

**29.11.2018**

**Intervención del gobernador del Banco de España en el 25º Aniversario de  
Moody's en España**

Pablo Hernández de Cos  
Gobernador

---



Quiero empezar agradeciendo a Moody's su amable invitación para estar hoy con ustedes en la celebración del vigesimoquinto aniversario de su establecimiento en España. El inicio de las actividades de Moody's en nuestro país, a comienzos de los años noventa, refleja también el principio de la etapa de incorporación plena de la economía española a los mercados financieros internacionales y, consiguientemente, de la necesidad de contar con una valoración rigurosa de la calidad crediticia de los emisores españoles, tanto públicos como privados.

Mi intervención de hoy estará dedicada al análisis de la situación económica en España y en el área del euro, haciendo hincapié en las incertidumbres y los riesgos que podrían lastrar la evolución de la actividad futura, y al papel que las distintas políticas económicas pueden desempeñar para mitigar esos riesgos. Además, dedicaré una especial atención a describir los retos a los que se enfrenta la economía española en el medio y largo plazo.

### **Situación económica del área del euro**

Comenzando por el área del euro, este año hemos asistido al desvanecimiento de algunos de los elementos que habían impulsado su crecimiento económico hasta finales de 2017. Por un lado, en el ámbito internacional, la expansión vigorosa y sincronizada que una mayoría de áreas geográficas registró el año pasado ha dado paso a una fragilidad creciente de diversas economías emergentes, en un contexto de cierto deterioro de las condiciones financieras globales. Además, la recuperación del comercio y la inversión mundiales en 2017 se ha vuelto a frenar, por la incertidumbre sobre las políticas comerciales, la materialización de algunas amenazas proteccionistas y la intensificación de ciertos focos de tensión geopolítica.

Por otro lado, en el ámbito interno a la Eurozona, ha aumentado la incertidumbre política, especialmente en el caso de Italia, donde el desafío por parte del actual gobierno de las reglas fiscales europeas plantea un reto de primer orden para la Unión Económica y Monetaria.

Además, a todo ello se han añadido algunos otros elementos de naturaleza más pasajera, como la incidencia de huelgas y la mala climatología durante los primeros meses del año en varios países de Europa Central o, más recientemente, las dificultades transitorias en la industria automovilística, especialmente en Alemania.

En suma, la economía del área del euro, que en 2017 había experimentado un impulso notable, viene manifestando durante todo este año una desaceleración más intensa de lo anticipado. En particular, destaca la debilidad de las exportaciones en el actual contexto de ralentización del comercio mundial, extensión de las políticas proteccionistas y de apreciación del tipo de cambio del euro frente a algunas economías emergentes. Todo ello, junto con las incertidumbres que todavía subsisten en torno al desenlace final de las negociaciones sobre la salida del Reino Unido de la UE, habría llevado a algunas empresas europeas a retrasar sus planes de inversión.

En todo caso, siguen estando en pie los elementos que deberían permitir que el PIB mantenga en los próximos trimestres ritmos de avance superiores a su potencial, propiciando una ampliación progresiva de la brecha de producción y, con ello, un aumento de las presiones inflacionistas. En particular, la reducción de la tasa de desempleo hasta

niveles próximos al 8%, similar al observado antes de la crisis, está propiciando un cierto repunte de los salarios, tras varios años de contención. Esto debería facilitar la convergencia sostenida de la inflación hacia tasas coherentes con la referencia de medio plazo de la política monetaria, inferiores pero próximas al 2%.

Estas perspectivas de repunte de la inflación llevaron al BCE a dar los primeros pasos hacia la normalización de la política monetaria del área del euro, anunciando, en junio pasado, el previsible final del programa de compra de activos a finales de este año, en tanto prosiga la convergencia sostenida de la inflación hacia ese valor de referencia.

Con todo, no se puede olvidar que el repunte de la inflación de los últimos meses procede fundamentalmente del incremento del coste de la energía, mientras que los componentes más estables muestran aún ritmos de avance reducidos, próximos al 1%. Con este trasfondo, persiste la incertidumbre sobre los factores que están frenando la transmisión de los incrementos salariales a los precios de consumo. La evidencia empírica sugiere que la contención en el avance de los precios en economías avanzadas podría derivarse en parte del aumento de la competencia global, la aparición de nuevas formas de comercialización, los avances tecnológicos y la digitalización de los procesos productivos.

