

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

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

Comparezco ante esta Comisión, a petición de Sus Señorías, con la finalidad de informarles de la gestión que viene desarrollando el Banco de España para el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros y compartir con ustedes el análisis de la situación actual de los flujos de crédito.

Como saben, el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros está adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, al que la Ley asigna su administración, gestión y dirección a través de un Consejo Rector y de su Comisión Ejecutiva. En todo lo que se refiere a la dirección del Fondo se inscribe la comparecencia de ayer del Secretario de Estado de Economía ante esta misma Comisión. La función del Banco de España se circunscribe a la instrumentación de sus operaciones en la selección y adquisición de los activos financieros y a su actuación como banco depositario de su cartera. El Banco de España da cuenta de los detalles de la ejecución de las operaciones a la Comisión Ejecutiva con periodicidad bimensual, mediante un informe que contiene datos detallados sobre la instrumentación del Fondo. El primero de estos informes periódicos ya fue elevado por el Banco de España a la Comisión Ejecutiva del Fondo, y es conocido por Sus Señorías.

Tal y como se detalla en dicho informe, hasta la fecha se han celebrado cuatro subastas, en las que se ha adjudicado una cifra total próxima a los 20.000 millones de euros. La instrumentación del Fondo ha consistido en la formalización y liquidación de las operaciones, que se lleva a cabo mediante la compraventa, temporal o a vencimiento, de los activos financieros que pasan así a integrarse en el patrimonio del Fondo. A su vez, se han realizado las tareas de mantenimiento de la cartera de los valores adquiridos.

A ninguno se nos oculta que esta comparecencia tiene lugar en un momento particularmente delicado, no solo para la economía española, sino también para la economía mundial. Sería preciso remontarse al menos ochenta años atrás para encontrar una situación de riesgo global comparable a esta. En dichas condiciones, es obligado huir de enfoques simplistas, centrados en parcelas aisladas de la realidad y del contexto complejo en el que estas se insertan.

Comprenderán, por tanto, Sus Señorías que oriente mi comparecencia no solo a exponer y analizar la información de la que disponemos en estos momentos, sino también a contextualizarla adecuadamente en el marco de los desarrollos que están teniendo lugar en los mercados financieros y crediticios internacionales y en la propia economía española.

Permítanme, pues, que comience revisando los datos más recientes de los que dispone el Banco de España en su doble condición de supervisor de las entidades de crédito y de productor de las estadísticas monetarias y financieras, unas estadísticas que ponemos a disposición de la sociedad de manera regular a través de nuestras publicaciones y nuestra página en Internet. Como sin duda comprenderán, sin embargo, el proceso de recogida y procesamiento de la información de base que sirve para elaborar esas estadísticas lleva su tiempo, de manera que, en estos momentos, los datos más actuales que podemos manejar corresponden al mes de enero, si bien he de advertir que tienen todavía un carácter eminentemente provisional.

La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda 3118/2008, que desarrolla el Real Decreto Ley 6/2008, ha encomendado recientemente al Banco de España la realización de «un análisis

cuatrimestral de las condiciones financieras generales en las que se enmarca la actividad del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros así como de la evolución del crédito bancario», que será remitido al Gobierno, que, a su vez, lo enviará al Congreso en el marco de las actividades programadas de control parlamentario de la actividad de dicho Fondo. Será entonces cuando dispongamos de la información completa correspondiente al primer trimestre de este año.

Tomando, pues, enero como mes de referencia, el crédito a las familias y a las empresas españolas estaría creciendo a una tasa interanual de casi el 6% (5,8%). En términos netos, esto es, descontando el efecto de las amortizaciones de préstamos pasados, este sector recibió financiación por valor de aproximadamente 110.000 millones de euros en los doce últimos meses.

Si descendemos a la descomposición de esas cifras por segmentos del mercado, encontramos diferencias de cierta magnitud entre empresas y familias. Los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de viviendas mostraban una tasa de crecimiento cercana al 4% (4,2%), que era superior a la correspondiente a los créditos para el consumo y otros fines (3%).

