

SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y DEL SECTOR FINANCIERO.  
CONFERENCIA DE APERTURA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA,  
MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, EN EL XV ENCUENTRO DEL SECTOR FINANCIERO

**Situación de la economía española y del sector financiero.**  
**Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España,**  
**Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero**

Mi intervención estará centrada en la economía española, que, como es natural, se ha visto afectada por los cambios del contexto internacional desencadenados por la profundización de la desaceleración de la economía norteamericana, la trayectoria alcista de los precios del petróleo y la prolongación del episodio de turbulencias financieras.

Por ello, iniciaré esta conferencia haciendo una breve referencia a la situación en Estados Unidos y en Europa, para concentrarme luego en las perspectivas macroeconómicas para España y tratar de precisar su grado de exposición a las turbulencias financieras internacionales. Concluiré, finalmente, con algunas consideraciones de política económica.

Estados Unidos es el país en el que el deterioro de las condiciones macroeconómicas ha sido más acusado. Los efectos del fuerte ajuste que estaba teniendo lugar en su sector inmobiliario se vieron amplificados por las consecuencias de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales y afectaron severamente a la confianza de las empresas y de las familias. Las perspectivas que maneja la mayoría de los analistas para 2008 apuntan a una fuerte desaceleración en los primeros trimestres del año, incluso recesión en alguno de ellos, aunque cualquier proyección a un mayor plazo está rodeada de un grado de incertidumbre considerable.

En la zona del euro, a lo largo del año pasado se fueron materializando algunos de los riesgos que amenazaban el mantenimiento del dinamismo económico: la apreciación del euro; el encarecimiento del petróleo, de otras materias primas y de los alimentos; y el deterioro de la confianza y el endurecimiento de las condiciones de financiación generados por las tensiones financieras, además de los efectos del citado debilitamiento de la economía norteamericana. Todo ello se tradujo en Europa en una ralentización del ritmo de actividad en la última parte del año, aunque manteniendo un tono más vigoroso que el registrado al otro lado del Atlántico. Esta capacidad de resistencia mostrada por la eurozona lleva a los analistas a proyectar para los próximos trimestres ritmos de crecimiento más atenuados, pero no muy alejados del potencial, aunque con dosis de incertidumbre similares a las referidas en el caso de la economía americana.

En cuanto a la evolución de los precios en la zona del euro, la tasa de inflación se sitúa, en marzo de 2008, en el 3,5%. Un dato preocupante, que refleja las fuertes presiones alcistas a corto plazo que han desatado los incrementos de los precios de la energía y de los alimentos durante los últimos meses. Cabe esperar que, aunque la inflación se vaya a mantener en tasas superiores al 2% durante bastantes meses más, en la segunda mitad de este año comience una fase de progresiva reconducción hacia ese nivel, aunque existen importantes riesgos de desviaciones al alza, ligados, fundamentalmente, a la posibilidad de que emergan efectos de segunda ronda en la fijación de salarios y precios.

La economía española, por su parte, finalizó el año 2007 con tasas de crecimiento del PIB que podrían calificarse de robustas —alrededor del 3,5%—, pero comenzó a dar signos de encontrarse en un proceso de cambio de fase cíclica, tras una etapa expansiva que había durado más de diez años. La información disponible para los primeros meses de este ejercicio confirma esta percepción sobre el tono de la situación macroeconómica interna.

El crecimiento medio del PIB en 2007 se elevó hasta el 3,8%, fruto de una cierta moderación de la demanda interna y de una mejora de la aportación de la demanda exterior neta al

crecimiento del producto. En este contexto, la trayectoria de desaceleración que inició la economía española a lo largo del año resultaba coherente con un cierto agotamiento de algunos de los impulsos expansivos que habían sustentado el dinamismo del gasto en los años previos, así como con la propia maduración del ciclo económico. Qué duda cabe de que el aumento de los tipos de interés por parte del BCE —desde finales de 2005 hasta junio de 2007— y los incrementos cada vez más moderados del precio de la vivienda empezaron a ejercer una influencia moderadora de las decisiones de consumo e inversión residencial ya en 2006. Esta pérdida gradual de dinamismo de la demanda interna continuó durante 2007, pero no se reflejó en igual magnitud en el PIB, debido al efecto compensador de la demanda exterior neta.

