

**PRESENTACIÓN
DEL INFORME ANUAL**

2007

Discurso pronunciado
por el Gobernador ante el Consejo
de Gobierno del Banco de España

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



DISCURSO DE PRESENTACIÓN DEL *INFORME ANUAL* ANTE EL CONSEJO DE GOBIERNO
DEL BANCO DE ESPAÑA

Miguel Fernández Ordóñez

GOBERNADOR

Discurso de presentación del *Informe Anual* ante el Consejo de Gobierno del Banco de España

Sras. y Sres. Consejeros:

Presento hoy ante este Consejo el *Informe Anual* correspondiente al año 2007, en un clima económico nacional e internacional muy diferente al de los últimos ejercicios. La economía mundial, que había venido exhibiendo un notable dinamismo en los últimos años, se ha visto afectada de manera prácticamente simultánea por tres perturbaciones de gran alcance, que han afectado a su crecimiento ya durante la segunda mitad del pasado año, pero que, sobre todo, van a condicionar su evolución futura.

Me refiero, naturalmente, al comportamiento alcista de los precios del crudo y otras materias primas y de los alimentos, al deterioro de la situación cíclica de la economía norteamericana y a las graves turbulencias que surgieron en los mercados financieros internacionales.

La historia económica del pasado siglo contiene suficientes ejemplos para ilustrar cómo cualquiera de estas tres perturbaciones podría por sí sola haber llevado a la economía mundial a una situación de debilidad y situar a las autoridades económicas ante importantes dilemas. No es, por tanto, de extrañar que su coincidencia en el tiempo haya llevado a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento global, ni que haya, asimismo, resucitado antiguos debates sobre el uso que, en situaciones como esta, cabe hacer de las diferentes herramientas de política económica disponibles. Todo ello rodeado, además, de algunos retos singulares que las nuevas tensiones han suscitado desde el punto de vista del mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y financiera.

Estas perturbaciones han alcanzado a la economía europea en un momento de dinamismo de la actividad y de acentuación de los riesgos para la estabilidad de precios. En nuestro país, en cambio, la economía se empezaba a adentrar ya en una fase de desaceleración, tras un período excepcionalmente largo en el que el PIB había venido mostrando tasas de expansión notablemente elevadas.

Ante esta variedad y complejidad de temas, permítanme que subordine su descripción global a un tratamiento algo más pormenorizado de aquellos que resultan más relevantes. Así, en la obligada referencia al contexto internacional me concentraré en el análisis de los dos factores que, a mi juicio, constituyen la principal fuente de incertidumbre en estos momentos: la evolución de los elementos de inestabilidad financiera y el alcance del reciente resurgimiento de las tensiones inflacionistas. Las cifras correspondientes al conjunto del año 2007 muestran una economía mundial que mantenía aún el fuerte dinamismo registrado en ejercicios anteriores. La tasa de crecimiento se situó en el entorno del 5%, por cuarto año consecutivo, y, aunque este comportamiento fue bastante generalizado entre las diferentes áreas, fueron las economías emergentes las que volvieron a destacarse del resto, aportando prácticamente el 70% del avance del PIB mundial.

Estas cifras, no obstante, ocultan importantes diferencias entre la primera y la segunda mitad del año, una vez que se desataron las turbulencias financieras internacionales. No debe sorprendernos que, en primera instancia, el impacto de las mismas haya sido particularmente acusado en Estados Unidos, país en el que, como es sabido, se situó su epicentro. Ciertamente, la economía americana había venido sufriendo el lastre del ajuste en su mercado inmobiliario desde, al menos, un año antes. Sin embargo, el PIB se había mantenido en ritmos

de crecimiento cercanos al potencial hasta la primera mitad de 2007, cuando emergieron los problemas de morosidad en sus mercados hipotecarios de alto riesgo, que se extendieron hacia el resto del sistema financiero, acentuando la intensidad del ajuste inmobiliario y llevando a la economía a una senda de fuerte desaceleración.

El resto del mundo no ha sido inmune ni a la desaceleración en Estados Unidos ni a las turbulencias financieras originadas en ese país, aunque hasta el momento los efectos parecen haber sido más acusados en las economías industrializadas. La notable resistencia que han mostrado las economías emergentes está siendo, de hecho, uno de los elementos más singulares de esta etapa. No es esta la ocasión para entrar en el debate que se ha abierto sobre las razones de este aparente desacoplamiento, pero no querría dejar de señalar que su evolución futura terminará condicionando de manera importante las cifras de crecimiento mundial en los próximos años.

A este respecto, las perspectivas para la economía global en 2008 han sido unánime y sustancialmente revisadas a la baja. Esta revisión ha venido acompañada, además, del reconocimiento de una incertidumbre mayor de lo habitual, atribuible a la acumulación de diversos factores de riesgo. El comportamiento de las economías industrializadas —y, en particular, el de la economía norteamericana— es en estos momentos mucho más incierto que unos meses atrás, como evidencia el debate sobre el patrón de salida de la crisis de Estados Unidos. Tampoco son mayores las certezas sobre el comportamiento de los tipos de cambio y su influencia sobre unos desequilibrios globales que aún distan bastante de haberse corregido.

Pero, en estos momentos, la principal fuente de incertidumbre radica, todavía, en la posible trayectoria y desenlace de las graves tensiones financieras internacionales. Voy a referirme ahora a ello desde una perspectiva exclusivamente internacional, dejando para más adelante la situación de nuestro sistema financiero.

Una perturbación financiera local como la que afectó al mercado hipotecario americano de alto riesgo el pasado verano no puede convertirse en un fenómeno con la dimensión y la gravedad actuales, si no es como resultado de la existencia de otros fallos estructurales en el entramado a través del cual se canalizan los flujos financieros internacionales.

Es importante constatar que algunas de las eventuales debilidades fueron advertidas tiempo atrás por los principales encargados de velar por la integridad del sistema. Prácticamente todos los informes internacionales de estabilidad financiera fechados antes de las turbulencias alertaban de una más que probable infravaloración general de los riesgos incorporados en los principales activos financieros, cuya manifestación más evidente se encontraba en las primas demasiado reducidas que se estaban negociando en los mercados.

