

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

La evolución de la economía española a la que hace referencia el *Informe Anual* del Banco de España que motiva esta comparecencia se enmarca, como ustedes saben, en el contexto de una crisis financiera y económica de alcance global y sin precedentes desde hace muchas décadas.

El origen de la crisis —que se remonta al verano de 2007— fue eminentemente financiero y la globalización de la actividad financiera propició su rápida propagación. La actividad de los mercados financieros internacionales se resintió severamente, llegando a su práctica paralización en algunos de ellos. El grado de tensión financiera alcanzó su máximo en octubre de 2008 y, aunque en los últimos meses ha disminuido, se mantiene todavía en niveles relativamente elevados.

La gravedad de las perturbaciones financieras desembocó en una profunda crisis real, que afectó a la economía mundial con una intensidad y simultaneidad inéditas, colocando a la mayoría de los países desarrollados en una situación recesiva a finales de 2008. A partir del cuarto trimestre de 2008 se observaron contracciones tanto de la actividad en muchos países como del comercio mundial, que se agudizaron en el primer trimestre del presente año. Sin embargo, en dicho período podría haber alcanzado ya el mínimo en el descenso de la actividad, ya que los indicadores más recientes muestran que, aunque la producción seguirá probablemente descendiendo, lo hará a un ritmo más contenido, lo que parece alejar el riesgo de que se produzca una espiral recesiva en la economía mundial.

La dimensión que ha alcanzado esta crisis y la multiplicidad de sus ramificaciones suscitan la necesidad de reaccionar en diversos frentes para evitar que se vuelva a producir. Es evidente que la crisis financiera ha puesto al descubierto numerosas lagunas en la regulación financiera, que deben afrontarse con prontitud. Asimismo, es necesario analizar por qué las debilidades estructurales de las economías y de los sistemas financieros no se detectaron o se corrigieron a tiempo, lo que permitió la propagación de efectos en cadena de una magnitud considerable. Con la ventaja que proporciona echar ahora la vista atrás, parece claro que las políticas económicas adoptadas en los últimos años fueron, en líneas generales, demasiado permisivas durante esa etapa de alto crecimiento respecto a los desequilibrios que generaba el creciente endeudamiento.

Resulta, por tanto, indispensable que las autoridades examinen con ojos críticos los marcos institucionales y regulatorios de sus economías y de sus sistemas financieros y diseñen mecanismos para reforzarlos, de forma que pueda prevenirse la repetición de una crisis como la actual.

Esa revisión deberá abarcar diversos ámbitos fundamentales. Dejaré para más adelante los referidos a las políticas de regulación y supervisión financieras, para centrarme ahora en la necesidad de realizar una reflexión sobre el papel de las políticas macroeconómicas, que evalúe su protagonismo en la gestación de la crisis y analice su diseño más adecuado para corregir desequilibrios como los observados en los últimos años. En el ámbito de la política fiscal se ha echado de menos un papel estabilizador más intenso en los años de alto crecimiento, que habría equilibrado el empuje del gasto privado y contribuido a mantener las finanzas públicas en una senda más sostenible a medio y largo plazo. En cuanto a la política monetaria, deberá profundizarse en el papel que corresponde a los bancos centrales en las estrategias de estabilidad.

Muchas de las medidas adoptadas en los últimos meses por las autoridades económicas y monetarias se articularon a partir de unos principios comunes acordados conjuntamente en el marco de distintos foros internacionales. En el caso del Banco Central Europeo, se han puesto en marcha medidas expansivas sin precedentes, que tratan de aliviar las tendencias contractivas que se han percibido tanto en el plano real como en el financiero. La provisión de liquidez se hizo más flexible ya desde el verano de 2007, aunque fue a partir de octubre de 2008 cuando los cambios fueron más sustanciales, pues las peticiones de liquidez de las entidades comenzaron a satisfacerse en su totalidad y se amplió el conjunto de activos financieros admitidos como garantía de esas operaciones. Desde el verano de 2008, el tipo oficial de intervención se ha reducido 325 puntos básicos, hasta alcanzar, tras la reunión del pasado mes de mayo, un mínimo histórico del 1%. En el terreno de las medidas excepcionales habría que mencionar, entre otras, la ampliación de los plazos a los que se inyecta liquidez, que ahora abarcan hasta los doce meses, y la reciente decisión de adquirir en firme cédulas hipotecarias.