A esta dinámica de ajuste interno se sumó, a partir del verano de 2007, el efecto inducido por el episodio de inestabilidad en los mercados financieros internacionales, que se tradujo en un deterioro de las expectativas de los agentes y se dejó sentir en algunos componentes del gasto ya en los últimos meses de 2007 —en el consumo y, sobre todo, en la inversión residencial—, pero con mayor nitidez en los primeros meses de este año.

En todo caso, cabe señalar que el debilitamiento del consumo se estaría produciendo sobre unas cifras de cierre de 2007 relativamente altas, con tasas de crecimiento cerca del 3%, sustentadas en el dinamismo de la renta disponible. Pero, sobre todo, merece la pena recordar que la inversión en equipo concluyó el año con tasas de avance próximas al 9%, lo que subraya el vigor de la actividad empresarial en los últimos meses del pasado ejercicio, en un contexto de buenos resultados empresariales y de favorables perspectivas de demanda.

Por su parte, la demanda de viviendas, que había iniciado una trayectoria de desaceleración suave a mediados de 2006, en respuesta al encarecimiento del coste de financiación y de las menores expectativas de revalorización de los inmuebles, parece estar mostrando, según la última información disponible, una mayor sensibilidad al deterioro de la confianza de los agentes. Los datos más recientes muestran una pérdida de dinamismo de la actividad y del empleo en el sector de la construcción y en sus actividades conexas, y, con carácter más general, pero más atenuada, en el resto de la economía. En todo caso, cuando se considera el ajuste del sector residencial que está teniendo lugar y que resultaba inevitable tras una etapa prolongada de crecimiento de la oferta, no deben perderse de vista los importantes soportes con los que cuenta la demanda de vivienda a medio plazo en España, y que deben ayudar a modular el alcance y la intensidad del mismo.

Por su parte, el intercambio de bienes y servicios con el resto del mundo está arrojando resultados relativamente favorables en los últimos trimestres, contribuyendo a que la demanda exterior en términos netos tenga una aportación positiva a la expansión del producto y a mitigar, por lo tanto, la pérdida de impulso de la demanda interna. Hay que destacar, en particular, la resistencia que han mostrado las exportaciones en el último año, a pesar de la significativa apreciación del tipo de cambio del euro y de que los mercados de exportación perdieron algo de empuje, empezando a detectarse un cambio incipiente en la orientación de nuestras exportaciones hacia mercados más dinámicos.

A pesar de todo ello, las necesidades de financiación de la nación siguieron ampliándose, aunque a un ritmo menor que el de años anteriores, hasta alcanzar un importe equivalente al 9,5% del PIB en 2007, que se debe, principalmente, al acusado y esperado deterioro del saldo de rentas. La tendencia hacia una moderación de la inversión de las empresas y, sobre todo, de las familias debería permitir una reconducción del desequilibrio exterior hacia niveles más reducidos.

El ritmo de creación de empleo se fue adaptando al perfil de desaceleración gradual de la actividad en la segunda parte del año pasado, hasta concluirlo registrando tasas de crecimiento del 2,5%. Esta trayectoria ha continuado, de manera algo más pronunciada, en los primeros meses de 2008, afectando, sobre todo, al empleo en el sector de la construcción y también, aunque en menor cuantía, a las actividades manufactureras, algunas de las cuales están muy relacionadas con las de aquella rama productiva. El empleo en los servicios está mostrando, por el contrario, una resistencia muy superior.