La existencia de un contexto macroeconómico favorable, con tasas de crecimiento notables y unos riesgos entonces moderados para la estabilidad de precios, contribuyó seguramente a generar un optimismo exagerado en los mercados y a poner sordina a las advertencias formuladas, al tiempo que fomentó el crecimiento de los niveles de endeudamiento de empresas y familias a nivel global.

El progresivo apalancamiento a nivel internacional, que los hechos posteriores han revelado excesivo en algunos casos, se vio asimismo propiciado por la aparición de nuevos productos y vehículos financieros que facilitaron a las entidades de crédito la captación de los recursos necesarios para satisfacer la creciente demanda de préstamos. Concretamente, la innovación financiera en el ámbito de la titulización ha desempeñado un papel de primera magnitud en ese proceso.

Todos estos factores contribuyeron a generar un clima de exuberancia financiera que vino a encubrir las deficiencias estructurales que se iban acumulando. Cuando los sucesos del pasado verano alteraron bruscamente la confianza de los inversores, los problemas de fondo quedaron súbitamente al descubierto. Tres son, en mi opinión, los frentes principales en los que se presentan esos problemas a escala global.

El primero de esos frentes cabe localizarlo en la línea de confluencia entre los procesos de innovación financiera y la regulación de los mercados e intermediarios financieros. Los sucesos recientes han evidenciado una insuficiente capacidad de adaptación del marco regulatorio de algunos países a la aparición de productos cada vez más sofisticados y de vehículos fuera de los perímetros de consolidación de las entidades. Cuando los procesos de innovación financiera se sustentan precisamente en la existencia de oportunidades de arbitraje regulatorio, es señal de que la regulación no está bien concebida.

Tampoco tienen un valor añadido real para los inversores aquellos productos que, como algunos de los surgidos en estos últimos tiempos en el ámbito de la titulación de créditos, alcanzan un grado de complejidad y, por qué no decirlo, de opacidad que dificulta la correcta valoración de los riesgos que se asumen al adquirirlos. Este es el segundo de los frentes al que las autoridades financieras de muchos países y los organismos internacionales competentes deberán prestar especial atención para evitar que situaciones como la actual se repitan.

El tercer y último de los frentes en los que estimo que será necesario concentrar esfuerzos a nivel internacional es el de la cooperación entre supervisores. Aunque es evidente que ha existido un caldo de cultivo propicio para la generalización de las turbulencias, no se puede negar que la creciente internacionalización de los flujos y de los propios intermediarios financieros ha desempeñado también un papel importante en la rápida propagación de las mismas. Cuando los agentes que actúan en los mercados adquieren una dimensión global, las autoridades encargadas de supervisar sus actuaciones deben adquirir también esa misma dimensión. Son diversas las posibles vías por las que se puede avanzar para alcanzar este objetivo, pero estoy convencido, por múltiples razones, de que la que en estos momentos ofrece mayores garantías es la que discurre a través de una mayor cooperación entre los actuales supervisores nacionales, basada en un intercambio fluido de la información relevante.

Permítanme que pase a ocuparme ahora del otro factor de riesgo para el crecimiento y, sobre todo, la inflación mundiales que, en mi opinión, merece una atención especial: el continuado incremento experimentado por el precio de las materias primas, particularmente la energía, y de los alimentos.

En líneas generales, el fuerte repunte de estos precios ha estado asociado principalmente al fuerte incremento de su demanda por parte, sobre todo, de las economías emergentes. Las necesidades energéticas de un sector industrial en clara expansión y los cambios en los patrones de consumo y de alimentación, derivados, en general, de un mayor nivel de riqueza, son, probablemente, los principales factores que subyacen a este dinamismo de la demanda.

Pero las presiones han puesto también al descubierto las limitaciones existentes para expandir la oferta, al menos en el corto plazo. La baja capacidad excedente de producción y refino está, sin duda, detrás del fuerte incremento del precio del crudo desde comienzos de 2007. Del mismo modo, tras la aceleración de los precios de los alimentos se encuentran también factores de oferta ligados, en algún caso, a condiciones meteorológicas particularmente adversas. A medio plazo, es posible que el propio vigor de la demanda estimule la búsqueda de procesos de producción más eficientes que permitan expandir la capacidad de oferta. Pero es poco probable

que en el futuro inmediato asistamos a correcciones significativas de los precios de la energía y de los alimentos, que seguramente se mantendrán elevados. Ni siquiera se puede descartar el riesgo de que las tendencias recientes se mantengan, con los consiguientes efectos expansivos sobre las tasas de inflación agregadas. Como tampoco se debe minusvalorar la posibilidad de que el ajuste de los precios relativos sea percibido como un aumento permanente, y no transitorio, de la inflación que contamine la negociación salarial y la formación de márgenes, desencadenando peligrosas espirales entre salarios y precios de efectos sobradamente conocidos.

Todo ello ha configurado una situación particularmente compleja para la mayoría de los bancos centrales, en la que se combinan tensiones inflacionistas con una marcada tendencia hacia la desaceleración de la actividad e importantes riesgos para la estabilidad financiera. Permítanme abordar los dilemas que plantea esta situación desde la perspectiva más específica de la política monetaria del Eurosistema, cuyas decisiones inciden de manera mucho más directa sobre la economía española.

En 2007, el crecimiento del PIB en la UEM volvió a superar, por segundo año consecutivo, el 2,5%, aunque la actividad mostró a lo largo del ejercicio un elevado grado de volatilidad. De hecho, en el último trimestre comenzaron a dejarse sentir los efectos de las diversas perturbaciones internacionales mencionadas y de la apreciación del euro.