Los gobiernos también han adoptado numerosas medidas para afrontar la crisis financiera, que pueden agruparse en dos grandes bloques: las destinadas a dar soporte a los sistemas financieros y las orientadas a impulsar el gasto. En el primer grupo se ha actuado con una amplia batería de instrumentos, que abarcan desde la ampliación de las garantías de los depósitos bancarios, a la concesión de avales estatales a las emisiones bancarias, las inyecciones de capital público en algunas entidades y la compra de activos problemáticos que se encontraban en las carteras de los bancos. Entre las medidas de estímulo de la demanda habría que destacar tanto la propia actuación de los estabilizadores fiscales automáticos, que son muy relevantes en las economías europeas, como las medidas específicas orientadas a apoyar mediante aumentos del gasto público o reducciones de impuestos a los colectivos o los sectores más castigados por la crisis.

Las medidas que las autoridades españolas han adoptado responden, en general, a esta misma orientación. Así, en nuestro país se amplió la garantía de los depósitos; se creó un Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, con el fin de comprar a las entidades españolas activos de elevada calidad; se están concediendo avales para la emisión de bonos bancarios; se aprobó la apertura de diversas líneas de financiación especial a través del ICO; se introdujeron nuevas deducciones en el IRPF y se pusieron en marcha los denominados Fondo Estatal de Inversión Local y Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía. Más recientemente, se han anunciado nuevas medidas de impulso de la demanda (como las ayudas para la adquisición de automóviles), al tiempo que se están ultimando los detalles para el establecimiento de un Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB), que sirva de herramienta para la remodelación de nuestro sistema financiero.

Permítanme que centre ahora mi atención en la situación de la economía española. La crisis internacional surgió en un momento especialmente delicado para España, pues la economía se estaba ya adentrando en un proceso de ajuste de algunos desequilibrios que se habían acumulado durante la larga etapa de elevado crecimiento que tuvo lugar desde mediados de los años noventa. Unos desequilibrios que tenían algunos puntos en común con los detectados a nivel global, pero que también mostraban rasgos específicos.

Al igual que en otros países, el dinamismo del gasto del sector privado en España se asentó en un rápido incremento del endeudamiento de familias y empresas, alentado por los bajos niveles de deuda de los que se partía y por unas condiciones financieras favorables, propiciadas por un tono de la política monetaria que durante ese período fue demasiado laxo para las condiciones de nuestra economía. La holgura financiera facilitó, además, una concentración

excesiva de recursos económicos y financieros en el sector inmobiliario, que habría de añadir severidad a la fase de ajuste. La política fiscal, por su parte, afrontó un proceso de consolidación significativo, pero su contribución a la moderación de la demanda nacional no fue suficiente para compensar los efectos de la laxitud monetaria.

Como bien conocen ustedes, la economía española experimentó en la segunda mitad de 2008 un ajuste muy severo: el PIB mostró crecimientos intertrimestrales negativos a partir del tercer trimestre, que se fueron haciendo más intensos hasta el primer trimestre de 2009, en el que la actividad se redujo un 1,9% respecto al trimestre anterior, que se sumó al retroceso del 1% observado en los tres últimos meses del pasado año. Esta contracción se tradujo en una caída interanual del PIB del 3% en el primer trimestre de 2009. Los datos de la coyuntura correspondientes al segundo trimestre son todavía poco concluyentes, pero sugieren, en cualquier caso, que el ritmo de contracción de la actividad está siendo menos acusado que en el trimestre anterior.

En la recesión española, el fuerte impacto de la crisis financiera internacional vino a superponerse al ajuste inmobiliario, que ya había comenzado a desplegar sus efectos con anterioridad. La magnitud de la perturbación resultante ha sido sustancial, ha afectado profundamente a la confianza de los agentes y ha deprimido las decisiones de gasto y el comportamiento del empleo.