A pesar de esta pérdida de dinamismo del mercado de trabajo, los costes laborales empezaron a repuntar en 2007, cuando la remuneración por asalariado creció a una tasa del 3,6%, y han seguido haciéndolo en los primeros meses de 2008, con crecimientos de las tarifas de convenio hasta febrero del 3,5%. Resulta muy probable que, una vez que se tenga en cuenta el efecto de la cláusula por la desviación de la inflación en 2007, los costes laborales puedan situarse en 2008 en cotas superiores al 4% para casi el 70% de los trabajadores con convenio del sector privado.

Este desarrollo resulta poco afortunado justamente en el momento de cambio de fase cíclica al que se enfrenta la economía española, pues puede terminar incidiendo negativamente en las decisiones de contratación de las empresas, acentuando el ajuste del empleo en un entorno de incertidumbre macroeconómica. Y también resulta poco adecuado desde el punto de vista de su impacto sobre la inflación, en un momento en que está experimentando un acusado deterioro, con tasas de crecimiento del índice de precios de consumo superiores al 4,5% en los últimos meses.

Es verdad que la trayectoria alcista de la inflación, impulsada por las importantes elevaciones en los precios del petróleo y de las materias primas agrícolas en los mercados internacionales, es un fenómeno común a la mayoría de las economías, pero en España estas presiones se suman a una situación en la que persisten sesgos alcistas en la formación de costes y precios, lo que acentúa el riesgo de que el deterioro de la inflación se propague hacia el resto de la economía.

De cara al futuro inmediato, las proyecciones macroeconómicas que acaba de publicar el Banco de España apuntan a que la demanda nacional continuará perdiendo dinamismo —tanto en su componente de consumo como en el de inversión de capital—, aunque ello se vería parcialmente compensado por la mejoría de la aportación del saldo neto exterior. En este contexto, el crecimiento del PIB podría situarse alrededor del 2,4% en 2008. En cuanto a las perspectivas de inflación, cabe prever un incremento del deflactor del consumo privado hasta una tasa media del 3,6%, aunque con un perfil de desaceleración a lo largo del año.

Desde el Banco de España se ha señalado en numerosas ocasiones que la economía española ha experimentado en los últimos años transformaciones de calado que han ampliado su capacidad de crecimiento potencial y la han dotado de elementos de flexibilidad que la han situado en mejores condiciones para afrontar las perturbaciones que puedan surgir. Tal es el caso de su pertenencia a la Unión Económica y Monetaria, del notable dinamismo poblacional y del esfuerzo de capitalización realizado en los últimos años, que han dotado a la economía española de buenas bases para el mantenimiento de una senda de crecimiento sostenido en el medio plazo. Pero qué duda cabe de que las perturbaciones externas que han emergido a lo largo del año pasado pueden erosionar la eficacia de los resortes mencionados.

Una posible fuente de riesgos procede de un menor crecimiento de la economía mundial, bien porque en algunas economías —en especial, la de Estados Unidos— sea mayor que lo esperado, o bien porque esa pérdida de dinamismo contagie de forma más intensa a otras áreas.

Esto dificultaría el papel amortiguador que debe desempeñar la demanda exterior en un contexto de desaceleración de la demanda interna. Otra línea de posibles riesgos es la que se derivaría de una eventual prolongación de las dificultades de financiación en los mercados internacionales generadas por las turbulencias. Permitanme profundizar más en esta segunda línea, porque entiendo que es especialmente relevante para su Encuentro.

Sobre la génesis y la propagación de las turbulencias se ha escrito y comentado mucho durante estos últimos meses, por lo que me centraré exclusivamente en las implicaciones de este episodio para el sistema financiero español, un asunto sobre el que también se ha escrito y comentado bastante, aunque quizás no siempre con el suficiente fundamento.

Las entidades de crédito españolas, como es bien sabido, han basado una parte importante de su negocio a lo largo de la reciente fase de expansión en la concesión de préstamos para la promoción y la adquisición de viviendas. Asimismo, bastantes de esos créditos han terminado transformándose en instrumentos financieros negociables en los mercados mediante un proceso de titulización.