Los fondos concedidos a las empresas, sin embargo, mostraban un dinamismo mayor, con tasas en el entorno del 6% (6,1%). Aunque es necesario precisar que esa tasa oculta diferencias importantes entre distintos sectores productivos. He de señalar que la información que nos permite llevar a cabo esa descomposición sectorial está disponible con algo más de retraso, pero nada apunta que vayan a romperse las tendencias anteriores, que han venido mostrando una desaceleración mucho más acusada de la financiación a las empresas de la construcción y a las dedicadas a los servicios de promoción inmobiliaria y una menor pérdida de dinamismo de la correspondiente a la industria y a las restantes empresas de servicios.

Es muy posible, en todo caso, que una parte de este crecimiento del crédito empresarial refleje no tanto las decisiones de concesión más recientes de bancos y cajas como un uso más intensivo por parte de las sociedades no financieras de las líneas de crédito abiertas en el pasado, en unas condiciones menos exigentes que las actuales, sobre las que las entidades tienen escaso o nulo margen de acción.

En esta misma línea, quiero señalar que el dinamismo que reflejan las tasas de crecimiento interanuales se modula notablemente cuando se adopta una perspectiva temporal más corta que el año. De este modo, si atendemos solo a los tres últimos meses que van desde noviembre de 2008 hasta enero del presente ejercicio, la tasa de crecimiento del crédito a los otros sectores residentes, elevada a términos interanuales para facilitar su comparación con el dato anterior, se reduce prácticamente hasta valores algo por encima del 2% (2,1%). O, lo que es lo mismo, unos 10.000 millones de euros de incremento en el saldo vivo del crédito total concedido por las entidades residentes en nuestro país en el último trimestre de pasado ejercicio, que, elevados a cifras anuales, supondrían algo más de 40.000 millones de euros.

Para contextualizar este comportamiento del crédito en España puede resultar útil, como primera referencia, compararlo con la evolución de los préstamos bancarios en otros países relevantes de nuestro entorno, con la salvedad, que hemos de tener muy presente, de que en alguno de ellos (específicamente, en Estados Unidos) las entidades de crédito desempeñan un papel mucho menos activo en la financiación de las empresas, que acuden directamente a los mercados en mucha mayor medida que en nuestro país.

Permítanme que, en aras de la concisión, les ahorre el detalle de las cifras y me limite a resaltar que lo que esa comparación pone de manifiesto es que el proceso de pérdida de dinamismo del crédito es común a la mayoría de las economías, y singularmente a las de la UEM, el Reino Unido y Estados Unidos. En nuestro país, la desaceleración ha sido más marcada porque veníamos de tasas más elevadas, pero la profundidad adquirida por el proceso ha sido hasta el momento menor que en esas otras economías.

Otra referencia clave es el comportamiento del crédito en otras fases de debilidad cíclica. Desde esta perspectiva, el ajuste del crédito no debería sorprendernos, pues se trata de una variable que se caracteriza por mostrar un comportamiento marcadamente cíclico: cuando la economía crece, los préstamos bancarios tienden a hacerlo a un ritmo comparativamente mayor, de manera que las ratios de endeudamiento del sector privado se incrementan. Por el contrario, las fases bajistas del ciclo vienen acompañadas de rápidas contracciones del ritmo de avance del crédito, cuya expansión tiende a situarse por debajo de la correspondiente al propio PIB, y el endeudamiento relativo de las empresas y de las familias desciende.

El comportamiento del crédito y del PIB españoles se ajusta con absoluta precisión al patrón que acabo de describir. Durante la última recesión de nuestra economía, a finales de 1993, se registró una contracción interanual de los préstamos bancarios de algo más de 2 puntos porcentuales (2,2%), poco después de que el crecimiento nominal del PIB alcanzara un mínimo solo ligeramente superior a cero. Y ello cuando no existían tensiones financieras comparables a las que estamos viviendo en la actualidad.