A lo largo de 2008 sobresalió el acusado descenso del gasto de las familias, tanto en consumo como en inversión residencial. Pero la profundización de la crisis financiera a partir del verano y el deterioro de las expectativas macroeconómicas provocaron que otras partidas también se vieran afectadas, como es el caso de la inversión empresarial. Esta fuerte caída de la demanda nacional se tradujo en un descenso sustancial de las importaciones, de manera que la aportación de la demanda exterior neta al PIB mejoró, amortiguando el retroceso de la actividad.

La contracción del gasto privado permitió que comenzaran a ajustarse algunos de los desequilibrios acumulados en los años previos. La capacidad de financiación de las familias ha aumentado, con un incremento notable de la tasa de ahorro, y la necesidad de financiación de las empresas se ha reducido, reflejándose todo ello en un descenso de las necesidades de financiación de la nación, que ha ido haciéndose paulatinamente más intenso en los últimos trimestres.

El debilitamiento de la actividad se fue trasladando gradualmente a todas las ramas productivas, con descensos del empleo, inicialmente, en la construcción, que afectaron después a la industria y, finalmente, a los servicios. De esta forma, se produjo un proceso generalizado de destrucción de empleo, que alcanzó una gran intensidad en los meses finales de 2008 y en los primeros de 2009, y un incremento muy sustancial de la tasa de paro, hasta el 17,4% en el primer trimestre de este año.

Mientras que el alcance de la recesión en España, en términos de crecimiento del PIB, es incluso inferior al que aqueja a otros países europeos, el fuerte incremento de la tasa de paro es un rasgo característico de nuestra evolución particularmente perjudicial y revela una de las debilidades fundamentales de nuestro entramado institucional que es preciso corregir.

Uno de los problemas del funcionamiento del mercado de trabajo está relacionado con la escasa sensibilidad de los costes laborales a las condiciones particulares de cada empresa o a la evolución cíclica. En concreto, en 2008 los costes laborales mostraron incrementos ele-

vados, como reflejo del deterioro que ocasionó el fuerte encarecimiento del petróleo en la situación inflacionista en la primera parte del ejercicio. Aunque parece que la presión de los costes salariales ha empezado a remitir en 2009, su evolución resulta insuficiente en relación con la trayectoria de la inflación y con el momento recesivo que vive la economía, de modo que el crecimiento del salario real resultante no será favorecedor de la creación de empleo.

En los últimos meses se viene observando que la recesión en curso, que está afectando intensamente al consumo de las familias, también está provocando revisiones a la baja de precios y márgenes. Así, en mayo la tasa interanual del IPC se situó en el $-0,9\%$, el nivel más bajo desde mediados del siglo pasado, nueve décimas por debajo de la tasa de inflación en la zona del euro. Aunque se prevé que a finales de año esas tasas interanuales retomen valores positivos, una vez que desaparezca el efecto estadístico vinculado al encarecimiento del petróleo en los meses iniciales de 2008, no deja de ser destacable el hecho de que en mayo se registraron descensos interanuales en los precios de los alimentos y de los bienes industriales. También en los servicios, que constituyen el componente tradicionalmente más inflacionista de la economía española, se está produciendo una gradual moderación. Este comportamiento de los precios se inserta en la línea apropiada para mejorar la competitividad de la economía, reducir los costes de la recesión e iniciar una recuperación sólida.

Las perspectivas para la economía española apuntan a que el PIB podría continuar contrayéndose en lo que resta del año, de modo que en el conjunto de 2009 su caída será muy sustancial, aunque probablemente inferior a la que muestren otros países europeos, más afectados por el desplome del comercio mundial en los últimos meses. Aunque el PIB podría seguir cayendo en 2010 en media anual, lo haría a una tasa menos pronunciada, pues la amplia batería de medidas instrumentadas debería ir moderando gradualmente la intensidad de los impulsos restrictivos sobre la actividad. No obstante, dada la intensidad de los ajustes que recaen sobre el empleo, es posible que la tasa de paro mantenga todavía una senda ascendente.

