a este episodio de turbulencia desde una posición de fortaleza, cuyos principales pilares se asientan en unos elevados niveles de rentabilidad, que es siempre la primera línea de defensa frente a cualquier perturbación negativa; unos confortables niveles de solvencia, claramente por encima de los mínimos requeridos por la regulación; y, en medio de ambos, una amplia cobertura de los créditos dudosos mediante las provisiones que se han ido acumulando a lo largo de la etapa de bonanza. Creo que el papel que ha desempeñado el Banco de España promoviendo esta acumulación de provisiones es sobradamente conocido, por lo que no me extenderé más sobre este punto.

Sí resaltaré, sin embargo, que hay varios factores idiosincrásicos en la evolución de las entidades españolas que han limitado su exposición a las perturbaciones actuales. Ya he men-

cionado que en el área del euro no cabe hablar de un segmento de alto riesgo en los mercados hipotecarios similar al norteamericano, una afirmación que se aplica plenamente al caso español. Antes al contrario, la calidad crediticia de las hipotecas españolas es elevada, como muestran los reducidos valores de las ratios de morosidad y los niveles moderados de la relación media entre el volumen de los préstamos concedidos y el valor de las garantías exigidas.

En esta misma línea, el peso de los activos vinculados a las hipotecas de alto riesgo en los balances de las entidades es completamente marginal, como lo es también su exposición indirecta a través de eventuales líneas de crédito comprometidas con otros intermediarios financieros que sí pudieran contar con tales activos. De hecho, este tipo de intermediarios no ha proliferado en nuestro sistema financiero.

Probablemente, uno de los elementos que ha contribuido en mayor medida a preservar la calidad de los activos del sistema financiero español ha sido la continuidad en nuestro país de un modelo bancario tradicional, en el que, a diferencia de lo que ha ocurrido durante los últimos años en otros países, especialmente en Estados Unidos, las entidades han recurrido a la titulización de créditos principalmente para financiar la expansión de la actividad, y no con el fin de transmitir a terceros los riesgos asociados a los préstamos de su cartera. Uno de los efectos de este patrón de comportamiento que resulta particularmente positivo en el contexto actual es que el mantenimiento de los riesgos crediticios en el balance propio ha actuado como un incentivo de primera magnitud para que los controles de calidad de esos riesgos continuaran funcionando correctamente. Asimismo, en la medida en que los procesos de titulización utilizados por las entidades españolas han perseguido más captar nuevos recursos que redistribuir riesgos, se han materializado en instrumentos que, como las cédulas hipotecarias o los bonos de titulización, presentan un reducido grado de complejidad y son mucho más fáciles de valorar que los productos estructurados que han proliferado en otras latitudes.

Estos elementos de solidez que acabo de repasar no deben hacernos olvidar, sin embargo, que una prolongación excesiva del episodio actual de turbulencia podría terminar teniendo efectos indeseables sobre la confianza de los inversores, que fueran más allá de promover una deseable y saludable corrección de unas primas de riesgo y unos niveles de volatilidad anormalmente bajos, y que acabaran reduciendo sustancialmente la capacidad de los mercados financieros para ofrecer guías útiles que permitan a los inversores discriminar la verdadera calidad crediticia de los diferentes instrumentos. Si esto llegara a ocurrir, la necesidad de nuestra economía de financiar en los mercados internacionales una parte importante del gasto en inversión realizado por las familias y las empresas españolas podría llegar a actuar como un obstáculo para el mantenimiento de elevados niveles de dinamismo.

En conjunto, Señorías, desde mi última comparecencia se mantienen, a grandes rasgos, las perspectivas de crecimiento que describí entonces para la economía española, si bien la turbulencia financiera ha incrementado, como en todas partes, la incertidumbre que las rodea. Las perspectivas que ofrece un escenario de continuado dinamismo, aunque sea a tasas ligeramente más moderadas, pero con una composición más equilibrada, y la solidez de las instituciones financieras suministran resortes de fortaleza que permiten afrontar con confianza la capacidad para encajar el impacto de las turbulencias. Sin embargo, dependiendo de la duración y de la intensidad que finalmente alcance este episodio, no cabe descartar el surgimiento de algunas dificultades para que la demanda exterior actúe, como hasta ahora, de factor suficiente de compensación frente a la previsible moderación gradual de la demanda nacional; en especial, si el impacto de la inestabilidad

financiera sobre el crecimiento de nuestros principales mercados de exportación llegara a ser sustancial.

En circunstancias como las actuales, la política económica tiene un papel muy importante que desempeñar a la hora de ofrecer un marco en el que la confianza se pueda asentar en la existencia de márgenes de actuación frente a posibles contingencias futuras. Para ello, debe mantener su firme orientación hacia los objetivos de estabilidad a medio plazo y evitar, en consecuencia, la adopción de medidas excesivamente centradas en el corto plazo. En este sentido, la política presupuestaria debe mantener su orientación actual, que tan beneficiosa está resultando para la fortaleza de la economía, preservando un saldo presupuestario suficientemente holgado, de modo que disponga de margen de maniobra para desplegar, si fuera necesario, su potencial estabilizador en circunstancias menos favorables que las actuales. Con este objetivo, debería evitarse incurrir en desviaciones de gasto, que absorberían prematuramente parte de ese margen en un momento posiblemente poco oportuno. Aunque sobre este tema ya tendremos ocasión de hablar más específicamente en el marco de las comparencias del proceso de discusión del Presupuesto.

Igualmente importante resulta seguir implementando con decisión y ambición la agenda trazada de reformas estructurales, tanto en sus aspectos de flexibilización del funcionamiento de los mercados de bienes y factores como en el ámbito de los avances en la capitalización, productividad y competitividad de la economía. Estas reformas son, en circunstancias como las actuales, esenciales, pues deben permitir que los recursos —como el empleo— se reasignen sin fricciones entre sectores y mejorar las condiciones en que la producción nacional compite en los mercados internacionales.

Muchas gracias.

18.9.2007.