El efecto de los factores anteriores sobre los procesos de determinación de los precios, el debilitamiento reciente de la actividad del área y los crecientes riesgos que pesan sobre el entorno internacional subrayan la necesidad de seguir manteniendo un estímulo monetario significativo. A partir de enero, este apoyo vendrá dado principalmente por dos elementos. El primero de ellos es la reinversión durante un período de tiempo prolongado de los instrumentos financieros adquiridos bajo el programa de compra de activos del Eurosistema, y, en todo caso, por el tiempo que sea necesario para favorecer la convergencia sostenible de la inflación a la referencia de medio plazo del 2%. El segundo es el anuncio del Consejo de Gobierno del BCE de que los tipos de interés se mantendrán en los niveles actuales hasta al menos el verano de 2019.

### **Retos de la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria**

En cuanto a la reforma de la gobernanza del área del euro, el reto actual es culminar el diseño de una unión monetaria más estable de modo que pueda afrontar mejor futuras crisis. Para ello se deben completar los avances ya realizados en el ámbito de la gestión de crisis –como la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)– y en el de reducción de riesgos en el ámbito financiero –como la puesta en marcha de dos de los tres pilares esenciales de la Unión Bancaria: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y el Mecanismo Único de Resolución (MUR)–.

Así, en el horizonte más inmediato, resultaría necesario avanzar en dos direcciones. Por un lado, completar el segundo pilar de la Unión Bancaria, mediante la puesta en marcha de un respaldo financiero al Fondo Único de Resolución que garantice la suficiencia financiera de la autoridad europea de resolución. Por otro lado, la creación de un Sistema Europeo de Seguro de Depósitos resulta esencial para garantizar el mismo nivel de protección a todos los depositantes del área del euro, reduciendo así el riesgo de retiradas masivas de depósitos en situaciones de estrés financiero. Todo ello contribuye además a debilitar el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario.

Para continuar avanzando en la reducción de la fragmentación financiera dentro del área del euro, se deben potenciar los canales privados de compartición de riesgos de los que disponen otras uniones monetarias como el canal del crédito y el de los mercados de capitales. Para ello resulta esencial remover los obstáculos de toda índole que impiden la creación de una banca pan europea minorista, así como avanzar en las iniciativas de la Unión de Mercados de Capitales. Actualmente los mercados de capitales europeos poseen un menor nivel de desarrollo que los de EE.UU y, además, muestran un elevado sesgo nacional, que impide que las perturbaciones que afectan a las empresas de un país se absorban entre todos los países del área.

Por último, es necesario mejorar la capacidad de estabilización de la política fiscal europea. Para ello, en primer lugar, los países deberían aprovechar la actual fase expansiva para generar márgenes de maniobra que sirvan como estabilizadores en futuras crisis. La simplificación del complejo entramado de reglas y procedimientos que conforman actualmente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el fortalecimiento de las instituciones fiscales independientes y del Consejo Fiscal Europeo podrían contribuir también a ese objetivo. Además, la creación de instrumentos de estabilización cíclica de carácter supranacional aumentaría la capacidad de absorción de perturbaciones asimétricas y, en su caso, podrían mejorar la efectividad de la política fiscal del conjunto de los países del área para hacer frente a perturbaciones comunes.

Completar el actual diseño de la UEM y dotarla de una gobernanza sólida y renovada debería ser hoy, a la luz de los importantes retos a los que se enfrenta Europa, una tarea de máxima prioridad que requerirá, en todo caso, de amplios consensos y voluntad política.

### **Evolución reciente y perspectivas de la economía española**

Por lo que respecta a la economía española, en 2018 se ha venido prolongando la fase expansiva aunque con una moderación del crecimiento que, si bien menos pronunciada que en el conjunto del área del euro, se espera que se prolongue en el medio plazo, en parte como consecuencia del menor vigor del comercio exterior. En otras palabras, la fase de crecimiento más elevado del actual ciclo expansivo de la economía española ya habría quedado atrás, si bien el avance de la actividad se espera que siga situándose por encima de la tasa de crecimiento potencial.

El crecimiento en nuestro país sigue alentado por la política monetaria acomodaticia. Así, los tipos de interés de la financiación bancaria, en niveles próximos a sus mínimos históricos, y el fortalecimiento de su situación patrimonial están incentivando el recurso a crédito nuevo por parte de empresas y familias.

En este contexto, y con el buen ritmo que viene mostrando la creación de empleo, el gasto de los hogares tanto en consumo como en inversión residencial ha mantenido recientemente un crecimiento robusto, aunque algo inferior al del cierre de 2017. El ritmo de aumento del consumo de las familias está superando al de sus rentas, por lo que la tasa de ahorro de hogares ha descendido hasta niveles históricamente reducidos. Resulta así previsible que las familias tiendan a moderar su gasto en los próximos trimestres.

