

Madrid, 24 de abril de 2007

**Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión  
de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados**

**Miguel Fernández Ordóñez**  
Gobernador del Banco de España

Comparezco en esta Comisión de Economía y Hacienda para informar a Sus Señorías de los efectos de la política monetaria común sobre las empresas y las familias españolas. Les agradezco especialmente su invitación porque creo que este es un asunto de gran importancia, que requiere un análisis riguroso en el que es preciso dar cabida a un conjunto amplio y complejo de consideraciones de diferente índole. Además, es un tema que está atrayendo la atención desde que los tipos de interés en la zona del euro comenzaron a subir a finales de 2005, cuando el BCE empezó a retirar gradualmente el intenso estímulo monetario que había mantenido durante un periodo excepcionalmente largo.

Permítanme, por tanto, que comience mi intervención realizando una breve explicación de las razones que han justificado este cambio gradual en el tono de la política monetaria que ha llevado el tipo de las operaciones principales de financiación del BCE desde el 2%, un nivel que en términos históricos cabe calificar de excepcionalmente reducido, hasta el 3,75% actual.

\*\*\*\*\*

Como es bien conocido, el objetivo primordial que persigue la política monetaria del Eurosistema es el mantenimiento de la estabilidad de precios, tal como se establece en los Estatutos del Banco Central Europeo y del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que forman parte del Tratado de la Unión Europea. El carácter prioritario otorgado a la consecución de bajas tasas de inflación descansa en el convencimiento de que, solo en un entorno de estabilidad de precios, es posible mantener un crecimiento sostenido, con una fuerte creación de empleo, una adecuada situación competitiva y una mejora continuada del bienestar. Este es, en consecuencia, el enfoque desde el que se deben entender las decisiones adoptadas y sus efectos, y desde el que, como Gobernador del Banco de España y miembro del Consejo de Gobierno del BCE, les voy a hablar.

Querría comenzar recordando, desde esta perspectiva, que tras unos primeros años de unión monetaria en los que la actividad mostró un dinamismo apreciable en el área del euro, la desaceleración económica experimentada a nivel internacional tras el fuerte ajuste bursátil del año 2000 y los atentados terroristas posteriores en Estados Unidos afectó a la zona de modo significativo, dando paso a un período de cierta atonía. Ante la ausencia de riesgos inflacionistas, el Banco Central Europeo reaccionó iniciando un proceso de bajada gradual de los tipos de interés oficiales, hasta situarlos en el 2% a mediados de 2003. Un nivel tan reducido no se había alcanzado nunca, no ya desde el inicio de la UEM, sino durante las dos décadas anteriores en ninguno de los principales países europeos.

A partir de 2005 y, con más claridad, a lo largo del siguiente año, empezaron a registrarse las primeras señales de que la economía europea comenzaba a entrar en una fase de lenta recuperación, que los datos fueron confirmando poco a poco. La consolidación de las tasas de crecimiento en niveles que, aunque reducidos aún, superaban notablemente los pobres registros anteriores dio paso posteriormente a la aparición de indicios que apuntaban hacia una progresiva ganancia de dinamismo.

Este cambio en las perspectivas de crecimiento, junto con las intensas alzas en el precio del petróleo, hacía presagiar que, si no se actuaba convenientemente, no solo comenzarían a aparecer presiones directas sobre la evolución de los precios de consumo, sino también otras de carácter más indirecto que transitarían a través de los incrementos salariales. El BCE reaccionó entonces retirando gradualmente el estímulo expansivo que los bajos tipos de interés habían proporcionado durante los años anteriores.

Las buenas perspectivas de crecimiento han terminado, como saben, confirmándose y en 2006 hemos asistido ya a una clara recuperación económica en la zona del euro, con una tasa de expansión del producto del 2,8%, que es la más alta de toda la década, y con un incremento del empleo del 1,4%. Las proyecciones disponibles para los próximos años apuntan, asimismo, al mantenimiento de un ritmo de crecimiento sostenido, por encima del 2% anual, que permitiría mantener el proceso de creación de empleo y continuar recortando la tasa de paro.

Las implicaciones de este dinamismo de la actividad sobre los riesgos para la estabilidad de precios han reforzado la necesidad de mantener, en la primera parte del año en curso, el proceso de progresiva normalización de las condiciones monetarias, tal y como quedó patente en la elevación del tipo de interés de intervención hasta el 3.75% el pasado 8 de marzo. Es importante constatar que este proceso de retirada paulatina de los impulsos monetarios ha sido, en general, anticipado y asimilado ordenadamente por los mercados monetarios.

