

## PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR

Luis M. Linde

La economía española está inmersa en una fase de recuperación que se inició en torno al verano del pasado año y ha puesto punto final a una larga y profunda recesión. La actividad fue mostrando un progresivo dinamismo a lo largo de 2013, materializándose en cifras positivas de crecimiento a partir del tercer trimestre. Los datos más recientes indican un reforzamiento de esta trayectoria en lo que ha transcurrido de 2014. El cambio se ha manifestado también en el mercado de trabajo, donde la larga etapa de destrucción de puestos de trabajo dio paso a una fase de modesta creación neta de empleo en el tramo final de 2013, que ha proseguido en 2014, de modo que ya se ha traspasado el umbral crítico de creación de empleo. Pese a esta paulatina mejora, la tasa de paro cerró el año en un nivel todavía inaceptablemente elevado.

Como refleja el análisis del *Informe Anual*, el cambio en la trayectoria de la economía española ha resultado de la confluencia de una serie de factores, tanto externos como internos.

Entre los primeros, el repunte de la actividad y del comercio mundiales en la segunda mitad de 2013 y el retorno del área del euro a la senda del crecimiento económico configuraron un entorno favorable para las exportaciones, la reducción de la incertidumbre y la recuperación de la confianza. Estos impulsos se vieron reforzados por los avances registrados en la construcción de la unión bancaria europea, que han contribuido a relajar las tensiones en los mercados financieros del área. En la misma dirección han operado los avances en los procesos de consolidación fiscal y de reformas estructurales registrados en los países del área del euro sometidos a mayores tensiones. Por supuesto, la tarea no está culminada y los retos pendientes son todavía importantes, como ha puesto de manifiesto la revisión anual que realiza la Comisión Europea sobre los principales desequilibrios macroeconómicos dentro del área.

La política monetaria del BCE ha contribuido de forma muy significativa a configurar un entorno más favorable. El tono fuertemente expansivo adoptado desde el inicio de la crisis ha contribuido a suavizar las graves tensiones financieras y ha mejorado las condiciones de financiación, si bien persisten importantes elementos de fragmentación y heterogeneidad que obstaculizan la transmisión de los impulsos monetarios a todas las zonas y sectores. En todo caso, la acción del BCE está suministrando el margen temporal imprescindible para que la consolidación fiscal y las reformas estructurales puedan rendir plenamente sus frutos y facilitar así la vuelta de nuestra economía y la del resto del área a una senda de crecimiento y de creación de empleo.

A pesar de todo ello, la economía española no habría podido adentrarse en una fase de recuperación si no hubiera avanzado, como lo ha hecho, en la corrección de los desequilibrios y en el diseño e implementación del programa de reformas. En 2013 se produjeron avances significativos en el saneamiento de las cuentas públicas, en la mejora de la competitividad y en la reestructuración del sistema bancario. Todo ello ha redundado en la normalización de los flujos de financiación externa que necesita la economía española para crecer de una manera sostenida.

En el ámbito de las cuentas públicas, el déficit se redujo en 2013 hasta el 6,6% del PIB, a pesar de la debilidad cíclica y el aumento de los pagos por intereses, por lo que el ajuste fue el resultado de un esfuerzo estructural considerable. Pero la tarea pendiente es toda-

vía importante y se encuentra lastrada por el elevado nivel alcanzado por la ratio de deuda pública en relación con el PIB.

En el terreno de la competitividad, la continuidad de la moderación de costes laborales y de precios permitió acumular nuevas ganancias a lo largo del año. El ajuste de los precios relativos de bienes y servicios frente al resto del mundo está ejerciendo un efecto muy favorable sobre nuestros intercambios comerciales con el exterior. El año se cerró con nuestro primer superávit por cuenta corriente de la era del euro, aunque el todavía elevado endeudamiento externo es un recordatorio de la necesidad de perseverar y profundizar en los logros alcanzados.

El proceso de reestructuración, recapitalización y saneamiento de nuestro sistema bancario experimentó un avance decisivo. El programa sectorial de ayuda financiera acordado con las autoridades europeas en 2012 para la recapitalización de una parte de aquel finalmente ascendió a 41 mm de euros y concluyó de manera exitosa en enero de 2014. En el esfuerzo total de recapitalización hay que incluir, además, otras actuaciones estrictamente privadas, entre las que ocuparon un lugar destacado los ejercicios de gestión de los instrumentos híbridos de capital y de la deuda subordinada. También se ha llevado a cabo una importante revisión de los marcos de regulación y supervisión microprudencial, tanto para reducir el riesgo de crisis futuras como para proteger mejor a los contribuyentes de sus efectos negativos. Aunque persisten retos importantes, el sistema está ahora en condiciones favorables para poder financiar adecuadamente la recuperación de la economía.