Es cierto que algunos desequilibrios acumulados durante la expansión se están corrigiendo. Como acabo de mencionar, el diferencial de inflación respecto a la zona del euro es ahora favorable a España, mientras que el déficit exterior está disminuyendo intensamente, y cabe esperar que mantenga esa trayectoria, de modo que su ratio sobre el PIB se reduzca en 2010 a menos de la mitad de lo que suponía en 2007. Aunque deberíamos ahondar en la reabsorción de estos desequilibrios, es innegable que las mejoras obtenidas están ligadas a una contracción muy brusca de la demanda, con efectos muy negativos sobre la tasa de paro y el tejido productivo. Por ello, es imprescindible revisar algunos elementos de nuestro entramado institucional para evitar que esas pérdidas de empleo y de capacidad productiva se enquisten y entorpezcan la recuperación, así como para prevenir la reaparición de desequilibrios similares a los detectados en los últimos años cuando la demanda comience a crecer de nuevo.

En la recuperación de la economía española, como en el caso de la economía mundial, será muy relevante la contribución de las excepcionales medidas adoptadas tanto en el ámbito de las políticas de demanda —monetaria y fiscal— como en apoyo del sistema financiero. Pero, en España, con una demanda nacional muy afectada por la necesidad de sanear la posición patrimonial del sector privado y por el impacto de la elevada tasa de paro, será imprescindible contar con la recuperación de la demanda externa como principal apoyo para impulsar el gasto. El aprovechamiento de la mejora de la demanda externa cuando esta se produzca exigirá que las empresas sean capaces de ofrecer productos competitivos, y para ello tendrán que aumentar su productividad y ajustar sus costes, márgenes y precios de forma flexible.

Los sustanciales descensos practicados en los tipos oficiales de los bancos centrales de todo el mundo a lo largo del último año han propiciado un significativo descenso en el coste de la financiación. En España, su estímulo expansivo es particularmente poderoso como consecuencia del predominio de la financiación a tipo de interés variable. Ese impulso será especialmente relevante en algunos sectores, como el de la construcción residencial, en el que la combinación de tipos de interés más bajos y el ajuste de los precios harán más accesible para las familias la adquisición de una vivienda.

Como en otros países, también la política fiscal en España ha contribuido a amortiguar el descenso de la actividad, a través tanto del funcionamiento de los estabilizadores automáticos como de la adopción de diversas medidas discrecionales. La magnitud de este esfuerzo fiscal está siendo muy importante y mayor que en los países de nuestro entorno. Además, en el caso de España, a la pérdida de recaudación vinculada a la debilidad del gasto se ha unido la desaparición de los ingresos extraordinarios que el auge inmobiliario había permitido obtener en la última década. Por todo ello, el deterioro del saldo de las Administraciones Públicas ha sido considerable, pasando de un superávit superior al 2% del PIB en 2007 a un déficit que, según las últimas cifras anunciadas por el Gobierno, podría situarse cerca del 10% del PIB en el presente ejercicio.

Con esta evolución se han agotado las posibilidades de actuación expansiva de la política fiscal. El desequilibrio fiscal ha alcanzado un nivel que exige una estrategia de corrección, que debe ser creíble, para que los agentes confíen en el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio plazo. En este sentido, el Gobierno acaba de anunciar los objetivos de estabilidad presupuestaria para el período 2010-2012, que comprometen un esfuerzo enorme de consolidación fiscal, pues aspiran a recortar el déficit desde casi el 10% del PIB que podría alcanzar en 2009 hasta el 3% en 2012, cumpliendo así con las directrices establecidas para España por el Consejo Europeo en relación con el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La magnitud de la corrección prevista en tan corto espacio de tiempo exige una ejecución presupuestaria muy estricta y la adopción de medidas enérgicas. El reciente incremento de algunos impuestos indirectos es un primer paso en esta dirección, aunque la experiencia del pasado muestra que para que los procesos de consolidación fiscal sean exitosos deben centrarse en recortes del gasto público y, en particular, del gasto improductivo. En este sentido, las Comunidades Autónomas, dada su participación en el gasto público, deberán contribuir activamente a la recuperación de la senda de consolidación fiscal y de estabilidad presupuestaria.