Estas dos características que acabo de mencionar están, como todos ustedes conocen, en la raíz de los problemas que han experimentado algunas entidades de crédito en otras latitudes. Pero, antes de precipitarse a extraer de ello conclusiones insuficientemente fundamentadas, es imprescindible tener presentes las diferencias existentes entre las entidades españolas y las que, fuera de nuestras fronteras, han sufrido de manera más severa los efectos de las turbulencias. Como explicaré a continuación, estas diferencias son sustanciales y colocan a las instituciones financieras españolas en una posición sólida para enfrentarse a dichos efectos.

La primera diferencia —y, seguramente, una de las más importantes— radica en el hecho de que las entidades españolas han mantenido en sus balances los riesgos de los préstamos que han titulado. En nuestro país no se ha desarrollado en absoluto el modelo «originar para distribuir» que se ha seguido en otras latitudes y, en consecuencia, los incentivos de las entidades de crédito para valorar los riesgos de los préstamos de una manera cauta y rigurosa no se han rebajado. En estas condiciones, se entiende perfectamente por qué en España no han aparecido productos como las hipotecas de alto riesgo o *subprime* norteamericanas, que actuaron como detonante de la situación actual.

En segundo lugar, las entidades españolas no han recurrido a la titulización como un mecanismo para transferir riesgos fuera de sus balances, sino como un medio para captar recursos en los mercados mayoristas de financiación, con los que poder atender la demanda de préstamos de las familias y de las empresas. De aquí se deriva precisamente una segunda diferencia importante a favor del sistema financiero español, porque, cuando el objetivo principal es captar financiación y no transferir riesgos, no es preciso recurrir a la emisión de instrumentos financieros demasiado complejos.

Los valores que han emitido las entidades españolas se caracterizan, de hecho, por su sencillez, por sus plazos relativamente largos —y ajustados, por tanto, a los de los activos que financian— y por necesitar unas mejoras crediticias moderadas para alcanzar una elevada calidad. Es evidente el contraste con otros sistemas en los que han proliferado productos estructurados complejos, o vehículos ad hoc, como los *conduits* o los SIV, utilizados para canalizar la financiación de préstamos de baja calidad crediticia.

Del mismo modo, el peso en la cartera de las entidades españolas de estos productos estructurados, que sí han proliferado en los países más afectados, o de los valores emitidos por

esos vehículos especiales de financiación, es despreciable. En España, el modelo de banca tradicional minorista ha continuado siendo dominante, y esto explica también que sea igualmente marginal la exposición directa de nuestras instituciones financieras a otros elementos de riesgo asociados a los recientes desarrollos en los mercados financieros internacionales: así ocurre, por ejemplo, con las operaciones de financiación de grandes inversiones apalancadas (LBO) o con los llamados *monolines*, que son, como saben, agentes financieros especializados en asegurar el pago de numerosos bonos, entre los que figuran los vinculados a la titulización de las hipotecas de alto riesgo americanas.

En estas condiciones, es fácil entender por qué los resultados que han presentado las entidades españolas en el ejercicio 2007 apenas se han visto afectados por el episodio de tensiones financieras y han continuado avanzando a tasas en el entorno del 19%, sólidamente asentados en la mejora de las ratios de eficiencia. Su rentabilidad, tanto en términos de su activo como en relación con sus recursos propios, creció igualmente con respecto a 2006, situándose esta última prácticamente en el 20%.

La rentabilidad constituye, naturalmente, la primera línea de defensa para las entidades españolas frente a cualquier perturbación que pueda afectarlas negativamente. Pero su capacidad de resistencia se asienta, asimismo, en otros dos pilares: un importante volumen de provisiones, acumulado por el sistema durante la etapa de fuerte crecimiento del crédito gracias a los mecanismos prudenciales puestos en marcha por el Banco de España en el pasado; y una posición holgada en términos de solvencia. Para ilustrar con cifras estos extremos, señalaré que los fondos para insolvencias superan ampliamente el importe de los activos dudosos, al tiempo que la ratio de solvencia del sistema medida bajo la normativa estándar de Basilea se sitúa en el 11,4%, 3,4 puntos porcentuales por encima de lo exigido.