No obstante, tanto entonces como en los primeros meses de este año, el área del euro está mostrando una significativa capacidad de resistencia, cuyos puntos de apoyo se encuentran, en el ámbito externo, en la fortaleza que han mantenido las economías emergentes y, en el interno, en el dinamismo que ha caracterizado el comportamiento del mercado de trabajo. A medio plazo, sin embargo, existe una notable incertidumbre sobre cuál será el comportamiento de la economía europea. En los últimos meses, instituciones privadas y organismos internacionales han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para la UEM, hasta tasas en el entorno del 1,5% para este año y el siguiente, y el propio Eurosistema ha hecho públicas sus previsiones, de acuerdo con las cuales el PIB del área podría crecer en torno a un 1,8% en 2008 y a un 1,5% en 2009, con riesgos predominantemente a la baja.

La evolución de los precios en el área del euro ha estado influida, como era inevitable, por los desarrollos en los mercados internacionales de las materias primas y los alimentos. La inflación ha terminado situándose por encima del 3%, una cifra prácticamente desconocida desde el inicio de la UEM. En los próximos meses es previsible que la inflación se mantenga todavía elevada y que sea a partir del último tramo del año cuando comience a experimentar un descenso gradual que se prolongue a lo largo de 2009. Pero incluso este escenario está sujeto a riesgos alcistas. Sobre todo porque, cuando el desempleo disminuye y el nivel de utilización de la capacidad productiva es elevado, existe el peligro de que los niveles de inflación registrados den lugar a efectos de segunda ronda sobre la fijación de salarios, márgenes y precios. La ralentización prevista del crecimiento económico del área podría mitigar, aunque solo en parte, estos riesgos.

En estas condiciones, las dificultades a las que se ha enfrentado el Eurosistema han sido evidentes y no se han circunscrito a la elección del tono más apropiado para la política monetaria. Las tensiones financieras afectaron con particular énfasis a los mercados interbancarios europeos, en los que se produjo una repentina pérdida de liquidez y un incremento de las primas de riesgo. Como es bien sabido, el mercado interbancario es una pieza fundamental en la instrumentación y la transmisión de la política monetaria única. Por ello, el Eurosistema otorgó la máxima prioridad al objetivo de ayudar a reestablecer lo más pronto posible su correcto funcionamiento, y, visto lo ocurrido en otras latitudes, el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema demostró ser adecuado.

No obstante, el incremento de las primas de riesgo en el mercado monetario, el repunte de los diferenciales de los bonos corporativos, el endurecimiento de las condiciones de oferta de los préstamos que revelan los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios y la apreciación del euro han supuesto, para el mismo nivel de los tipos de interés oficiales, un tensionamiento de las condiciones de financiación del área. En todo caso, el Consejo de Gobierno del BCE continúa analizando con el máximo detenimiento el desarrollo de los acontecimientos, a la vez que permanece firmemente dispuesto a actuar para prevenir que los riesgos para la estabilidad de precios se puedan materializar.

Este es, en definitiva, el marco internacional en el que hay que contextualizar el análisis de la situación de la economía española, a la que dedicaré el resto de mi intervención. La economía española ha iniciado una fase de desaceleración y ajuste que obedece, fundamentalmente, a la confluencia de dos factores: de un lado, la maduración del prolongado ciclo expansivo que ha durado más de una década y, de otro, las perturbaciones que han afectado a la economía mundial y especialmente a los mercados financieros internacionales.

La fase de crecimiento que se inició a mediados de los años noventa ha supuesto la creación de casi seis millones de puestos de trabajo, y ha permitido un crecimiento medio anual del 3,5% del PIB y un avance considerable en la convergencia. Un período en el que España ha cosechado los resultados del establecimiento de un régimen de estabilidad macroeconómica, del esfuerzo de consolidación fiscal realizado, y de las transformaciones estructurales llevadas a cabo. Durante toda esa etapa, el dinamismo se nutrió fundamentalmente del fuerte empuje del gasto interno, con un intenso avance de la inversión residencial, aunque también fueron notables los esfuerzos de las empresas por ampliar su capacidad productiva y por reforzar su expansión internacional. Este continuado impulso de la demanda fue dando lugar a la aparición de algunos desequilibrios, que tendían a reducir gradualmente la capacidad de expansión del gasto y requerían una reconducción del mismo hacia pautas más sostenibles. De hecho, a raíz del cambio de orientación de la política monetaria del Eurosistema en diciembre de 2005, la demanda interna empezó a desacelerarse ya en 2006. En la primera mitad de 2007, dicho proceso se acentuó, como consecuencia de los efectos de la gradual normalización de las condiciones monetarias y, sobre todo, del comienzo de la corrección en el sector inmobiliario. La intensidad y la prolongación del período expansivo de este sector habían llevado el número de viviendas en construcción y los incrementos de sus precios a unas cotas que hacían inevitable y necesario un cierto ajuste.

Es en este marco de inicio del proceso de moderación y recomposición del crecimiento de la economía española, con altas tasas de expansión todavía, en el que hay que inscribir el impacto del deterioro del clima internacional y de las turbulencias financieras que surgieron el verano pasado. Pese al carácter limitado del impacto directo sobre las entidades españolas, estas turbulencias han tenido, indudablemente, repercusiones en nuestra economía, al provocar un incremento de los costes financieros, especialmente por el tensionamiento de los tipos interbancarios, así como al inducir un endurecimiento de los criterios utilizados por las entidades en la concesión de crédito. Sin embargo, el canal que probablemente ha resultado más relevante ha sido el del deterioro de la confianza de los agentes económicos, como consecuencia del aumento de la inestabilidad financiera global y de la incertidumbre en un momento en el que estos ya habían iniciado una corrección de sus patrones de gasto.

Si centramos la atención en los resultados para la economía española del año 2007, se observa que, en media, todavía se registró un dinamismo elevado, con un crecimiento del PIB del 3,8%, una tasa anual solo inferior en apenas una décima a la del año precedente. Es evidente, a la luz de mis comentarios previos, que esos datos anuales encubren un perfil decre-

ciente a lo largo del año. Así, frente a unas tasas de crecimiento del PIB en torno al 4% en el primer semestre de 2007, la actividad se desaceleró hasta el 3,5% en el último trimestre del año. En 2008, esta pauta de menor fortaleza del producto se ha hecho más patente, con una tasa de expansión del PIB del 2,7% en el primer trimestre, que revela que la intensidad del ajuste está siendo más pronunciada de lo inicialmente esperado.