En apenas un mes, haremos públicas nuestras previsiones de crecimiento para la economía española, continuando así la práctica que iniciamos hace dos años. Como sin duda entenderán, no estoy aún en disposición de proporcionar ninguna cifra concreta. Pero, aun sin afinar demasiado los números, es fácil anticipar que estos marquen una recesión de cierta magnitud, como lo están haciendo ya las previsiones que han ido adelantando otros organismos, como el Fondo Monetario Internacional, la Comisión Europea o la OCDE.

No cabe duda de que la economía española está inmersa en un período de contracción con baja inflación, lo que determinará un ritmo de crecimiento nominal muy modesto, si no negativo. Como hemos visto en el pasado, una situación de estas características debería llevar, por sí sola, a un comportamiento muy débil, o incluso negativo, de la expansión del crédito.

Sobre este escenario hay que superponer ahora los efectos igualmente contractivos sobre los préstamos, que se derivan, por un lado, de la severidad de la crisis de confianza que acompaña a la actual recesión y, por otro, de la elevada tensión financiera que inevitablemente acompaña a los graves acontecimientos que se han producido a nivel mundial, con importantes episodios de quiebras bancarias que han requerido ya voluminosos y excepcionales planes de rescate en los países afectados.

De este modo, Señorías, quiero comenzar mi valoración de la situación del crédito en España deteniéndome, en primer lugar, en explicar las razones por las que la fuerte contracción que está experimentando la economía española arrastra de manera inevitable al crédito. Dejo así, para más adelante, la consideración de los efectos que se derivan más directamente de la situación de crisis que se vive en los mercados financieros internacionales.

Como en el caso de tantos otros bienes y servicios, el comportamiento observado del crédito responde a la presión de distintas fuerzas que operan tanto por el lado de la demanda como

por el de la oferta y que, en este caso, se mueven en particular sintonía con la situación cíclica de la economía.

Las fases bajistas del ciclo se caracterizan, en primer lugar, por un retramiento generalizado del gasto de las familias y de las empresas, que, lógicamente, se traduce en una menor necesidad de fondos con los que financiar esos gastos. Asimismo, las expectativas de empresarios y trabajadores sobre sus rentas futuras y, en el caso de estos últimos, sobre sus perspectivas de empleo suelen revisarse a la baja en momentos de recesión, sobre todo si esta resulta de la necesidad de corregir desequilibrios acumulados durante la fase expansiva del ciclo. Es evidente que de esta revisión de su propia capacidad futura de pago se derivan igualmente efectos contractivos sobre la demanda de crédito.

Como seguramente conocen Sus Señorías, desde comienzos del año 2003 el Banco de España, en coordinación con el resto de los bancos centrales del Eurosistema, lleva a cabo una encuesta trimestral regular entre las entidades de crédito, con objeto de comprender mejor la evolución de los mercados crediticios en el área del euro: la Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Este es uno de los pocos instrumentos de los que disponemos para separar los componentes de demanda y de oferta que subyacen al comportamiento observado del crédito. Pues bien, la Encuesta muestra claramente que la demanda de préstamos del sector privado viene reduciéndose en España desde finales de 2006, antes, pues, del estallido de la crisis financiera internacional y más en línea con los primeros signos incipientes de un proceso de ajuste de la economía española que esa misma crisis ha venido más tarde a acelerar.

El retroceso de la demanda, sin embargo, resulta insuficiente para explicar, por sí solo, la fuerte desaceleración observada en el crédito. La posición cíclica de la economía desempeña igualmente un papel central en el comportamiento de la oferta de financiación. Cuando el crecimiento del PIB se adentra en territorio negativo y aumenta el desempleo, las empresas y las familias encuentran mayores dificultades para atender a los pagos que se derivan de sus deudas y esto obliga a las entidades de crédito a derivar hacia la cobertura de una creciente morosidad los fondos que, en otras circunstancias, podrían haberse destinado a alimentar el flujo de crédito. Este incremento de la morosidad es patente en nuestro país, aunque se parte, ciertamente, desde unos niveles iniciales bastante moderados y los bancos y cajas españoles han dispuesto de un importante colchón de provisiones con el que hacer frente a este aumento de los impagos.