En todo caso, aunque las políticas monetaria y fiscal han desempeñado un papel muy relevante para compensar los tremendos impulsos contractivos que han sufrido las economías, no se puede seguir descansando en esos apoyos cuando se inicie la recuperación. Gobiernos y bancos centrales deben preparar el diseño de «estrategias de salida» del actual marco de actuación extraordinaria de las políticas fiscal y monetaria, con el fin de evitar que germinen procesos futuros de inestabilidad económica. Por ello, resulta imprescindible que el esfuerzo de política se concentre en las reformas que pueden contribuir a mejorar la productividad y el comportamiento de los mercados de factores y productos. Al contrario que en el campo de las políticas de demanda, aquí el margen de actuación es amplio y, además, sus efectos potenciales son muy significativos.

En el caso español, como antes recordé, uno de los principales problemas de nuestra economía reside en el mercado de trabajo. La actual crisis ha vuelto a generar un incremento fortísimo de la tasa de paro, que nos recuerda que el ajuste en esta economía se produce fundamentalmente mediante la destrucción de puestos de trabajo. Es necesario actuar para evitar

que el aumento del número de desempleados se enquistase y su grado de empleabilidad disminuyera rápidamente. Y también para permitir una rápida reasignación de recursos entre sectores, que facilite el relevo de la actividad inmobiliaria por otras ramas productivas.

La reforma laboral resulta ineludible y debería atender a diversos ámbitos. En el terreno de la negociación colectiva, parece necesario que las condiciones laborales y retributivas se ajusten con más flexibilidad a la situación económica, especialmente a la que atraviesan las empresas o los sectores productivos específicos. También es vital introducir cambios en los sistemas de contratación y una mejora de los sistemas de intermediación en el mercado laboral y de la movilidad y formación de los desempleados, para que los trabajadores que han perdido su empleo encuentren pronto nuevas oportunidades. Estas reformas no solo mejorarían las perspectivas de crecimiento a medio plazo de esta economía, sino que también contribuirían a evitar el deterioro del tejido productivo.

Obviamente, el mercado de trabajo, con ser importante, no es la única área que debería merecer la atención reformadora de nuestras autoridades. Muy vinculado al mercado laboral se encuentra la cuestión del capital humano y la educación, donde debe reiterarse que, aunque los réditos son, sobre todo, a medio plazo, la puesta en práctica de reformas es urgente. Finalmente, es imprescindible que España se dote de un entorno competitivo mucho más sólido, en el que nuestras empresas puedan desenvolverse de forma más eficiente y en igualdad de condiciones con las compañías de otros países. Dentro de ese entorno, el papel de los servicios es fundamental, dada su imbricación creciente con las actividades industriales. Además, la falta de liberalización de algunos segmentos puede estar limitando su expansión, lo que resulta especialmente pernicioso dado que este es un sector que engloba algunas de las actividades más dinámicas y con mayor capacidad de generación de empleo. En este sentido, la iniciativa recientemente planteada por el Gobierno para implementar la Directiva de Servicios, a través de un proyecto de ley que reúne actuaciones en numerosos ámbitos, debería ser aplicada de forma decidida, para lo que es preciso que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales colaboren en sus áreas de responsabilidad. También avanzar en el impulso de la competencia en las industrias de red permitiría que se suministraran *inputs* al resto de actividades productivas en condiciones más competitivas.

Para finalizar esta intervención, permítanme que realice un breve repaso de la situación del sistema bancario español.

Un rasgo diferenciador de la situación española es que pudo afrontar esta crisis con una posición relativamente fuerte de sus entidades de crédito. El modelo de negocio que estas han venido siguiendo ha sido el tradicional, enfocado en el segmento minorista, de modo que hemos sido ajenos al desarrollo de esos modelos más sofisticados que han dañado profundamente a las entidades de otros países —e incluso a sistemas financieros por completo—, lo que explica que el peso de los activos tóxicos en los balances de las entidades españolas sea irrelevante. También la actuación del Banco de España ayudó a que la posición de partida de las entidades fuera más sólida ante la crisis, al exigir la constitución de unas provisiones anticíclicas, que pudieran amortiguar la presión en las etapas negativas, y al definir perímetros de consolidación suficientemente amplios para los grupos bancarios, que permitieran una correcta valoración de los riesgos asumidos.