Por su parte, la inversión empresarial mantiene un marcado dinamismo, favorecido por la persistencia de condiciones financieras holgadas y por la evolución positiva de los

beneficios empresariales. De cara a los próximos trimestres, cabe esperar que este tono positivo se mantenga, en un contexto en el que la utilización de la capacidad productiva se sitúa en niveles históricamente elevados. Además, las ganancias de competitividad de los últimos años y la reducción del elevado endeudamiento que presentaba el sector con anterioridad a la crisis deberían favorecer también el avance de la inversión productiva.

Cabe resaltar, como rasgo positivo que diferencia al actual ciclo expansivo de otros anteriores, que el buen comportamiento de la demanda interna está siendo compatible con el mantenimiento un superávit exterior, que en los últimos años ha sido de una magnitud notable. A ello han contribuido diferentes factores, entre los que destacan el aumento de la base exportadora de la economía española, la mayor diversificación geográfica de las ventas al exterior, el incremento de los ingresos del turismo en años recientes y el entorno de bajos tipos de interés, que ha permitido reducir el saldo negativo de la balanza de rentas.

De cara al futuro, sin embargo, no podemos ignorar que algunos de los factores que han favorecido el mantenimiento de elevados superávits a lo largo de la recuperación están perdiendo fuerza. En concreto, las subidas pasadas del precio del petróleo han encarecido notablemente la factura energética. Aunque más recientemente el aumento del crudo ha tendido a revertir parcialmente, conviene no olvidar que la fuerte dependencia que nuestra economía tiene de esta materia prima hace que sus cambios de precio tengan un impacto muy significativo sobre nuestras cuentas exteriores.

Además, los ingresos por turismo han sufrido un cierto debilitamiento este año como consecuencia de la recuperación de otros destinos de la cuenca mediterránea. Finalmente, las proyecciones disponibles apuntan a un cierto encarecimiento del coste de financiación del todavía elevado endeudamiento que la economía española mantiene frente al exterior. Precisamente, la necesidad de reducir esta abultada posición deudora neta frente al resto del mundo hace que sea esencial que la economía española continúe acumulando excedentes exteriores.

En el mercado de trabajo, la fuerte creación de empleo a lo largo de la fase de recuperación se ha visto favorecida por la contención de los salarios, que en los últimos años han presentado un avance muy modesto, en un contexto en el que se partía de un elevado grado de holgura en el mercado laboral y en el que las expectativas de inflación se han mantenido en niveles contenidos. En todo caso, los incrementos salariales acordados en los convenios colectivos se han ido elevando progresivamente hasta alcanzar el 2 % en los de nueva firma. Es previsible que esta trayectoria algo más expansiva de los salarios prosiga en el futuro, en línea con las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado por los agentes sociales en junio. De este acuerdo me gustaría destacar de forma positiva la inclusión de componentes variables de retribución salarial, en la medida en que puedan contribuir a incrementar la vinculación de los crecimientos salariales con la productividad y otras condiciones individuales de cada empresa.

En cuanto a la inflación, los desarrollos recientes han sido muy similares a los observados en el área del euro. Como en este caso, el aumento del índice armonizado de precios de consumo, que en octubre se situó en el 2,3 % interanual, continúa viéndose muy condicionado por las elevadas tasas de crecimiento del componente energético. Y, de modo también análogo, las medidas de inflación subyacente mantienen un ritmo de avance mucho más modesto, próximo al 1 %. A partir del tramo final del año se prevén algunos

cambios en esta evolución. En concreto, de acuerdo con nuestras previsiones, la contribución del componente energético al indicador general comenzaría a reducirse significativamente en los próximos meses, si bien esta disminución se vería parcialmente compensada por un repunte del componente subyacente, a medida que el mantenimiento del crecimiento del PIB por encima de su tasa potencial vaya ampliando la brecha de producción positiva.

Estas perspectivas que les acabo de esbozar sobre la evolución previsible de la economía española no se encuentran exentas de elementos de incertidumbre a corto y medio plazo, en parte ligados al entorno exterior y en parte a la incertidumbre que genera el elevado grado de fragmentación parlamentaria acerca de la orientación futura de la política fiscal y de la aplicación de las reformas estructurales necesarias.

### **Retos a largo plazo de la economía española**

Pero más allá de estos elementos más inmediatos de riesgo, no debemos olvidar los principales retos a los que se enfrenta la economía española desde una perspectiva temporal más amplia.