Desde una perspectiva más de medio plazo, el mismo fenómeno de revisión a la baja de las expectativas sobre el dinamismo futuro de la economía que afecta negativamente a la demanda de préstamos incide también sobre las entidades, que, enfrentadas al cambio de ciclo, tenderán a corregir al alza la evaluación de los riesgos implícitos en sus operaciones y, por tanto, a endurecer sus condiciones de oferta de nuevos fondos.

Las respuestas de las entidades a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios confirman que estos efectos de oferta están desempeñando un papel importante también en la evolución reciente del crédito en España. Más concretamente, la Encuesta evidencia que el endurecimiento que está teniendo lugar viene motivado, fundamentalmente, por una revisión de las expectativas de bancos y cajas sobre el crecimiento económico en general; sobre el futuro de mercados concretos de gran relevancia para el crédito, como el de la vivienda; o sobre la solvencia de los consumidores.

Otros factores, como las dificultades para financiar los préstamos o las potenciales limitaciones asociadas a los niveles deseados de capitalización, que están más directamente vincula-

dos a la situación de crisis que se vive actualmente en los mercados financieros internacionales, desempeñan un papel bastante menos destacado, a pesar de que su influencia podría estar comenzando a crecer, con lo que vendrían así a sumarse a los condicionantes cíclicos tradicionales de la oferta de crédito.

En pasadas comparecencias he tenido ocasión de comentar con detenimiento cómo, por distintos motivos, esta crisis financiera internacional alcanzó a las entidades de crédito españolas en una posición de relativa fortaleza, que les permitió resistir sin mayores contratiempos el primer embate. Sin embargo, la prolongación de esas tensiones y, sobre todo, el proceso de retroalimentación entre las vertientes financiera y real de las distintas economías a que han dado lugar han generado una segunda ronda de efectos, indirectos o inducidos. Eludir alguno de estos efectos indirectos va a resultar más complicado.

Entre los que no deberían generar mayor preocupación figuran los efectos ligados a la persistencia de un problema de falta de liquidez en los mercados monetarios. Cuando las tensiones de liquidez se vuelven crónicas, aumenta el peligro de que terminen degenerando en situaciones de insolvencia. En lo sustancial, sin embargo, este riesgo ha sido cubierto por las acciones acometidas por el Eurosistema, que ha ampliado sustancialmente el volumen de liquidez que presta a las entidades, al tiempo que ha extendido, de manera amplia también, el rango de valores que admite como garantías en esas operaciones de préstamo. La voluntad manifiesta de mantener esta política mientras perduren las tensiones refuerza mi convencimiento de que este tipo de riesgos no debe actuar ya como una restricción determinante.

Pero, más allá de los problemas de liquidez, los excesos evidentes cometidos en muchos países durante una larga etapa de condiciones financieras marcadamente laxas están forzando ahora un proceso generalizado de desapalancamiento entre los intermediarios financieros, que encuentran ahora en sus niveles de capital una limitación en su capacidad para conceder préstamos. La información de la que disponemos en estos momentos no hace pensar que en España este efecto pueda ser importante aún, pero es evidente que se trata de una fuente de riesgos que debe tenerse en cuenta.

Asimismo, el colapso en el que continúan sumidos los mercados mayoristas internacionales en los que nuestras entidades habían venido captando la mayor parte de los recursos externos necesarios para financiar el exceso de gasto interno plantea retos importantes para nuestro sistema financiero. Las soluciones transitorias puestas en práctica ante la primera ola de efectos directos de la crisis —y me refiero, naturalmente, al recurso al Eurosistema y a la emisión de papel comercial— están siendo de utilidad, pero tienen un recorrido limitado. Como en el caso del desapalancamiento, nuestros análisis no revelan que las dificultades de financiación estén desempeñando un papel determinante en estos momentos, pero apuntan a que podrían estar aumentando su influencia en la política crediticia de las entidades.