No cabe duda de que, al margen de la desaceleración del consumo privado, la desaceleración de la inversión residencial y el ajuste del sector inmobiliario están teniendo una especial incidencia sobre el resto de la economía, pues es un sector muy intensivo en el uso del empleo y tiene efectos de arrastre sobre otras ramas productivas, al demandar cuantiosos consumos intermedios de la industria y de los servicios. Este es un aspecto que subraya la enorme importancia que tiene el grado de flexibilidad de la economía a la hora de mitigar, en la medida de lo posible, los efectos del ajuste inmobiliario, tanto para facilitar la reasignación de recursos hacia otras actividades que puedan tomar el relevo de la construcción, como para evitar que una caída excesiva del empleo actúe como un canal amplificador de dicho ajuste.

Por contra, uno de los elementos más positivos de la evolución económica española en 2007 ha sido el dinamismo que ha mantenido la inversión productiva, con tasas de crecimiento incluso superiores a las del año anterior, por encima del 10%, en el caso de la inversión en bienes de equipo. Este empuje de la inversión en capital, que se inició con más intensidad en 2005, es un ingrediente esencial de la recomposición del crecimiento de la demanda y favorece la expansión del producto potencial, pues sienta las bases para un incremento de la productividad en el futuro. La confortable situación del tejido empresarial, reflejada en unas tasas de rentabilidad elevadas, junto con la pujanza que todavía mostraron la demanda nacional y los mercados internacionales en el conjunto de 2007, impulsó la necesidad de ampliar la capacidad productiva de nuestra economía. Ciertamente, este componente es sensible a las condiciones cíclicas, y, de hecho, se ha observado una moderación de su expansión en el segundo semestre de 2007 y en los primeros meses del presente año, aunque continúa manteniéndose como el componente más dinámico de la demanda.

Como es habitual en las fases de desaceleración cíclica, la demanda exterior neta amortiguó el impacto del menor crecimiento de la demanda nacional sobre el producto. De hecho, en el caso de España, la moderación de la demanda nacional en 2007 se vio compensada por la mejora de la contribución de la demanda externa al PIB. Si bien el menor avance de las importaciones explica gran parte de ese efecto, también debe destacarse el buen comportamiento de nuestras exportaciones, pues mantuvieron un ritmo de crecimiento apreciable, superior al 5%, pese a la fuerte apreciación del euro.

En el marco de este patrón de ajuste, especialmente visible en la evolución de la demanda nacional y en los costes más altos de financiación, el crédito captado por las familias, que había comenzado a moderarse ya en el ejercicio anterior, siguió desacelerándose, como lo hizo también el destinado a las empresas, cuya modulación había empezado algo más tarde. Esta desaceleración respondió también a una mayor cautela de las entidades a la hora de conceder préstamos, ya que, si bien no vieron reducida de una manera significativa su capacidad para financiar nuevas inversiones como resultado de las turbulencias en los mercados financieros internacionales, sí llevaron a cabo una revisión de los parámetros de riesgo de estas operaciones. Aunque a finales de 2007 la financiación al sector privado todavía avanzaba, en términos interanuales, a tasas superiores a las del crecimiento nominal de la economía, las tasas de crecimiento más cortas de este agregado apuntaban ya valores más cercanos al avance nominal del PIB, una tendencia que los datos de los primeros meses de 2008 han tendido a confirmar y que deberá materializarse, finalmente, en una reducción de los ratios de endeudamiento del sector privado.

Un ingrediente muy relevante para explicar la evolución reciente de nuestra economía y analizar sus perspectivas es el considerable repunte de la inflación que ha tenido lugar desde el pasado verano. Ha resultado, en efecto, desafortunado que, al impacto de las turbulencias en los mercados financieros, se hayan añadido fuertes presiones alcistas en los mercados internacionales de materias primas, que han originado un encarecimiento sustancial tanto del petróleo como de numerosos alimentos. La inflación, medida por la tasa interanual del IPC, que había alcanzado en España un 2,2% en agosto de 2007, se incrementó rápidamente hasta el 4,2% a finales de ese año, y hasta el 4,7% en mayo de 2008.

Es indudable que la intensificación de las presiones inflacionistas en este momento del ciclo resulta particularmente desfavorable. Tasas de inflación superiores al 4%, como las registradas en los últimos meses, suponen una fuerte merma en el poder adquisitivo de buena parte de la población, desaniman el consumo corriente e inducen un efecto negativo sobre la confianza de los agentes, al incrementar la incertidumbre sobre la renta real en el futuro, lo que deprime, asimismo, los planes de gasto.

Es cierto que el grueso del repunte de la inflación tiene un origen externo. Los precios de la energía y de los alimentos elaborados han sido los que más se han incrementado en los últimos meses, como consecuencia, sobre todo, del encarecimiento de las materias primas en los mercados internacionales, mientras que el ritmo de avance de los precios de los servicios ha permanecido, en general, estabilizado, y el de los bienes industriales no energéticos incluso se ha reducido. El hecho de que el diferencial de precios con la zona del euro haya aumentado en este período se debe, en parte, al hecho de que algunos de los productos que más se han encarecido, como los combustibles y algunos alimentos (en particular, el pan y la leche), tienen un mayor peso relativo en la cesta de bienes de consumo en España.

Todo esto, sin embargo, no debe llevarnos a considerar esta evolución de la inflación como algo inevitable y fuera del ámbito de influencia de las autoridades. En este sentido, que el diferencial de precios de España con la UEM se mantenga de forma persistente alrededor de un punto porcentual es algo que exige desde hace tiempo una corrección, que se hace particularmente apremiante cuando la economía española se adentra en el necesario ajuste de los desequilibrios acumulados durante la expansión. Si examinamos los componentes del IPC, son, probablemente, los precios de los servicios —que han crecido cerca del 4% en 2007— los que representan el principal obstáculo para que la tasa de inflación española converja a la media europea, aunque recientemente los precios de los alimentos también han mostrado un comportamiento más alcista que en otros países europeos.