En el ámbito de las finanzas públicas, es cierto que, a lo largo de la recuperación, se ha reducido el déficit público. Sin embargo, esta disminución ha sido insuficiente y se ha debido a la propia mejoría cíclica de la economía y a los menores gastos en intereses. De hecho, el saldo primario estructural apenas ha variado en los últimos años, manteniéndose en niveles elevados.

En este contexto, no es de extrañar que la reducción de la ratio de deuda pública sobre el PIB desde los máximos alcanzados en 2014 haya sido muy limitada, situándose cerca del 100% del producto. Este elevado nivel de endeudamiento público reduce los márgenes de actuación contracíclica de la política fiscal e incrementa la vulnerabilidad ante un potencial tensionamiento en las condiciones de financiación y exige, con carácter de urgencia, la puesta en marcha de un plan de medio plazo para la disminución del déficit estructural. Es preciso, además, que este esfuerzo de consolidación tome en consideración la necesidad de que la composición del presupuesto en términos de gastos e ingresos esté orientada a maximizar su contribución al crecimiento de la actividad y el empleo.

La deuda pública actual refleja los pasivos contraídos en el pasado por las Administraciones Públicas. Pero, a futuro, no debemos olvidar que existen además pasivos implícitos asociados al proceso de envejecimiento poblacional, que ya se está materializando con intensidad en nuestro país. En efecto, la evolución demográfica proyectada conllevará un incremento sustancial del gasto público en pensiones, sanidad y otras prestaciones en las próximas décadas. En lo que se refiere al gasto en pensiones, los desarrollos legislativos más recientes se han orientado hacia un debilitamiento de los mecanismos de reequilibrio actualmente existentes -el factor de sostenibilidad y, en especial, el índice de revalorización de las pensiones-. Esta modificación dará lugar a un notable incremento de esta partida de gasto en las próximas décadas por lo que resulta fundamental adoptar, simultáneamente, otras medidas que compensen dicho incremento. En este contexto, un reto de primer orden para el futuro de nuestro sistema de pensiones se centra en alcanzar un equilibrio entre las tasas de sustitución que el sistema pretende asegurar (es decir, la relación entre la pensión y el último salario percibido) y la obtención de los ingresos necesarios para garantizar la

sostenibilidad del sistema a largo plazo. Es asimismo deseable que cualquier estrategia de reforma elegida refuerce la contributividad del sistema (es decir, la relación entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas) y mantenga un mecanismo de ajuste automático que garantice de forma continuada su sostenibilidad.

Asimismo, las implicaciones del envejecimiento poblacional van más allá de su impacto directo sobre el gasto, lo que requiere definir una estrategia para mitigar su impacto negativo sobre la tasa de actividad, la productividad y el crecimiento potencial de la economía.

Precisamente, las modestas perspectivas que se ciernen sobre la capacidad de crecimiento a largo plazo, plantean un desafío de calado para la economía española. De acuerdo con las estimaciones disponibles, la tasa de crecimiento potencial de nuestra economía, aunque próxima a la observada en el área del euro, es inferior a la estimada para las economías desarrolladas más dinámicas. Existen factores estructurales que, además del referido envejecimiento poblacional, limitan el crecimiento potencial de la economía española. A continuación me centraré especialmente en dos de ellos: los modestos avances que presenta la productividad y el elevado desempleo estructural.

Con respecto al primero de estos dos elementos, la mejora de la dinámica de modesto crecimiento que presenta la productividad en nuestro país exige medidas en distintos ámbitos, entre los que se incluyen mejoras en el sistema educativo, en la calidad de las instituciones y en la competencia y el funcionamiento de los mercados de productos y servicios. En este sentido, el hecho de que las ganancias de competitividad acumuladas desde el inicio de la crisis hayan recaído fundamentalmente en la moderación de los salarios, mientras que los márgenes empresariales han presentado un ajuste mucho menor, sugiere la existencia de un insuficiente grado de competencia empresarial en algunos sectores. Para corregir estas deficiencias, deben revisarse aquellos aspectos regulatorios que dificultan la entrada de nuevas empresas, que limitan su crecimiento o que entorpecen la salida del mercado de compañías con un nivel de productividad subóptimo. Se trata de favorecer la asignación adecuada de recursos y elevar la propensión a la innovación del sector empresarial, aspectos clave para incrementar el crecimiento a largo plazo.