Por último, aunque no por ello menos importante, el comienzo de un período de recesión económica, sobre todo cuando se enmarca en un contexto de crisis financiera, ofrece un caldo de cultivo propicio para la sobrerreacción, tan habitual, por otra parte, en los mercados financieros. La tendencia a la sobrerreacción puede llevar a exagerar los riesgos de los prestatarios por parte de las entidades y, consecuentemente, traducirse en una contracción excesiva de su oferta de crédito.

Todos estos riesgos de restricción crediticia, como consecuencia de la necesidad de desapalancamiento, de la insuficiencia de recursos disponibles en los mercados mayoristas y

de la tendencia hacia la sobrerreacción, no son, en modo alguno, exclusivos de las entidades españolas. Antes al contrario, alguno de ellos se ha materializado ya, con efectos ciertamente severos, para determinadas entidades de otros países. En respuesta a los mismos, se han adoptado medidas excepcionales en varios Estados y se ha avanzado en el diseño de orientaciones concertadas comunes en algunas áreas, como la Unión Europea. Las distintas experiencias de esas intervenciones permiten componer una especie de «recetario» del arsenal utilizado, que tiene sentido revisar de manera sintética con objeto de comprender mejor cuáles son las herramientas disponibles y cuál es su potencial eficacia para corregir las adversas condiciones en las que se desenvuelve la disponibilidad de crédito.

Un primer grupo de actuaciones se encaminó a detener la extensión del proceso de desconfianza en el sistema bancario que comenzó a ponerse en marcha como resultado de las tensiones a las que se vieron sometidos algunos bancos concretos, ninguno de ellos español, en la fase inicial de la crisis. Ante el peligro inminente de un episodio de pánico bancario, que podría haber llevado al colapso del sistema financiero de manera simultánea en varios países, se ampliaron las coberturas de los fondos de garantías de depósitos y, con carácter más general, las autoridades se comprometieron a no permitir que eventuales quiebras pudieran redundar en perjuicio para los depositantes. No creo pecar de optimista si afirmo que este objetivo fue plenamente alcanzado.

En el ámbito de la liquidez, es posible identificar también varias acciones emprendidas con el objetivo de asegurar la disponibilidad de la misma a plazos superiores a los que actualmente se contemplan en las operaciones de política monetaria, incluso después del aumento de las cantidades y de los plazos de las subastas habituales del Eurosystema. La creación, en nuestro país, del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros constituye un buen ejemplo del tipo de instrumentos específicos que se han diseñado en este contexto para el suministro de liquidez a horizontes más dilatados.

En los países más afectados por la crisis, se han adoptado también medidas para prevenir que el proceso de desapalancamiento de las entidades de crédito repercuta negativamente sobre su capacidad para financiar proyectos de gasto, mediante la recapitalización de los bancos con fondos públicos y la puesta en marcha de programas de compra de activos bancarios dañados. Como conocen Sus Señorías, ninguna de estas acciones ha sido necesaria en el caso español, aunque el Real Decreto Ley del pasado mes de octubre ha establecido la base legal para, si fuera necesario, realizar operaciones de recapitalización. Habida cuenta de la enorme incertidumbre que continúa envolviendo el futuro de esta situación de crisis financiera internacional, cerrar la puerta al posible uso de medidas de este tipo en algún momento posterior del proceso no parecería una actitud prudente.

Como es bien conocido, las entidades españolas no tienen en sus balances activos de los que se han venido en denominar «tóxicos», lo que ha suministrado un importante factor de resistencia frente al primer embate de la crisis que ha marcado una diferencia muy relevante con lo que está sucediendo en los sistemas financieros nacionales más severamente afectados. Sin embargo, ello no supone que nuestro sistema financiero vaya a ser inmune frente a los procesos que la crisis financiera ha desatado.