Como es bien sabido, en España el aumento de la inflación tiende a trasladarse a los costes laborales como consecuencia de las cláusulas de revisión, un rasgo que, si en un entorno de bonanza económica puede llegar a acomodarse sin grandes fricciones, en un contexto de desaceleración de la demanda puede resultar más perjudicial. No parece razonable que, cuando el aumento de la inflación tiene su origen en un incremento de los precios de importación de diversas materias primas, los mecanismos de indexación existentes intenten evitar la ineludible pérdida de renta real que dicho encarecimiento implica. Pero, sobre todo, la aplicación de esas cláusulas supone un menor incentivo para la creación de empleo, lo que conduce a que, en un entorno de desaceleración, sea sobre esta variable sobre la que descansa el mecanismo de ajuste fundamental de la economía, lo que puede actuar como factor amplificador de dicho ajuste.

Debe tenerse en cuenta que en los últimos años los costes laborales unitarios han crecido en España a un ritmo superior al de la zona del euro, tanto por los mayores incrementos salaria-

les como por los registros más débiles de productividad. Parte del crecimiento salarial deberá verse compensado mediante una mejora de la productividad, que en la última década ha mostrado ritmos de avance muy bajos, ligados, en cierta medida, al tipo de crecimiento seguido. Sin embargo, no cabe esperar que a corto plazo la productividad se pueda recuperar de forma significativa, por lo que los esfuerzos para mantener una senda de moderación salarial y de los márgenes empresariales resultan imprescindibles para preservar la competitividad de nuestra producción y limitar el alcance de la actual fase de desaceleración.

En una situación como la actual, en la que los principales países de destino de nuestras exportaciones se encuentran inmersos también en una fase de desaceleración, el comportamiento de la competitividad constituye un elemento crucial para que la contribución del sector exterior contrarreste la pérdida de vigor de la demanda interna y facilite el retorno a una senda de crecimiento sostenible en el medio plazo.

Con todos estos ingredientes, las perspectivas para la economía española apuntan, en el horizonte más inmediato, a una etapa de ajuste en la que el crecimiento sea inferior a su ritmo potencial. Un escenario que, en todo caso, cuenta con algunos soportes, que ayudarán a amortiguar el descenso de la actividad a corto plazo y a abrir el camino de una recuperación sostenible a medio plazo. En este sentido, aunque es previsible que la población muestre menores tasas de crecimiento en el futuro, probablemente estas seguirán siendo relativamente elevadas, lo que supondría el mantenimiento de una oferta de trabajo dinámica y también un respaldo a la creación de hogares y a la demanda de la economía, tanto en consumo como en vivienda. Asimismo, pese a la persistencia de algunas rigideces en nuestra economía, nos enfrentamos a esta fase de desaceleración con una estructura productiva, institucional y de mercados más flexible que la que existía, por ejemplo, a comienzos de los años noventa, lo que permite albergar expectativas razonables sobre la capacidad de la economía para absorber los desequilibrios y las perturbaciones registradas recientemente. No obstante, se debe recordar que la pertenencia a la UEM, al limitar la utilización de algunos instrumentos de política económica, hace imprescindible profundizar aún más en la flexibilidad, si se quieren suavizar los costes del ajuste macroeconómico.

La política presupuestaria, por su parte, representa un factor de soporte notable en esta fase cíclica, pues, como analizaré más adelante, el superávit fiscal alcanzado permite desplegar todo el potencial del libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Y, finalmente, la solidez de nuestro sistema financiero es, como ya he destacado antes, un activo de primer orden para amortiguar el impacto que la inestabilidad financiera internacional pueda tener sobre las condiciones financieras de familias y empresas.

Obviamente, las perspectivas que acabo de describir no están exentas de riesgos. Algunos de ellos escapan a nuestro control, como los que proceden de un deterioro más acusado del contexto internacional, ya sea por una mayor desaceleración en la economía estadounidense o por un mayor contagio a los países emergentes, hasta ahora poco afectados por las turbulencias. La aparición de nuevas presiones en los mercados de petróleo y, en general, de materias primas podrían también deteriorar las previsiones de crecimiento mundial. En el caso español, la evolución de las tensiones en los mercados internacionales de capitales es esencial, dada nuestra dependencia del ahorro exterior. Un progreso lento o inadecuado en la resolución de esas tensiones podría encarecer y obstaculizar la financiación de la actividad en nuestro país y podría llegar a interferir en la senda de ajuste, amplificando las tendencias contractivas.

En una coyuntura como la descrita, con retos de considerable envergadura para la economía española, corresponde a las políticas económicas velar para que los soportes mencionados

puedan desplegar todos sus efectos y acotar la posibilidad de que se materialicen los riesgos a los que me acabo de referir, de forma que se limite el impacto del ajuste macroeconómico sobre el empleo y la actividad. Además, un diseño adecuado del rumbo de la política económica en la presente tesitura puede permitir que, una vez superada la fase de desaceleración cíclica, la economía española esté en mejores condiciones para retomar una senda de crecimiento elevado, acorde con su potencial de expansión.

En cualquier caso, la intensidad del ajuste y el tiempo necesario para que la economía vuelva a su senda de crecimiento de largo plazo dependerán no solo del alcance de las perturbaciones exteriores, sino también del esfuerzo que hagan todas las Administraciones Públicas —en particular, de las comunidades autónomas, dadas las elevadas competencias que han adquirido en los últimos años— y todos los agentes sociales, cada uno en su ámbito de actuación.

El mensaje principal del *Informe Anual* que presento es que, en un momento como el actual, cuando se afronta un período de ajuste en un contexto de inestabilidad financiera, deterioro de las expectativas y mayor incertidumbre, y en el que el comportamiento del empleo desempeña un papel decisivo, las políticas económicas han de continuar firmemente asentadas en las líneas maestras que han guiado la acción de las autoridades en estos últimos años. Se ha de perseverar, por tanto, en el logro de la estabilidad macroeconómica y en la adopción de medidas que mejoren el grado de competencia, la movilidad de los factores de producción y la flexibilidad de los mecanismos de fijación de costes y precios. Y se ha de huir de enfoques demasiado orientados al corto plazo y que puedan retrasar los ajustes necesarios o que incluso puedan llegar a ser contraproducentes.