\*\*\*\*\*

En todo caso, la configuración de la estrategia de política monetaria y su aplicación práctica durante estos años han resultado muy beneficiosas para Europa, en general, y para nuestro país, en particular. De hecho, han permitido que las expectativas de inflación se hayan mantenido ancladas en tasas reducidas en todos los países del área, tanto en los que tenían una mayor tradición de estabilidad macroeconómica como en los que, como el nuestro, no gozaban de un buen récord histórico en ese terreno. Además, las condiciones monetarias fijadas no han sido en ningún momento un impedimento para el dinamismo del empleo, como demuestra el hecho de que desde 1998 en la zona del euro se han creado cerca de 13 millones de puestos de trabajo, a los que, por cierto, España ha contribuido en cerca del 40%.

Ahora bien, por la propia naturaleza de una unión monetaria, la política monetaria única debe atender a la situación económica de la zona en su conjunto, por lo que no es posible que pueda adaptarse a las circunstancias específicas de cada uno de los países miembros. Es inevitable, por tanto, que para algunos de ellos y en determinados periodos, las condiciones monetarias presenten un carácter más holgado o más restrictivo de lo que sus propios condicionantes internos podrían requerir. En nuestro caso concreto, la política monetaria común ha supuesto la existencia, prácticamente continuada, de unas condiciones de financiación demasiado holgadas para el dinamismo que ha venido mostrando la economía española. Pero esto, Señorías, no debe ocultar que para los países que forman parte de la UEM, y desde luego para el nuestro, las ventajas de una política monetaria adecuada para el conjunto del área superan, con mucho, sus posibles desajustes con los requerimientos específicos de las economías nacionales.

De este modo, siendo cierto que un tono menos relajado de la política monetaria se habría ajustado mejor a nuestras necesidades, no lo es menos que con dicha política las posibilidades de que la economía europea se recuperara habrían sido también menores y, con ello, más improbable que España hubiera alcanzado y mantenido las tasas de crecimiento necesarias para progresar en la convergencia hacia los estándares europeos. Es, de hecho, impensable que un país como el nuestro pueda experimentar un crecimiento sostenido a medio y largo plazo si la zona en la que se enmarca el grueso de sus relaciones comerciales, económicas y financieras no cuenta con una política monetaria coherente con su situación económica.

Estas consideraciones, en todo caso, ponen de relieve la necesidad de que la política monetaria común deba venir acompañada, dentro de cada país, de una utilización eficiente de otros instrumentos de la política económica que sí se mantienen bajo soberanía nacional y que resultan, por tanto, apropiados para afrontar las necesidades específicas de cada economía. Corresponde, pues, a estas políticas hacer frente a eventuales diferencias en la posición cíclica o a posibles perturbaciones de carácter local. En nuestro caso, la decidida apuesta por la consolidación fiscal y por el mantenimiento de unas cuentas públicas equilibradas que han venido realizando las autoridades españolas en la última década ofrece, a mi juicio, un buen ejemplo de respuesta adecuada de las políticas nacionales a los posibles desajustes entre el tono de la política monetaria única y nuestras necesidades específicas.

En cualquier caso, la holgura de las condiciones monetarias no ha impedido un cambio sustancial en los mecanismos de formación de expectativas de inflación en nuestro país hacia pautas más próximas al concepto de estabilidad. Un cambio que ha contribuido al aumento de la confianza de las familias y de las empresas e, incluso, de los agentes no residentes, en las posibilidades de la economía española y que ha sido uno de los principales soportes de la fase más larga de dinamismo económico de este país en muchas décadas. De este modo, el nuevo entorno de mayor estabilidad macroeconómica ha mejorado las expectativas de renta futura de los agentes,

al tiempo que los niveles de los tipos de interés propios de una zona de estabilidad han permitido que dichas expectativas se materialicen en un mayor gasto de consumo y de inversión mediante el recurso a la financiación.

Naturalmente, la dinámica de este proceso se ha beneficiado también de la confluencia de otros factores, algunos de ellos también relacionados con la pertenencia de España a la UEM, entre los que cabe destacar la revalorización de los activos reales y financieros en la cartera de las familias y de las empresas o el incremento de la eficiencia en las labores de intermediación del sistema financiero. Los frutos de este proceso han sido particularmente visibles en el mercado de trabajo. La coincidencia del impulso del gasto con una moderación de las expectativas de inflación ha modificado las pautas tradicionales de negociación salarial, permitiendo que la intensa generación de empleo haya sido un rasgo distintivo fundamental de la actual fase expansiva. Esto ha facilitado que, a pesar del fuerte aumento de la población activa asociado al flujo inmigratorio y a la creciente participación de la mujer, la tasa de paro haya disminuido hasta niveles mínimos de las últimas décadas. La reducción ha sido particularmente acusada entre los jóvenes y los parados de larga duración.