Estas buenas condiciones de partida permitieron que el sistema financiero español resistiera la primera oleada de la crisis financiera y siguiera canalizando la necesaria entrada de ahorro exterior, aunque por vías diferentes, pues la paralización de los mercados de activos titulizados exigió la apelación a fuentes alternativas, como las emisiones de papel a corto plazo y los

préstamos del BCE. Los depósitos, por otra parte, ganaron también peso relativo durante esta primera fase de las tensiones.

Sin embargo, la transformación de la crisis financiera en recesión ha dado lugar a una segunda oleada de riesgos para la estabilidad financiera, cuya naturaleza es, esta vez, eminentemente macroeconómica. Aunque nuestro sistema financiero afronta esta segunda oleada con la ventaja relativa de haber sido menos dañado por la primera, es indudable que el deterioro de la economía española presiona, por distintas vías, sobre las cuentas de resultados de bancos y cajas.

En concreto, la destrucción de empleo está empeorando la capacidad de pago de algunas familias, mientras que el descenso de la actividad está siendo especialmente acusado en el sector inmobiliario, que precisaba de abundante financiación y que había adquirido un elevado peso relativo en los balances de algunas entidades. De este modo, tras un largo período de expansión económica, en el que las ratios de morosidad alcanzaron niveles históricamente bajos, desde 2008 vienen mostrando repuntes significativos y cabe prever que la presión no se ha agotado todavía. Por otro lado, la actividad crediticia se ha ralentizado sustancialmente, como consecuencia de factores tanto de demanda como de oferta, y cabe esperar que el crédito crezca a un ritmo inferior al del PIB en los próximos meses, como ha ocurrido en otros ciclos similares.

Estos dos elementos —el menor ritmo de crecimiento del negocio bancario y el aumento de la morosidad— presionaron sobre las cuentas de resultados de los bancos y cajas de ahorros españoles en 2008. Sin embargo, el modelo de banca tradicional, mucho menos dependiente de la evolución de los mercados financieros, junto con el mantenimiento de unos diferenciales de tipos todavía favorables, permitió que los resultados fueran positivos, pese a la difícil situación económica.

Sin embargo, cabe esperar que esta presión sobre los resultados de las entidades españolas vaya a continuar en el futuro, debido tanto al incremento previsible de la morosidad como, más a medio plazo, porque la competencia por la financiación presionará los márgenes operativos a la baja, en un contexto de desapalancamiento del sector financiero y, en general, de la economía, que está teniendo lugar tanto en España como a nivel global y que no cabe considerar como algo transitorio.

Estoy convencido de que el sistema financiero español puede superar estos retos, aunque, como he repetido en distintas ocasiones, las entidades no van a ser inmunes a la crisis y no todas las entidades de crédito parten de una misma posición a la hora de afrontar esta difícil etapa, ya que siguieron políticas crediticias distintas en el pasado y gestionaron sus riesgos de forma diferente. En todo caso, es ineludible que las entidades se adapten a las nuevas circunstancias, racionalizando sus estructuras de costes operativos y corrigiendo el exceso de capacidad del sector.

El sistema financiero desempeña un papel central en toda economía, pues es la pieza clave en la asignación de los recursos financieros. Este papel es el que justifica que el Estado español, como han hecho otros gobiernos, se haya mostrado dispuesto a aportar capital a las entidades de crédito viables que lo necesiten. Esta no debe ser, desde luego, una aportación incondicional, sino que exige una reestructuración de las instituciones que reciban esos recursos públicos, lo que reducirá el coste para los contribuyentes y redundará en una mejora de la eficiencia del sistema. Es importante recalcar que, además, esta aproximación se ajusta plenamente a los principios comunes acordados en los foros internacionales y que han sido

respaldados expresamente en esta Cámara con un amplio consenso. Confío en que estos principios y este espíritu de cooperación en los asuntos de interés general relacionados con la estabilidad y la fortaleza de nuestro sistema financiero puedan materializarse pronto en un conjunto de disposiciones que refuercen la capacidad de actuación ante los problemas que se puedan presentar, en línea con la tradición del Banco de España y de acuerdo con la especificidad de las graves tensiones que estamos viviendo.