En todo caso, si la profundidad de la crisis financiera y el deterioro del entorno macroeconómico que la acompaña terminan por materializar un proceso de reestructuración en el sistema financiero español, no debemos olvidar la existencia de otra fortaleza singular en nuestro marco institucional. En España, a diferencia de otros países, contamos con fondos de garantía de

depósitos, que se financian mediante las contribuciones del propio sector y que pueden desempeñar, llegado el caso, un papel importante en posibles operaciones de saneamiento de alguna entidad. Su concurso en este tipo de situaciones se mostró eficaz en el pasado, lo que supone un activo en términos de experiencia y de reputación que puede resultar de gran utilidad.

Señorías, han pasado casi 20 meses desde que estalló la crisis financiera internacional y el sistema bancario español ha demostrado durante este tiempo su solidez y su solvencia. Pero esto no significa que sea inmune a la mayor crisis económica y financiera mundial de los últimos tiempos. Es posible, como he dicho anteriormente, que la profundidad de la misma pueda implicar un proceso de reestructuración de nuestro sistema bancario. De producirse, el Banco de España actuará de la forma que lo ha hecho siempre: con el objetivo de que ni los depositantes ni los acreedores se vean en absoluto afectados. Y, por supuesto, con discreción y profesionalidad.

Volviendo ahora al repaso del arsenal de medidas adoptadas, hay que destacar las destinadas a afrontar las dificultades de financiación en los mercados mayoristas internacionales mediante la concesión de garantías públicas a las emisiones de bonos de las entidades que cumplen unos determinados requisitos. La Comisión Europea ha diseñado un marco común para la concesión de estas garantías en Europa, con el fin de reducir al mínimo los posibles efectos dañinos sobre la competencia y la igualdad de condiciones. Son numerosos los países, incluido el nuestro, en los que entidades están haciendo uso ya de estas facilidades y, aunque su introducción no está libre de complicaciones, puede afirmarse que con ello se ha empezado a restablecer las posibilidades de recurrir a la financiación a través de los mercados, superándose uno de los factores más graves de bloqueo. Lo cual no evita que la financiación disponible siga siendo escasa y onerosa, pues los ahorradores siguen proporcionando financiación con mucha cautela y exigiendo mayor remuneración.

Este breve repaso no sería completo si no mencionara siquiera la existencia de otro conjunto de medidas, importante también, cuyo objetivo es paliar los efectos que el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito puede generar sobre sectores o agentes concretos particularmente vulnerables a este tipo de tensiones. Dentro de este tipo de acciones se sitúan, por ejemplo, las diversas medidas adoptadas para facilitar el acceso a los fondos de las pequeñas y medianas empresas o la renegociación de las condiciones de los préstamos de las familias en situación de especial dificultad. En nuestro país, se han emprendido, en esta línea, programas muy cuantiosos de financiación, orientados a estos sectores, a través del Instituto de Crédito Oficial.

El conjunto de medidas disponible es, por lo tanto, muy extenso. Los retos y las complicaciones son tan grandes que los países más severamente afectados siguen batallando por encontrar fórmulas apropiadas, por lo que no pasa un día sin que oigamos hablar de alguna propuesta nueva. Sin embargo, ninguna de estas medidas está exenta de riesgos, y no solo en términos de sus posibles efectos negativos sobre la competencia o la igualdad de oportunidades. La mayor parte de estas acciones requiere, de uno u otro modo, un gran esfuerzo presupuestario por parte de los Estados, por lo que resulta imprescindible abordarlo de manera que no suponga un grave peligro para la solidez a largo plazo de las finanzas públicas. Igualmente, debe prestarse gran atención a las condiciones adecuadas que se han de exigir en contrapartida a las entidades favorecidas por las medidas o al diseño de los mecanismos apropiados de control del buen uso de las ayudas.