En 2013 se avanzó también en el necesario desendeudamiento del sector privado. Este año, el capítulo temático del *Informe Anual* se ha dedicado, precisamente, a analizar en profundidad este tema. El proceso sigue descansando todavía en la contracción agregada del crédito, pero ya se empiezan a percibir síntomas de mejoría. Así, desde mediados del año pasado, el crédito a las empresas se sigue contrayendo, pero a tasas paulatinamente menores, un cambio de tendencia que desde comienzos de 2014 ha comenzado a observarse también en el caso de los hogares. Los análisis más desagregados muestran que este comportamiento está siendo compatible con una recomposición de los flujos de crédito hacia aquellas empresas que están en mejor disposición para canalizar los fondos disponibles hacia inversiones impulsoras del crecimiento y del empleo.

Pese a los avances en el saneamiento de la economía española, la consolidación de la recuperación se enfrenta a retos de gran alcance como consecuencia de la profundidad de los efectos de la crisis. El nivel de desempleo y el endeudamiento de los sectores residentes son de gran magnitud y su absorción requerirá un período de tiempo considerable. La política económica deberá impulsar mejoras adicionales en la competitividad y la reasignación de recursos hacia sectores con mayor potencial de crecimiento, al tiempo que propicia el desendeudamiento de los sectores público y privado. Y ello deberá hacerse en un entorno en el que la baja tasa de inflación en el conjunto de la zona del euro y la apreciación del tipo de cambio suponen una dificultad añadida para avanzar en los ajustes pendientes.

El margen para instrumentar políticas nacionales expansivas es reducido. La política monetaria ya está desplegando impulsos considerables a escala europea, por lo que el reto es potenciar su transmisión hacia las empresas y las familias españolas. La actuación en el terreno fiscal debe regirse por la prioridad de seguir avanzando en el proceso de consolidación y desendeudamiento público. Los logros en esta dirección, en línea con los compromisos europeos, son una pieza clave para mantener la confianza de los inversores

y asegurar la financiación externa de la economía. La senda de objetivos establecidos a medio plazo para avanzar hacia la estabilidad presupuestaria debe ayudar a anclar las expectativas de los agentes sobre la evolución de las cuentas públicas y a facilitar la implementación de las medidas necesarias. Igualmente debe buscarse que la composición del ajuste fiscal permita suavizar el efecto contractivo de corto plazo sobre la actividad y mejorar el potencial de crecimiento. Sería deseable que la reforma del sistema tributario que el Gobierno tiene previsto presentar en la segunda mitad de este año subsane los problemas que aquejan a la tributación en España: capacidad recaudatoria reducida y sesgo hacia la imposición directa y las cotizaciones sociales, en tanto que resulta más perjudicial para la competitividad y el empleo. Contamos, en todo caso, con el efecto beneficioso para la sostenibilidad de las finanzas públicas derivado de la reforma de las pensiones.

El *Informe Anual* destaca el importante papel que las reformas estructurales desempeñan para culminar los ajustes pendientes, minimizar sus costes y restablecer la capacidad de crecimiento de la economía. El aumento de la sensibilidad cíclica de los precios inducido por las reformas está propiciando una corrección del desfase competitivo gestado durante el último ciclo expansivo, a la vez que la mayor flexibilidad del marco laboral ha favorecido la moderación salarial y esta, a su vez, está apoyando la creación de empleo. También se observa un cambio en el papel que desempeña la inflación pasada en el proceso de determinación de costes y rentas. Se trata de un cambio importante para la adaptación a los requerimientos de la pertenencia a la UEM que ha sido impulsado por diversas iniciativas y que se verá reforzado por la aplicación de la Ley de Desindexación de la Economía. Es importante que las reformas en los mercados de productos (Ley de Emprendedores, Ley de Garantía del Mercado Único y las reformas de la Ley Concursal, entre otras), diseñadas para incrementar la competencia y mejorar la eficiencia, se instrumenten con celeridad y ambición.

La perseverancia en este enfoque de la política económica permitirá asentar una senda de recuperación cada vez más firme, iniciándose el camino para la imprescindible reducción del alto nivel de desempleo, que constituye el legado más pesado de la crisis y es el principal problema económico y social de nuestro país.