Bajo estas premisas, el margen para la aplicación de políticas de demanda de signo expansivo es ciertamente limitado. Como es bien sabido, la política monetaria tiene como objetivo principal velar por la estabilidad de precios en la zona del euro en el medio plazo, lo que ha llevado al Eurosistema a mantener los tipos de interés oficiales sin cambios desde junio del pasado año. Esta decisión, junto con el aumento de primas de riesgo que está acompañando el episodio de turbulencia financiera, ha determinado un endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras, que está en consonancia con la necesidad de contener las tensiones inflacionistas de la economía española, pero que, como es lógico, resulta menos favorecedor del gasto.

A diferencia de ello, la política fiscal dispone de un cierto margen para contrarrestar la desaceleración cíclica, al partir de una situación relativamente favorable de las finanzas públicas, tal y como reflejan las cifras que resumen su comportamiento en 2007. El saldo de la cuenta de las Administraciones Públicas arrojó un superávit equivalente al 2,2% del PIB, y la ratio de deuda pública se situó en el 36,2% del PIB, en ese mismo ejercicio. En una fase de ajuste como la que estamos viviendo y cuando se parte de una situación saneada, tiene pleno sentido que los estabilizadores automáticos puedan actuar libremente, ejerzan el papel anticíclico para el que han sido diseñados y sirvan, en fin, como importante factor de soporte. Estar en disposición de utilizar estos mecanismos constituye, de hecho, un rasgo diferenciador que sitúa a la economía española en mejores condiciones para afrontar la desaceleración que en el pasado.

En cambio, deberían evitarse actuaciones discrecionales de aumento del gasto público o de reducción de impuestos que pudieran implicar un deterioro permanente del saldo público. Y ello, en primer lugar, porque los buenos resultados fiscales de los últimos años contienen un componente cíclico, difícil de estimar pero que puede ser de magnitud elevada, sobre todo si se tiene en cuenta el fuerte impacto positivo que el dinamismo inmobiliario de la última década generó sobre los ingresos impositivos. Este componente tenderá a desaparecer en una etapa

de menor crecimiento. De hecho, se ha observado ya en los últimos meses un debilitamiento de los ingresos impositivos, en particular de las figuras más dependientes de la evolución del mercado inmobiliario.

Debe tenerse en cuenta, además, que las medidas discrecionales pueden agotar el margen de maniobra que se podría necesitar si los riesgos de prolongación del episodio de turbulencias financieras y de desaceleración más profunda de la economía mundial se materializasen. Por ello, las medidas que se adopten deberán ser de carácter selectivo e ir acompañadas, en cualquier caso, de esfuerzos de contención en otras rúbricas presupuestarias que sean susceptibles de reducciones de costes. En este punto debe hacerse una mención especial al esfuerzo de racionalización del gasto que han de hacer las comunidades autónomas en esta nueva etapa, especialmente ante la notable ralentización que se observa en la recaudación de los tributos cedidos y que cabe esperar que continúe en los próximos meses.

Todas estas consideraciones me llevan, en definitiva, a reiterar la importancia que se debe asignar al mantenimiento de la estabilidad presupuestaria en el diseño de la política económica en la presente coyuntura. Y junto a ello, el otro componente crucial es el fortalecimiento de la flexibilidad y la eficiencia en el funcionamiento de los mercados de factores y productos, que van a resultar fundamentales para facilitar la necesaria transferencia de recursos desde los sectores en proceso de ajuste hacia aquellos que pueden tomar el relevo.

Dado el efecto que va a tener el comportamiento del empleo, tanto para la magnitud y duración del ajuste como para activar los resortes de la recuperación, el funcionamiento eficiente del mercado de trabajo tiene una especial trascendencia. Deben adoptarse medidas que eviten que el ajuste recaiga predominantemente en el empleo, porque esto tendría efectos multiplicadores negativos sobre la demanda y la actividad a través de la renta disponible y de las expectativas de renta futura, y que, a la vez, faciliten la movilidad del trabajo entre empresas y sectores.

En el *Informe Anual* se explica que en el mercado de trabajo se han producido cambios en los últimos años que lo sitúan en mejores condiciones para afrontar la desaceleración cíclica que en el pasado. En este momento quiero subrayar, sin embargo, las tareas pendientes. En particular, los sistemas vigentes de contratación temporal y de negociación colectiva todavía adolecen de rigideces que obstaculizan la adecuada respuesta en términos de moderación salarial y que tienden a descargar la mayor parte del ajuste a través del empleo temporal, donde se concentran los mayores márgenes de flexibilidad.

De hecho, los datos relativos al comportamiento del mercado laboral en los meses finales de 2007 y en los primeros de este año apuntan a una rápida pérdida de dinamismo de la ocupación, localizada en ciertos sectores y muy concentrada en el empleo temporal, así como a un repunte de los costes laborales que puede incidir negativamente tanto sobre las decisiones de contratación de las empresas como sobre la inflación, en un momento de deterioro de la misma.

Resulta, por tanto, 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. En particular, deberían modificarse los sistemas de indicación vigentes, que tienden a prolongar la incidencia de los episodios de rebrote inflacionista, evitando que el repunte transitorio de la inflación genere una desviación duradera de la pauta de moderación salarial. También sería conveniente acometer cambios en el marco de la negociación colectiva que faciliten la adaptación de los salarios a

la productividad y a las condiciones económicas de los sectores y de las empresas. Asimismo, sería preciso reformar los sistemas de contratación laboral de manera que se estimulara la creación de empleo estable y aumentaran los incentivos a buscar activamente empleo, sin que los cambios sectoriales o de localización constituyeran un obstáculo serio para la reasignación de puestos de trabajo.

En todo caso, las medidas que se adopten en el mercado de trabajo deben encuadrarse dentro de un conjunto de actuaciones más generales que flexibilicen y liberalicen los mercados de bienes y servicios y, en particular, que incrementen su nivel de competencia y eliminen las trabas que puedan entorpecer la creación de empresas que deberán generar nueva actividad en los sectores en expansión.