Estos elementos permiten afirmar que las entidades de crédito españolas afrontan la situación actual desde una posición de solidez que, en el contexto internacional, no está exenta de cierta singularidad. Solidez, no obstante, no es sinónimo de inmunidad, y sería imprudente, e impropio de un supervisor, no considerar con el suficiente detenimiento los posibles riesgos presentes.

En este sentido, quisiera comenzar refiriéndome a la evolución reciente de la morosidad de los préstamos concedidos a las familias para la adquisición de vivienda. Desde hace unos meses, la ratio de morosidad de este segmento del mercado crediticio presenta una tendencia creciente. Y, como seguramente seguirá creciendo en el futuro, me gustaría que se viera con preocupación, pero solo con moderada preocupación, por lo que diré a continuación. Primero, porque no debemos olvidar que se habían alcanzado unos niveles excepcionalmente bajos de morosidad como consecuencia de las abultadas tasas de crecimiento del propio crédito —el denominador de la ratio—, de manera que los aumentos habrían sido esperables incluso en ausencia de las actuales tensiones. En segundo lugar, porque los registros actuales continúan siendo relativamente bajos y se mantienen lejos de los que caracterizan a otros mercados. Pero, además, existen algunos rasgos específicos de nuestras prácticas financieras que tienden a limitar el alcance de esta fuente de riesgo. Y me refiero, fundamentalmente, al hecho de que en España, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, el incumplimiento por parte de las familias de sus obligaciones de pago derivadas de las hipotecas tiende a ocurrir solo en condiciones realmente extremas.

Los motivos para la preocupación podrían ser mayores en el caso de los préstamos destinados a la promoción inmobiliaria. Es cierto que la concurrencia de la maduración del ciclo inmobiliario con el desencadenamiento de las tensiones financieras internacionales ha resultado particularmente inoportuna para nuestra economía. Sin embargo, las pruebas de resistencia

que hemos realizado en el Banco de España para calibrar mejor el potencial alcance de este riesgo para las entidades muestran que, en líneas generales, la política de acumulación de provisiones y recursos propios seguida en los últimos años ha generado un colchón que permitiría absorber perturbaciones de un orden de magnitud comparable a las experimentadas en el momento peor de la crisis de los noventa.

Llego así a la que considero que es la principal fuente de incertidumbre en estos momentos, que no es otra que la que rodea a la evolución futura de los mercados financieros internacionales de financiación mayorista, en los que las posibilidades de captar recursos se han restringido hasta niveles extraordinariamente reducidos, impropios de un sistema financiero global desarrollado.

Hasta el momento, las entidades españolas han conseguido eludir en buena medida las consecuencias de este súbito estrechamiento de los mercados. Por un lado, gracias a que sus pasivos estaban emitidos a plazos relativamente largos, por lo que las necesidades de refinanciación de los préstamos concedidos se están materializando de una manera mucho más suave que en otros sistemas en los que el peso relativo de los títulos a corto plazo era mayor.

La escasa dependencia de los fondos captados en los mercados interbancarios de depósitos ha sido otro factor mitigante. Quisiera señalar, en este sentido, que, una vez excluidas del conjunto las filiales y las sucursales de entidades extranjeras, cuya gestión de la liquidez está muy condicionada por las estrategias de diversificación geográfica decidida por sus matrices, el resto del sistema crediticio español no toma prestado en estos mercados, sino que mantiene en ellos una posición neta acreedora.

Y no querría dejar de señalar tampoco que el dinamismo reciente de los depósitos de las familias españolas y el progresivo retorno del crédito a unas tasas de crecimiento más sostenibles han contribuido también a amortiguar las necesidades de recursos de nuestras entidades.