Una vez completado el análisis de la evolución crediticia reciente y de las medidas con las que se está tratando de abordar la tensión financiera existente, me interesa especialmente dedicar la última parte de esta comparecencia a hacer algunas consideraciones sobre la perspectiva desde la que se deben analizar las restricciones crediticias que vive la economía española en la actual encrucijada. Dicho análisis, a mi juicio, debe asentarse sobre dos premisas básicas. La primera es el reconocimiento de que la evolución del crédito en nuestro país no se puede desligar de la existencia de una crisis financiera de naturaleza global, sobre cuya solución no tenemos margen de influencia significativo. La segunda es que esa crisis llega a nuestro país cuando la economía se encontraba ya en medio de un proceso de ajuste que, en cualquier caso, habría tenido efectos contractivos importantes sobre la oferta y la demanda de recursos financieros.

Si se ignoran estas premisas, podemos deslizarnos fácilmente, empujados por la lógica ansiedad por encontrar una salida a las tensiones financieras que viven las empresas y las familias, hacia diagnósticos equivocados, basados en explicaciones simplistas, que lleven a creer que la solución se encuentra en fórmulas mecánicas que, lejos de proporcionar alivio, pueden resultar, a la postre, contraproducentes.

No es difícil identificar ya alguno de esos peligros en las voces y en las propuestas que se elevan en determinados países a favor del nacionalismo económico y del proteccionismo, basadas en la falsa creencia de que la vuelta a la defensa de los intereses nacionales puede proteger a cada economía de los efectos de una espiral contractiva global. Los resultados de esa estrategia son bien conocidos: cuando cada país se embarca en una dinámica de protegerse a sí mismo, el resultado es una amplificación de los impulsos recesivos globales. Esa fue la fuerza más destructiva de la Gran Depresión. Esa es una lección que no conviene olvidar.

El alivio de las tensiones pasa necesariamente por una acción concertada y coordinada entre el mayor número posible de países, que sea capaz de devolver la confianza a los mercados financieros, de impulsar una dinámica de saneamiento de las instituciones financieras y de impulsar el dinamismo del gasto. En un marco de libertad de comercio y de transacciones financieras, la coordinación de las políticas nacionales refuerza y multiplica sus efectos, amplificando así los impulsos expansivos que de ellas se derivan. El corolario evidente de este razonamiento es que cualquier plan de acción que se emprenda debe, necesariamente, articularse y encontrar su acomodo en el marco de los acuerdos adoptados internacionalmente.

Y tampoco podemos cometer la equivocación de deslindar la trayectoria del crédito en nuestro país del resto de los factores que confluyen en el severo ajuste por el que está atravesando la economía española. Nada sería más contraproducente que caer en la simplificación errónea de que la salida de la crisis depende exclusivamente de la existencia de una disponibilidad abundante de financiación crediticia.

Antes de que anglicismos como *subprime*, *conduit* y otros tantos pasaran a formar parte de nuestro vocabulario común, la economía española acumulaba una serie de desequilibrios internos que habían ido socavando su dinamismo y que hacían inevitable un ajuste, que habría podido ser gradual si las circunstancias internacionales no hubiesen cambiado tan dramáticamente. En cualquier caso, en una tesitura en la que se da la desafortunada coincidencia del ajuste interno con unas condiciones externas extraordinariamente adversas, la recuperación de la confianza, adicionalmente dañada por los acontecimientos excepcionales que se están viviendo a escala mundial, y la reanimación del gasto, sobre el que se han acumulado numerosos factores contractivos, no serán posibles si no se abre camino la perspectiva de una absorción de los desequilibrios acumulados.

La reanimación del crédito forma parte, sin duda, de la solución, pero esta no es posible si no se dan las condiciones adecuadas para que las empresas y las familias recuperen la confianza en sus rentas futuras y dispongan de bases sólidas sobre las que asentar sus planes de gasto de consumo o inversión, o de generación de empleo en el caso de las empresas. En ocasiones anteriores me he referido a los fenómenos que estamos viviendo como resultado de la confluencia de una serie de círculos viciosos que se realimentan entre sí. Los consumidores gastan menos porque temen por el futuro de sus rentas. Las empresas invierten menos y contratan menos trabajadores porque esperan menos demanda y se enfrentan a mayores dificultades financieras. Los bancos y cajas prestan menos porque captan menos recursos y temen por la solvencia de los prestatarios. Son círculos viciosos que difícilmente se pueden romper por un solo punto. El estado de la confianza y el tono de las expectativas son determinantes no solo de las decisiones de gasto y de la demanda de financiación, sino también de la percepción del riesgo y de los requisitos exigibles en la concesión del crédito. Y la recuperación de la confianza y la mejora de las expectativas, aunque no serán independientes de la evolución de la crisis internacional, dependerán en gran medida de la capacidad que vaya mostrando la economía para enfrentarse a las adversas circunstancias existentes y superar los retos presentes.

