
14.10.2026

Incertidumbre, transformación y resiliencia

CREO 2026/Cinco Días-Prisa Noticias

Madrid

David López Salido

Director general de Economía

Señoras y señores, autoridades, representantes del mundo empresarial y financiero:

Permítanme comenzar agradeciendo a Cinco Días, a PRISA Noticias y a quienes hacen posible CREO 2026 su invitación y, sobre todo, su capacidad para reunir en un mismo foro a quienes deben dialogar si queremos tomar mejores decisiones en una coyuntura de cambio constante.

Quisiera ordenar esta intervención en torno a tres ideas. Primero, estamos ante un cambio de época: una transformación global de enorme profundidad, marcada por la incertidumbre y por tres grandes fuerzas o vectores transformadores: la geopolítica, la tecnología y la demografía. Segundo, este nuevo entorno genera vulnerabilidades, pero también abre oportunidades para innovar, invertir y elevar la productividad (sostén primordial del bienestar general). Aprovecharlas exigirá reforzar nuestra resiliencia económica y financiera. Y tercero, España afronta esta etapa con palancas sobre las que construir esta resiliencia, aunque con retos muy significativos.

Un cambio de época: Incertidumbre con tres vectores transformadores

Mervyn King (gobernador del Banco de Inglaterra durante la crisis financiera, en su reciente libro *Radical Uncertainty*) ha descrito con precisión la diferencia entre situaciones de riesgo o de incertidumbre. El riesgo permite asignar probabilidades a situaciones futuras; sin embargo, la incertidumbre aparece cuando ni siquiera conocemos bien el conjunto de acontecimientos posibles a los que cualquier decisor económico se enfrenta. No se trata, por tanto, de predecir con más decimales. Se trata de reconocer que existen escenarios que no caben todavía en nuestros modelos, y de construir organizaciones y sociedades capaces de funcionar cuando esos escenarios se materializan.

Ese es el desafío de nuestro tiempo: un cambio de época impulsado por tres fuerzas transformadoras.

En primer lugar, la incertidumbre geopolítica ha convertido los factores de oferta en una fuente central de vulnerabilidad macroeconómica. Controles de exportación, conflictos arancelarios y disrupciones logísticas pueden transformar dependencias comerciales en cuellos de botella estratégicos. La producción depende de complementariedades críticas: el fallo de un elemento de la cadena global de valor—un componente, una ruta marítima, energía o minerales esenciales— puede paralizar actividades que trascienden al sector afectado. Y estos shocks inesperados no se transmiten de forma proporcional a la economía: bloqueos pequeños pueden elevar de forma no lineal los costes, reducir la capacidad productiva y generar presiones inflacionistas.

Simultáneamente, la segunda gran transformación es tecnológica. La inteligencia artificial plantea un desafío solo comparable al de las grandes revoluciones industriales: la máquina de vapor, la electricidad o las tecnologías de la información. Visto desde esta perspectiva, la IA transformará simultáneamente procesos de producción, modelos de negocio, la organización del trabajo, y la estructura de los mercados de bienes, de servicios y financieros.

Ante esta revolución tecnológica, hay quienes esperan ganancias de productividad rápidas y casi automáticas y quienes prefieren esperar ante la incertidumbre del cambio. A mi juicio, conviene situarse entre la euforia y la excesiva cautela. La inteligencia artificial ofrece potenciales ganancias de eficiencia muy relevantes, pero su magnitud, velocidad y distribución dependen de decisiones complementarias: inversión, capital humano, datos fiables, ciberseguridad, competencia y capacidad de rediseñar procesos. Todo ello exige una gobernanza institucional que garantice eficiencia, seguridad y equidad. La pregunta relevante para una empresa, una entidad financiera o una administración es cómo integrar la IA antes, mejor y con más seguridad.

La tercera transformación es demográfica, social y climática. La disminución de la natalidad, el envejecimiento, la movilidad internacional y las necesidades de adaptación climática coinciden con una euforia innovadora cuyos beneficios podrían no ser distribuidos social y económicamente de forma eficiente si no se amplían las capacidades de acceso, formación y adaptación a la inteligencia artificial. Además, la demografía no es un dato periférico: condiciona la oferta de trabajo, la sostenibilidad de los sistemas de protección social, la vivienda, la educación, y la productividad.

¿Qué implicaciones económicas tienen estos cambios? Precios de bienes y servicios y tipos de interés a medio plazo.

En el contexto que acabo de describir, **debemos estar preparados para una inflación (en los precios de los bienes y los servicios) más volátil y, en determinados momentos, más elevada.** Los shocks energéticos, los problemas en las cadenas de suministro y las barreras comerciales pueden mantener elevados los costes y alimentar la inflación. En contraste, la IA podría reducir costes y precios a medio plazo gracias a mejoras de productividad. No existe, por tanto, una única “inflación de oferta”, sino fuerzas heterogéneas, con efectos distintos y horizontes temporales diferentes sobre la inflación global.

La segunda implicación del nuevo contexto global es financiera. Durante años, el exceso mundial de ahorro contribuyó a mantener bajos los tipos de interés. Hoy podemos estar entrando, como han señalado Charles Goodhart y Kenneth Rogoff, en una fase de mayor demanda de financiación por encima del ahorro internacional. Las necesidades públicas de inversión abarcan los tres vectores de cambio que mencioné anteriormente: defensa, transición energética, adaptación climática, envejecimiento poblacional y modernización industrial. A la vez, el sector privado debe financiar el despliegue de la inteligencia artificial. Si esta demanda de fondos supera el crecimiento del ahorro disponible, empujará los tipos de interés reales a medio plazo por encima de los observados antes de la pandemia, algo que ya empieza a percibirse en la deuda pública y privada.