En estas condiciones, el sistema crediticio español ha encontrado vías alternativas al recurso a los mercados de financiación a plazo medio para cubrir sus necesidades de fondos. Más concretamente, se han incrementado las emisiones de valores a plazos más cortos, como los pagarés, y se ha hecho un uso más intensivo de los márgenes que otorga el marco operativo de la política monetaria del Eurosystema para cubrir las necesidades de liquidez. En relación con estos últimos, quisiera enfatizar que esta posibilidad ha estado disponible para las entidades españolas, igual que para las demás del resto del área, desde el inicio mismo de la UEM y nada tiene, por tanto, de particular que se utilice en mayor medida en momentos como los actuales. Con todo, el uso que se está haciendo de esta vía continúa siendo moderado, como evidencia el hecho de que el peso de la liquidez captada por las entidades españolas sobre el total de las operaciones del Eurosystema apenas alcance nuestro peso en el PIB de la UEM, o que esa vía signifique tan solo un 1,3% del total del balance bancario.

Es evidente que el recurso a estas vías alternativas reviste un cierto carácter de transitoriedad, como corresponde a una situación caracterizada por un elevadísimo nivel de incertidumbre, y no es razonable pensar que vaya a perpetuarse. Y también es evidente que, si la duración de este episodio se prolonga mucho, sus efectos sobre la economía española podrían ser relevantes, como corresponde a una economía en la que la financiación exterior es un elemento básico de su crecimiento.

Cuando la capacidad del sistema financiero internacional para cumplir su función de asignar eficientemente los recursos se ve seriamente mermada, como ocurre en la actualidad, la solidez

patrimonial de los prestatarios no es suficiente para atraer la financiación que necesitan, por lo que, si la situación de tensión que se vive en los principales mercados mayoristas de financiación a medio y largo plazo se prolonga en exceso, no se puede descartar que termine traduciéndose en una mayor restricción para la captación de financiación exterior de la economía.

El mal funcionamiento de estos mercados mayoristas tiene una dimensión global y es relativamente poco lo que las autoridades españolas pueden hacer para contribuir a mitigarlo. Lo que sí puede hacer el Banco de España es seguir vigilando que las entidades españolas mantengan una gestión prudente de sus riesgos y una política apropiada de cobertura de los mismos que garantice su solidez patrimonial. Esta es, sin duda, la mejor garantía para que, una vez resueltas las incertidumbres y restaurado el normal funcionamiento de los mercados, las instituciones financieras puedan continuar desempeñando de manera eficiente su papel como canalizadores de los flujos financieros entre nuestro país y el resto del mundo. Adicionalmente, el Banco de España seguirá animando a los bancos y a las cajas para que vuelvan a emitir bonos y obligaciones a plazo medio y los coloquen en los mercados internacionales. La experiencia positiva de las instituciones españolas que ya lo han realizado en los últimos quince días y la mejora del riesgo bancario registrado en algunos mercados hacen que estas emisiones sean una ventana de oportunidad única para normalizar la apelación del sistema financiero a los mercados internacionales del euro. Asimismo, y en tanto que parte del Eurosistema, el Banco de España continuará contribuyendo a facilitar una provisión adecuada de liquidez, que garantice el correcto funcionamiento de los mercados monetarios.

Pero, más allá de las funciones que el Banco de España tiene encomendadas en el terreno de la estabilidad financiera como banquero central y supervisor bancario, también nos corresponde contribuir con nuestra opinión, en el ejercicio de la misión asignada de velar por la estabilidad macroeconómica, al diseño de la respuesta que debe articularse en una situación como la que acabo de describir y que debe incluir tanto el papel que han de desempeñar las políticas económicas de las diferentes Administraciones Públicas como las responsabilidades que han de asumir los distintos agentes económicos y sociales.

Deberíamos aceptar todos que, en una situación como la actual, en la que la economía afronta una fase de desaceleración, en un contexto financiero internacional adverso y rodeada de factores de riesgo, es más importante que nunca que las políticas económicas estén sólidamente orientadas en una doble dirección: por un lado, salvaguardar la estabilidad macroeconómica y, por otro, impulsar la adopción de medidas y reformas de carácter estructural en los mercados de productos y factores que mejoren el grado de competencia en el entorno en el que los agentes adoptan sus decisiones, la movilidad de los factores de producción y la flexibilidad de los mecanismos de fijación de precios y salarios. Creo que ambas estrategias generan importantes sinergias si se desarrollan simultáneamente, y los españoles tenemos la experiencia del papel fundamental que han desempeñado en el proceso de convergencia real que ha seguido la economía española en la última década.