En relación con el desempleo estructural, a pesar de la importante corrección de los últimos años, la tasa de paro no solo sigue siendo elevada, sino que, además, más de la mitad de los desempleados llevan más de un año en esta situación. En particular, los colectivos con menor formación son los que presentan mayores dificultades de empleabilidad. Esto exige actuaciones en el ámbito de la educación y de la formación de los trabajadores, para fomentar su mayor adaptabilidad a un nuevo entorno caracterizado por el progreso tecnológico y la mayor automatización de los procesos productivos. En este sentido, las medidas dirigidas a proteger las rentas más bajas deben diseñarse de modo que no disminuyan la empleabilidad de los trabajadores que las perciben.

Asimismo, deben afrontarse otros problemas que persisten en el mercado de trabajo, como son la excesiva temporalidad y rotación del empleo y la reducida dispersión de las condiciones salariales entre empresas. Conviene recordar que la elevada parcialidad involuntaria y la corta duración de los contratos inciden negativamente no solo sobre la productividad, sino también sobre la desigualdad de los ingresos laborales. En este sentido, es necesario potenciar el atractivo de la contratación indefinida, sin que ello vaya en

detrimento de la creación de empleo, e incorporar mecanismos que permitan una mayor alineación entre las condiciones salariales de cada empresa y su productividad. El empleo desempeña un papel crucial en nuestro país como elemento mitigador de la desigualdad, lo que sugiere que el marco laboral debe contar con mecanismos que favorezcan la conservación de los puestos de trabajo en fases recesivas, permitiendo ajustes salariales que atenúen la destrucción de empleo y distribuyan el ajuste de forma más equitativa entre los distintos colectivos de trabajadores.

### **Los retos del sector bancario español**

Finalmente, permítanme que resuma brevemente algunos de los principales desafíos a los que se enfrenta el sector bancario. Los avances logrados en los últimos años en términos de rentabilidad, solvencia y liquidez han sido muy significativos. Sin embargo, el sector bancario español, como también el europeo, debe encarar todavía algunos retos de calado.

El primero es el relativo a la reducción de los activos improductivos. La reducción de los activos dudosos y adjudicados ha sido de un 60% y 40%, respectivamente, desde el máximo alcanzado durante la crisis, y es de esperar que el crecimiento económico siga facilitando una reducción progresiva. No obstante, su nivel sigue estando por encima del observado antes de la crisis, lo que sigue afectando negativamente a la rentabilidad de las entidades, por lo resulta necesario que estas profundicen en la aplicación de políticas de gestión activa de sus activos improductivos.

En relación con la rentabilidad, si bien esta ha vuelto a registros positivos y se sitúa por encima de la observada en la media de la UE, continúa por debajo de los registros alcanzados antes de la crisis. Además, la actividad en el extranjero, que ha supuesto para las entidades una valiosa fuente de rentabilidad durante la crisis, tampoco está exenta de retos, en particular en el momento actual en el que algunas de las economías emergentes en las que las entidades españolas se hallan expuestas están atravesando dificultades. Las entidades deben afrontar este desafío sin incurrir en una relajación excesiva de los criterios de admisión y selección en las operaciones crediticias.

Por otra parte, las entidades españolas se han adaptado adecuadamente a los nuevos requerimientos regulatorios, como refleja el hecho de que el nivel de la ratio de capital se encuentra claramente por encima de los mínimos establecidos y que los resultados de los ejercicios de estrés realizados recientemente por la Autoridad Bancaria Europea y por el Banco de España muestran una considerable capacidad de resistencia ante la potencial materialización de un escenario macroeconómico adverso. En todo caso, todavía quedan algunas reformas pendientes de aplicar en su totalidad, como la revisión de Basilea III y los requisitos de MREL. Además, en la comparativa internacional, las entidades españolas muestran niveles reducidos de sus ratios de capital, lo que refleja, en buena medida, el proceso de saneamiento de los balances bancarios llevado a cabo y la mayor densidad de sus activos, pero también la necesidad de que las entidades españolas adopten estrategias de refuerzo de su capital.

Por último, las instituciones financieras deben adaptarse al nuevo marco competitivo derivado de las nuevas tecnologías y al avance de la desintermediación financiera.

## **Conclusiones**

En resumen, en mi opinión, no debería desaprovecharse el momento cíclico actual, caracterizado todavía por un crecimiento económico por encima del potencial, para afrontar las vulnerabilidades y retos de nuestra economía y para ganar margen de maniobra presupuestario para afrontar futuras situaciones cíclicas adversas. Para ello, debería priorizarse un proceso de consolidación fiscal que permita disminuir el déficit público estructural y acelerar la reducción de la ratio de deuda pública sobre PIB, así como intensificar las reformas estructurales necesarias para afrontar los retos derivados del envejecimiento poblacional, el elevado desempleo estructural y la baja productividad.

Muchas gracias.