A este desajuste entre demanda y oferta de fondos prestables hay que añadir la aparición de primas de riesgo potencialmente mayores.

Resiliencia

Ante la incertidumbre asociada a los cambios que acabo de señalar, la innovación acelerada, las crecientes necesidades de financiación y el cambio demográfico, resulta

esencial disponer de elementos que refuercen la resiliencia de la economía. No se trata de evitar riesgos, sino de contar con instituciones, hogares, empresas y mercados capaces de absorber perturbaciones, adaptarse y recuperarse sin perder capacidad de crecimiento.

La solidez financiera es una condición esencial de esa resiliencia. Un sistema financiero capitalizado puede canalizar recursos hacia la inversión, sostener el crédito cuando aumenta la incertidumbre y absorber pérdidas sin amplificar los shocks sobre la economía real. Preservar la confianza, los colchones financieros y el funcionamiento de los mercados de capitales es, por tanto, tan importante como movilizar recursos financieros.

La resiliencia empresarial se apoya en dos pilares complementarios: una posición patrimonial sólida, que permita absorber perturbaciones y sostener la inversión, y el uso de las nuevas tecnologías asociadas a la IA para desarrollar conocimiento, competencias y capacidades organizativas que faciliten la adaptación al cambio y permitan aprovechar nuevas oportunidades para el conjunto de la sociedad.

Permítanme terminar con unas palabras sobre España. España llega a esta etapa de profunda transformación global con avances y retos que conviene reconocer.

Como señalan nuestros Informes de Estabilidad Financiera, los hogares, las empresas y el sistema bancario españoles mantienen una posición patrimonial y financiera sólida, tanto en perspectiva histórica como en comparación con el área del euro. El saneamiento de sus balances tras la crisis anterior ha reforzado la capacidad de la economía para afrontar un entorno internacional más incierto y volátil. Esta fortaleza debe servir ahora para impulsar la productividad, el crecimiento empresarial, la inversión y la difusión de la innovación.

Nuestro Informe Anual 2025 señala la mejora de la solvencia empresarial desde 2014 como palanca de la recuperación de la productividad total de los factores al propiciar una asignación más eficiente de capital y trabajo hacia las empresas más productivas. Sin embargo, este progreso no se ha reflejado plenamente en la productividad por trabajador, lo que exige reforzar la inversión y aumentar el capital por empleado, especialmente en una economía caracterizada por el predominio de empresas pequeñas, con mayores dificultades para crecer, innovar y aprovechar las economías de escala.

Nuestra economía también presenta vulnerabilidades, en primer lugar, el endeudamiento público. Pese a la reducción de la ratio de deuda pública, la situación de las AAPP continúa siendo una fuente de vulnerabilidad para la economía española. En un contexto de mayores necesidades de gasto asociadas, como ya he mencionado, al envejecimiento, la defensa, la transición energética, y la adaptación climática, la política fiscal debe combinar sostenibilidad y estímulo al crecimiento económico: una senda creíble para las cuentas públicas, junto con una composición del gasto y de los ingresos públicos que favorezca la inversión, el empleo y la productividad. El objetivo no es solo reducir vulnerabilidades, sino asegurar margen fiscal para responder a futuras perturbaciones sin trasladar cargas excesivas a las generaciones más jóvenes.

Además, los problemas de acceso a la vivienda, diagnosticados con detalle en el último Informe Anual del Banco de España, emergen como el gran reto económico y social de la economía española. En el contexto global anteriormente descrito, estos problemas son una

fuelle adicional de incertidumbre y de vulnerabilidad para los hogares españoles, especialmente para los más jóvenes. Si en las décadas pasadas, el riesgo existencial de un hogar era hacer frente a la probabilidad de la pérdida del empleo o a las dificultades para acceder a un puesto de trabajo hoy esta situación se ha trasladado al mercado de la vivienda. Una proporción muy elevada de los jóvenes no pueden plantearse su emancipación o adquirir una vivienda y los hogares que residen en alquiler toman sus decisiones económicas y personales en un entorno incierto en el que temen ser expulsados de este mercado.

Si no actuamos sobre las causas que subyacen al problema de acceso a la vivienda (la escasez de oferta de vivienda y las dificultades para impulsar nuevos desarrollos urbanísticos) el debate y las decisiones se plantearán en términos de una dualidad irresoluble entre la protección de los *insiders* que ya han accedido a una vivienda frente a los *outsiders* que no pueden acceder a la misma. En ese contexto, los esfuerzos colectivos deben centrarse en canalizar los recursos públicos y privados a incrementar la oferta de vivienda asequible, en un marco regulatorio que sea flexible para agilizar la construcción de nuevas viviendas y a su vez proporcione la estabilidad normativa necesaria para reducir la incertidumbre en la toma de decisiones de hogares y empresas. Estas actuaciones deben tener en cuenta, de manera prioritaria, la situación de los más vulnerables y, para que sea efectiva, realizarse de manera coordinada entre todas las administraciones competentes en materia de vivienda (central, autonómica y local).

La cuestión no es si el entorno será incierto. Lo será. La cuestión es cómo nos enfrentamos a esa incertidumbre. Podemos contemplarla como una razón para aplazar decisiones y proteger inercias. O podemos utilizarla para invertir mejor, innovar con responsabilidad, reforzar instituciones y construir una economía más resiliente, dinámica y equitativa.

Muchas gracias.