Y ello es así porque la flexibilidad de respuesta de la oferta y de la demanda ante los cambios que requiere el reequilibrio entre las distintas fuentes de gasto y entre sectores de actividad es un factor primordial para que la desaceleración se produzca de forma suave y conduzca pronto a una nueva senda de crecimiento elevado, acorde con el potencial de la economía, que responda a un patrón más equilibrado y sostenible.

Esta es la orientación fundamental que debe presidir, en mi opinión, tanto las acciones del Gobierno central y de las demás Administraciones Públicas, que en la configuración altamente descentralizada del Estado de las Autonomías tienen responsabilidades muy importantes,

como la conducta de los agentes económicos y sociales, cuya actitud puede ser determinante del grado de flexibilidad del sistema productivo y del marco institucional, y de la viabilidad de las reformas necesarias.

Es muy importante ser conscientes de que, en esta situación, el margen para la actuación de políticas de demanda de signo expansivo es muy reducido y de que un uso inadecuado de las mismas puede llegar incluso a ser contraproducente. La política monetaria ha dejado de ser una herramienta de política económica autónoma hace una década y tiene como objetivo primordial velar por la estabilidad de precios en la zona del euro en el medio plazo. Desde el punto de vista de los requerimientos internos, las condiciones monetarias y financieras en las que se desenvuelven los hogares y las empresas españolas se han ido haciendo progresivamente menos holgadas y en el momento actual están más en consonancia con las necesidades de encauzar las tensiones inflacionistas de la economía española.

Por su parte, la posición fiscal se encuentra en una situación de partida favorable, pues en 2007 el saldo de las cuentas públicas volvió a ser superavitario (del 2,2% del PIB) y la ratio de deuda ha alcanzado niveles del 36,2% del PIB, desconocidos en la historia reciente de la economía española. Estos resultados reflejan el elevado grado de compromiso de los últimos gobiernos con la disciplina fiscal, pero también el sustancial crecimiento económico que ha registrado la economía española en los últimos años y la pujanza del mercado inmobiliario, que se ha traducido en un fuerte aumento de los ingresos impositivos, por encima de lo que se había observado en otras fases de expansión económica. Por ello, las proyecciones fiscales que resultan coherentes con el escenario macroeconómico que he descrito hace unos minutos apuntan a que en 2009 el superávit fiscal podría casi desaparecer.

Ante esta tesisura, a la hora de diseñar la estrategia de política fiscal adecuada para la fase de desaceleración de la economía española, tiene pleno sentido que los mecanismos con que cuenta el presupuesto público, conocidos como estabilizadores automáticos, cuyo movimiento tiende a actuar de manera compensadora de las oscilaciones cíclicas, puedan actuar plenamente. Es una de las grandes ventajas que se derivan del esfuerzo de consolidación fiscal realizado durante la expansión. El carácter automático de estos instrumentos los convierte en los más adecuados con fines de estabilización, porque responden rápidamente al cambio de ciclo, ayudan a los agentes a formar unas expectativas correctas sobre la actuación de las autoridades públicas y fomentan la confianza. Sin embargo, deben evitarse actuaciones discrecionales de aumento del gasto público o de reducción de impuestos que vayan más allá de la propia acción de los estabilizadores automáticos, ya que pueden comprometer el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo, y eliminar el margen de maniobra de la política fiscal para afrontar situaciones de desaceleración más acusadas.

El mantenimiento de una orientación de estabilidad presupuestaria durante la desaceleración económica es, en todo caso, compatible con medidas que, pudiendo alterar la composición de ingresos y gastos, no generen un deterioro permanente en la situación presupuestaria, sobre todo si se trata de medidas que contribuyan a mejorar la calidad de las finanzas públicas y la eficiencia de la economía. Pero para ello es fundamental realizar esfuerzos de contención del gasto público, con acciones compensatorias en aquellas rúbricas que ofrecen mayores márgenes para abordar reducciones de costes, en todos los niveles de las Administraciones Públicas.