El avance en la liberalización hará emerger nuevos nichos de actividad rentables y generadores de empleo, particularmente en el sector servicios, donde el recorrido para alcanzar mejoras de eficiencia y productividad es potencialmente muy elevado, como muestra la experiencia internacional reciente. Por ello, resulta esencial transponer con rapidez y ambición la Directiva de Servicios, así como proceder a la eliminación de las restricciones que afectan al comercio minorista, dado el papel crucial que desempeñan los canales de distribución en el comportamiento de la productividad y en los procesos de formación de precios.

Las mejoras en el funcionamiento de las industrias de red generan también importantes efectos multiplicadores sobre el crecimiento económico y el bienestar, por lo que es necesario que su regulación favorezca la competencia. En relación con tales mejoras, quiero hacer una mención especial al sector de la energía, donde los acontecimientos de los últimos meses en los mercados internacionales del petróleo y los retos medioambientales que se plantean a medio plazo recomiendan avanzar con rapidez en la extensión de la competencia a todos los negocios, lo que, al desencadenar procesos innovadores y mejorar la eficiencia, ayudará a cumplir con los compromisos medioambientales asumidos. También resulta primordial introducir competencia en los servicios portuarios y de transporte ferroviario de mercancías, para fortalecer la competitividad de los sectores industriales y exportadores.

Esta economía necesita, asimismo, de un mercado de vivienda en alquiler suficientemente profundo que satisfaga la demanda de servicios residenciales de los hogares, complementando el mercado de vivienda en propiedad y facilite la movilidad regional de los trabajadores. La reforma de algunas de las restricciones que obstaculizan el desarrollo del mercado del alquiler resulta aún más importante en el momento actual, pues serviría para atenuar la magnitud del ajuste en el sector inmobiliario, facilitando la reabsorción del exceso de oferta y aportando soluciones asequibles a la demanda de alojamiento. La mejora de la seguridad jurídica de la oferta de vivienda en alquiler y la eliminación de las restricciones a la duración de los contratos pueden introducir dosis de flexibilidad que son particularmente necesarias durante esta fase de ajuste.

Querría, finalmente, hacer una llamada de atención sobre la importancia de que las medidas que se vayan implementando estén guiadas por el objetivo común de aumentar el crecimiento a largo plazo. En este sentido, los incrementos en el capital físico, tecnológico y humano —a través de mejoras en la formación y la educación—, y el impulso a la innovación resultan imprescindibles.

Permítanme que dedique la última parte de mi discurso a profundizar en la situación de nuestro sistema bancario. Durante el largo período de bonanza que ha disfrutado la economía española, el sistema bancario español se fortaleció en términos de expansión y consolidación

del negocio, acumulación de recursos propios y provisiones contables, inversión tecnológica, mejoras en la eficiencia y progresos en la gestión y control de los riesgos.

Por ello, cuando aparecieron las turbulencias en los mercados financieros en el verano de 2007, las entidades se encontraban razonablemente preparadas para afrontar la situación. Destacaré cuatro elementos que han posibilitado que el sistema no haya quedado directamente afectado por esta perturbación.

En primer lugar, el peso fundamental de su actividad pivota sobre la intermediación financiera tradicional, consistente en la captación de depósitos y la concesión de crédito a familias y empresas, con lo que la principal fuente de financiación es recurrente, estable y basada en la apertura de oficinas en el territorio nacional. En el caso de nuestros bancos más internacionales, con presencia en otros países a través de filiales, el negocio que llevan a cabo también se caracteriza por el mismo modelo de banca. Ello comporta un flujo recurrente de márgenes que posee potentes elementos de inercia, especialmente oportunos en momentos de dificultad.

En segundo lugar, el proceso de titulización de la banca española, ciertamente intenso en los últimos años, sobre todo si se incluye la emisión de cédulas hipotecarias, se ha caracterizado por su sencillez. El sistema bancario no ha desarrollado productos especialmente complejos y de difícil valoración, y las titulizaciones se han realizado mediante instrumentos relativamente simples y transparentes, basados fundamentalmente en hipotecas, sin recurrir a fórmulas complejas como los CDO.

Las entidades han segregado un conjunto de activos y los han financiado con obligaciones de máxima calidad al jerarquizar el pasivo del fondo y concentrar el riesgo de crédito en un tramo de «capital» que habitualmente ha permanecido en el balance. Las obligaciones, asimismo, se han colocado directamente a los inversores institucionales, sin promover «vehículos» que transformen instrumentos a largo plazo en bonos a muy corto plazo. Dada la vinculación de las entidades con la gestión de las inversiones y su participación en los riesgos, las operaciones se han gestionado con profesionalidad y se han sometido a las reglas contables, de solvencia y de control interno del conjunto de la actividad. Dicho de otra forma, no se ha registrado en España algo similar al modelo llamado «originar para distribuir», y la ausencia de «vehículos ad hoc» ha evitado el contagio y la difusión de los problemas.

Finalmente, la gestión de las entidades de crédito, apoyada por una exigente regulación contable y de solvencia y por una supervisión atenta a la evolución de los riesgos, ha permitido acumular bolsas notables de provisiones para cubrir pérdidas, no específicamente identificadas en tiempos de bonanza, pero que se manifiestan cuando cambia el ciclo de los negocios. En general, puede decirse que los activos de las entidades españolas están valorados con un grado de prudencia que hace fiables los holgados niveles de solvencia del sector.

Si bien es verdad que este episodio no supuso pérdidas directas, cabe señalar que el bloqueo resultante de los mercados monetarios y de renta fija privada del área del euro ha tenido repercusiones relevantes en los bancos y las cajas.

El proceso de intenso crecimiento y la consiguiente expansión de la demanda de crédito observados durante los diez últimos años ha comportado una notable apelación a los mercados mayoristas de renta fija privada, principalmente mediante la colocación de bonos de titulización y cédulas hipotecarias a un plazo medio de aproximadamente cuatro años. Al cerrarse súbitamente los mercados, aunque las entidades venían manteniendo una razonable holgura

de liquidez y una amplia diversificación de plazos y segmentos de financiación, el colapso de las emisiones ha generado una intensa perturbación.