En definitiva, pues, el balance que cabe hacer de los efectos que la política monetaria única ha tenido a lo largo de estos años para las familias y las empresas españolas es enormemente positivo. En mi opinión, Señorías, no hay razones para pensar que el signo de ese balance esté cambiando o vaya a hacerlo en el futuro. Y esta es la principal idea que me gustaría transmitir en esta comparecencia y desde la que se debe enfocar cualquier evaluación de la evolución coyuntural de los tipos de interés.

\*\*\*\*\*

Los cambios que están teniendo lugar en la política monetaria única desde diciembre de 2005 y que acabo de resumir resultan particularmente adecuados para el buen funcionamiento de la economía española y para el bienestar de sus ciudadanos. Y no solo porque la retirada del estímulo monetario ayudará a conseguir unas tasas de crecimiento más sostenibles en nuestros principales socios comerciales, sino también porque es muy apropiada para encauzar el patrón de gasto de las familias y las empresas españolas hacia pautas también más sostenibles y con una composición que propicie el fortalecimiento de nuestra competitividad y el aumento de la producción potencial a largo plazo.

Como hemos venido advirtiendo desde el Banco de España, la continuada presión de la demanda, si no se encuentra con una respuesta suficientemente flexible por el lado de la oferta, tiende a generar algunas tensiones, que pueden suponer riesgos en el terreno de la competitividad y del endeudamiento para sostener la expansión en el medio y largo plazo. En estas condiciones, es claro que una política monetaria menos acomodante se adapta mejor a la situación cíclica de

nuestra economía y, por tanto, ayuda a reducir los riesgos propios de una dilatada etapa de elevado dinamismo del gasto.

Los datos más recientes revelan, de hecho, avances en esta dirección, al mostrar un menor peso relativo del consumo privado y de la inversión residencial en el crecimiento del producto, y, en cambio, una mayor contribución de la inversión en bienes de equipo y de las exportaciones netas. Asimismo, los ritmos de crecimiento del crédito a las familias y de los precios de la vivienda se están moderando suave pero continuamente en los últimos trimestres, lo que favorece el proceso de ordenada normalización del mercado inmobiliario y, por tanto, minimiza la probabilidad de escenarios menos favorables.

La forma gradual en la que se está produciendo el ajuste de las condiciones monetarias resulta particularmente adecuada para la situación actual de nuestra economía. La ausencia de actuaciones sorpresivas y de cambios bruscos facilita que la reconducción de la demanda se haga de una manera ordenada en el tiempo y, por tanto, sea absorbida más fácilmente por el entramado productivo.

Además, los incrementos que han experimentado los tipos de interés relevantes para las decisiones de gasto de los agentes están siendo bastante moderados. El tipo Euribor a 1 año, que como conocen Sus Señorías, es una referencia básica en el mercado hipotecario, se sitúa en la actualidad en niveles ligeramente por encima del 4%, pero son inferiores a los que se registraron en 2000 ó 2001, por no mencionar la enorme distancia, de prácticamente 10 puntos porcentuales, con respecto a los que regían antes del proceso de convergencia para ingresar en la UEM. En el caso de los tipos de interés a plazos más largos, que están más directamente vinculados al coste de la financiación empresarial, las comparaciones resultan, incluso, más favorables: el tipo de interés a 10 años se sitúa también en el entorno del 4%, que es el nivel que, en promedio, se alcanzaba entre 2003 y 2004, cuando la serie histórica de medias anuales de la UEM y de Alemania se situaba en las cotas mínimas hasta entonces.

En consonancia con el tono algo menos expansivo de las condiciones financieras, la financiación captada por los hogares españoles ha comenzado a mostrar síntomas de desaceleración en estos últimos meses, aunque mantiene todavía tasas de crecimiento interanual elevadas, en el entorno del 18%, que, en cualquier caso, suponen un recorte de más de 3 puntos en los últimos trimestres.