Hay que ser conscientes, además, de que, en cualquiera de los escenarios posibles de superación de esta crisis, las condiciones crediticias habrán de ser necesariamente más limitadas y más restrictivas que antes de la misma. Durante la larga fase de expansión, el endeudamiento de las familias y de las empresas españolas creció a un ritmo que, repetidamente, el Banco de España calificó como insostenible. Es muy difícil, a mi juicio, que esta economía pueda reencontrar una senda de reactivación sólida y sostenida del gasto sin que, previamente, haya avanzado el proceso de saneamiento de la posición patrimonial del sector privado que ya está en marcha.

El sistema financiero español tendrá también que adaptarse a estas nuevas condiciones. Su buena salud global es un activo de primer orden para la economía española, pero debemos velar para que esa solidez se preserve en las condiciones de tensión financiera y deterioro macroeconómico que estamos viviendo. No resulta verosímil pensar en escenarios de reanimación de los flujos de financiación si no se asientan en un sistema de intermediarios sólido y rentable. Si el sistema financiero español se debilitara severamente, como ha ocurrido en otros países, la financiación de la economía se haría aún más difícil y el crecimiento se resentiría en mayor medida.

Por otra parte, el restablecimiento de bases adecuadas para la recuperación de la confianza y para la reanimación de los planes de gasto del sector privado descansa, en buena medida, en que el ajuste de la economía se traduzca en una mejora de la competitividad y de las condiciones del mercado de trabajo. Tras varios años de vigorosa generación de empleo, hemos entrado en un proceso de destrucción de puestos de trabajo y de aumento del desempleo de una intensidad superior a la de recesiones anteriores. Ello refleja la persistencia de algunos rasgos estructurales de nuestro mercado de trabajo que no resultan problemáticos cuando la economía se expande, pero que tienden a descargar el peso del ajuste de manera excesiva sobre el empleo cuando cambia el ciclo. Y ello contribuye a que el consumo se contraiga de manera más acusada que la renta disponible y a que la contracción de la inversión no se limite al componente residencial, donde la necesidad de un ajuste es evidente, sino que también afecte de manera intensa al resto de la inversión productiva. El efecto propagador de las tendencias contractivas que ejerce el aumento del desempleo también se transmite a la morosidad, a la calidad de los activos bancarios y, en definitiva, repercute sobre el endurecimiento de las condiciones en la concesión de créditos. Y en estas condiciones es muy probable que una

parte importante de los posibles impulsos expansivos que se puedan generar vea frenada su traslación efectiva al gasto.

Todo ello es suficientemente ilustrativo de la complejidad que subyace a la contracción económica y financiera que estamos viviendo, en el marco de la primera crisis crediticia global de la historia económica reciente. Espero haber sido capaz de transmitirles la imposibilidad de considerar las tensiones crediticias como si de un fenómeno aislado se tratara. El corolario de ello —y con esto termino, Señorías— es que cualquier programa de acción efectivo debe contemplar acciones coordinadas en diversos frentes, que permitan abordar de manera conjunta los no pocos retos a los que se enfrenta la economía española en estos momentos. Este es el enfoque adoptado a nivel internacional, que también nosotros hemos de seguir, adaptándolo a las particularidades del proceso de ajuste emprendido y de la situación diferenciada de nuestro sistema financiero.

Muchas gracias.

25.2.2009.