En este entorno de dificultad, los bancos y las cajas de ahorro han modulado sus distintas líneas de negocio. Por una parte, han percibido una menor demanda de crédito como consecuencia de la rápida desaceleración de la economía. Por otra parte, han adaptado sus fuentes de financiación, pugnando por captar pasivos tradicionales y, hasta finales del año pasado, allegando recursos provenientes del Eurosistema.

Con todo, es importante señalar que los bancos y las cajas venían demandando liquidez en una proporción muy inferior a la que supone el peso de nuestra economía en la zona del euro, y actualmente han situado su participación en un nivel equivalente a la «clave» del Banco de España en el capital del BCE.

Desde mediados del mes de abril de 2008, ha vuelto a activarse el mercado primario de obligaciones bancarias simples y cédulas hipotecarias, pero continúan bloqueadas las colocaciones de titulizaciones entre inversores institucionales. Las entidades españolas han conseguido colocar en el mercado a medio plazo —cédulas hipotecarias, bonos «sénior» y obligaciones convertibles— un volumen de emisiones en torno a 20.000 millones de euros en muy poco tiempo. Como cabía esperar, los plazos son más cortos —dos, tres años—, las condiciones de precio son más exigentes, al haber aumentado las primas de riesgo de crédito y liquidez, y los volúmenes son más ajustados. Pero lo relevante es que se ha superado el bloqueo generalizado y los mercados de renta fija privada empiezan a expresar sus preferencias cotizando precios y no limitando las cantidades indiscriminadamente. En este entorno, los bancos y las cajas de ahorro deben incrementar su presencia en el mercado, de modo que la expansión de sus activos responda a la situación de los mercados internacionales.

Es improbable que las condiciones en las que se ha desenvuelto el sistema financiero en los últimos catorce años vuelvan a repetirse. La larga onda expansiva de la economía española ha dado paso ya a una fase de ajuste, ha decaído el vigoroso crecimiento de la construcción residencial, que ha arrastrado al crédito a la promoción, construcción y adquisición de vivienda, y no retornará la disponibilidad casi ilimitada de recursos financieros en los mercados internacionales del euro con primas por riesgo de crédito e iliquidez extraordinariamente bajas.

Los bancos y las cajas han de acostumbrarse a un descenso notable de las tasas de crecimiento del negocio, que se situarán en el entorno del PIB nacional, a un agotamiento del proceso de reintermediación del pasivo por reabsorción de los fondos de pensiones y de inversión, y a unos mayores diferenciales en los tipos de interés de sus pasivos colocados en los mercados institucionales. De ahí que sea tan relevante el equilibrio y diversificación de masas y plazos de su balance y el cuidado de las segundas líneas de liquidez.

El ensanchamiento de sus fuentes de financiación, estableciendo esquemas permanentes de promoción y comercialización de sus productos en los mercados internacionales del euro, la búsqueda de nuevos «nichos de negocio», especialmente en aquellas entidades que se han especializado en la financiación de la inversión residencial, y la racionalización de su estructura de costes y de su red de sucursales son tareas perentorias para los bancos y las cajas de ahorro.

La desaceleración de la economía no va a permitir transferir mecánicamente hacia los clientes los mayores costes de financiación, y ello va a suponer presión sobre los márgenes y los beneficios en un momento en el que las ratios de morosidad van a aumentar. En este entorno

menos holgado, donde se observa una acentuación de la competencia en el mercado bancario interior, no va a ser posible trasladar a los demandantes de crédito las posibles ineficiencias en la organización, imponiéndose una gestión más ajustada de los costes.

Para terminar, parece necesario hacer una referencia a las labores de supervisión. Nuestros modos de inspección continuada, en estrecha relación con las entidades, han funcionado razonablemente bien y han permitido que las sorpresas del verano de 2007 se circunscribieran al entorno exterior. El Banco de España ha aumentado los requerimientos de información sobre estructuras de financiación y condiciones de liquidez, y seguirá insistiendo en su adecuada gestión, incluyendo pruebas de resistencia y planes de contingencia que tengan en cuenta las incertidumbres de los mercados. Y continuará vigilando los negocios innovadores para promover una rigurosa implantación y exigir un adecuado control y tratamiento de las titulaciones de activos o de la utilización de productos complejos.

En materia de provisiones contables, va haciéndose patente una corriente de opinión favorable al mantenimiento de un esquema preventivo compatible con las normas contables internacionales y con la aceptación de los modelos internos de las entidades más avanzadas. Este esquema está permitiendo que las entidades estén aplicando paulatinamente las provisiones genéricas acumuladas a las nuevas provisiones específicas por los créditos dudosos que están manifestándose de una manera más pronunciada en el año 2008.

Los próximos meses también estarán marcados por la implantación en España de la nueva normativa de solvencia, conocida como Basilea II, cuya Circular aprobó este Consejo de Gobierno el pasado 22 de mayo. Las mejoras que ya está trayendo consigo para la gestión de las entidades están siendo de utilidad ante las actuales turbulencias financieras, y las nuevas herramientas ampliarán la capacidad de actuación supervisora en caso necesario.

Quiero señalar también que, si el Parlamento aprueba la implantación en España de una nueva estructura de supervisión financiera basada en el modelo de dos supervisores gemelos (*twin peaks*), el Banco ayudará a esta transformación acogiendo las labores de tutela de la solvencia de todos los intermediarios financieros, incluidas las sociedades de valores y los intermediarios de seguros.

Por último, no puedo dejar de expresar mi agradecimiento por el apoyo que, en todo momento, he encontrado durante este año por parte de este Consejo de Gobierno, la Comisión Ejecutiva, el subgobernador, los directores generales y todo el personal del Banco. Gracias al esfuerzo conjunto de todos hemos sido capaces de desempeñar satisfactoriamente, un año más, las tareas que esta institución tiene encomendadas. Estoy seguro de que ese mismo espíritu de trabajo en común nos permitirá afrontar con éxito los importantes retos que tenemos por delante.