De lo dicho hasta aquí se deriva que el impulso de las medidas y reformas de carácter estructural, orientadas a mejorar el funcionamiento de los diversos mercados, a flexibilizar los mecanismos de fijación de salarios y precios y a facilitar la reasignación de factores productivos entre sectores, constituye el principal instrumento al alcance de los gestores de las políticas económicas y de

los agentes económicos y sociales para contribuir, cada uno desde su área de responsabilidad respectiva, a suavizar la fase de desaceleración y a promover una pronta reactivación.

Todo lo relacionado con el funcionamiento del mercado de trabajo, la concertación social, las negociaciones colectivas y las reformas pendientes adquiere una gran importancia en la actual situación, pues de su flexibilidad depende, en gran parte, que el dinamismo de la población española pueda actuar como factor de soporte, limitando la intensidad y el alcance de la desaceleración. Particularmente, en una coyuntura como la actual, en la que asistimos a un episodio de repunte salarial y de deterioro de la situación inflacionista. En este sentido, resulta prioritaria la búsqueda de fórmulas que permitan recuperar la trayectoria de moderación salarial, que, con el apoyo de los agentes sociales, tan buenos resultados cosechó en términos de generación de empleo en los últimos años. Me estoy refiriendo, entre otras medidas, a la modificación de los sistemas de indicación salarial vigentes, que tienden a prolongar la incidencia de los episodios de rebrote inflacionista. También es preciso acometer cambios en el marco de la negociación colectiva y en los sistemas de contratación laboral, con el fin de facilitar la adaptación de los salarios a la nueva situación cíclica y de suavizar el ajuste en el empleo.

Pero, lógicamente, estas acciones deben completarse con reformas decididas en el entorno competitivo en el que las empresas y los agentes toman sus decisiones mediante políticas de liberalización y de desregulación que atenúen el permanente crecimiento de los márgenes empresariales en los sectores menos competitivos y que impulsen las ganancias de eficiencia y la productividad. Desde el punto de vista de las necesidades de la economía española a largo plazo, todo ello debe ir acompañado de una mejora en la educación y en la formación de los trabajadores, de manera que se adecue su capacidad profesional a las nuevas demandas y se facilite su reasignación intersectorial.

Finalmente, déjenme aportar una reflexión no tanto sobre lo que se debe hacer como sobre alguna de las cosas que no se deben hacer. Es verdad que la desaceleración mundial está provocando que muchos gobiernos estén embarcándose en variadas fórmulas de proteccionismo, atendiendo a las voces de aquellos agentes económicos que demandan ayuda frente a los competidores exteriores. Es un error en el que no se debe caer. España no debería seguir esos malos ejemplos, ya que cualquier actuación a favor de determinados agentes por la sola razón de su nacionalidad acabaría dañando a otras empresas españolas y a todos los ciudadanos. Por el contrario, debe mantenerse coherente con su propia ejecutoria de apertura creciente a la competencia y a la inversión extranjera que tanto ha contribuido a aumentar nuestro bienestar en las últimas décadas, concentrando los esfuerzos en promover un ambiente favorable a la actividad empresarial y en suprimir todas las barreras y rigideces que entorpecen la actuación de los más emprendedores.

Y con esto termino, no sin antes reafirmar mi confianza en los resortes de los que dispone la economía española para afrontar con éxito la inevitable fase de desaceleración, incluso en un contexto externo desfavorable. Son resortes que se han construido con el esfuerzo de todos —los Gobiernos, las Administraciones Públicas y los agentes sociales— y que han demostrado los beneficios que reporta la articulación de políticas orientadas a la estabilidad y al crecimiento a largo plazo, particularmente cuando, como ahora, la economía se enfrenta a retos importantes.

Muchas gracias.

15.4.2008.