Como es lógico, las familias están adaptando de manera paulatina sus patrones de gasto hacia niveles más acordes con un tono más normal de la política monetaria. Los cambios en los tipos de interés se están reflejando en un cierto incremento de la carga financiera a la que tienen que hacer frente, aunque parte de este efecto puede estar siendo compensado mediante un alargamiento adicional de los plazos de vencimiento de los préstamos. A su vez, es probable que este ajuste

moderado de los tipos de interés, al elevar la remuneración del ahorro, propicie una cierta recuperación de la tasa de ahorro de las familias que, como saben Sus Señorías, ha mantenido durante estos últimos años una clara trayectoria descendente.

Cabe esperar también que se produzca una mayor modulación del gasto en inversión residencial de los hogares, que lleve la actividad del sector inmobiliario a ritmos de expansión menores que los registrados durante la fuerte y prolongada fase expansiva que ha vivido este mercado, aunque es previsible el mantenimiento de un dinamismo considerable, dado el soporte que las variables demográficas y el crecimiento económico continuarán proporcionando a la demanda de este tipo de activos.

Todos estos cambios deben reflejarse en una progresiva desaceleración de la demanda de crédito, que favorecerá una estabilización de la ratio de endeudamiento del sector y, con ella, de la correspondiente carga financiera.

Es importante tener presente, además, que durante este proceso, el tono más neutral de la política monetaria será una garantía para el mantenimiento de la estabilidad de los precios y, por tanto, del poder adquisitivo de las rentas de las familias. La ausencia de presiones inflacionistas, a su vez, ayudará a la continuidad del dinamismo del empleo, que es el principal motor del crecimiento de estas rentas.

En el ámbito de las empresas, el incremento de los tipos de interés no ha tenido aún un efecto apreciable sobre las principales pautas de comportamiento. Los recursos financieros captados por el sector están creciendo al 24%, superando también el promedio de la Unión Monetaria.

Esta evolución del endeudamiento empresarial español está estrechamente vinculada, por una parte, al renovado dinamismo de la inversión en bienes de equipo, que el año pasado se incrementó a una tasa próxima al 10% en términos reales y que seguramente continuará contribuyendo de manera muy positiva al crecimiento de la economía española a lo largo de 2007. Por otra, las compañías españolas están desempeñando un elevado protagonismo en el actual relanzamiento de los procesos de adquisición y fusión empresariales, como prueban los casi 100.000 millones de euros que alcanzaron las operaciones de compra en las que tomaron parte en 2006. Por último, las actividades ligadas a la construcción continúan alimentando una parte importante de la creciente demanda de fondos por parte de las sociedades.

El avance de la inversión en bienes de equipo y la diversificación sectorial y geográfica de las actividades que conlleva la mayor parte de las operaciones corporativas acometidas por las sociedades españolas pueden fortalecer el tejido empresarial de nuestra economía y a ampliar, por tanto, la capacidad productiva en el medio y largo plazo.

Estas consideraciones no deben ocultar, sin embargo, el hecho de que los ratios de endeudamiento empresarial están aumentando y que, por tanto, la carga financiera asociada incidirá en mayor medida sobre sus resultados. En estas condiciones, la moderada subida de los tipos de interés que se ha producido suministra una señal apropiada y oportuna para que los planes de inversión y de expansión empresarial se diseñen en consonancia con las posibilidades reales de rentabilidad futura. De este modo, se refuerzan los incentivos para evitar potenciales situaciones de vulnerabilidad que pudieran suponer un riesgo excesivo para la viabilidad de dichos planes.

Este marco globalmente favorable no excluye que el proceso de ajuste pueda suponer la aparición de tensiones puntuales en algunos sectores que puedan merecer una atención especial. Así, por ejemplo, si algunos proyectos de inversión estuvieran basados en cálculos demasiado optimistas sobre la evolución futura de pagos e ingresos, podrían requerir una reevaluación de su viabilidad futura. Igualmente, aquellos hogares con mayores niveles de endeudamiento en relación a su renta y riqueza podrían tener que afrontar una mayor limitación de su capacidad de gasto, aunque la reciente rebaja del IRPF ha podido aliviar parcialmente ese efecto, al incrementar la renta disponible en los segmentos de población potencialmente más afectados por los mayores costes financieros.

No querría concluir mi intervención, Señorías, sin reiterar mi convicción de que, globalmente considerado, el cambio de tono de la política monetaria única aumenta las posibilidades de que la economía española evolucione hacia un patrón de crecimiento más estable y sostenible. El ajuste de las condiciones monetarias que está teniendo lugar como consecuencia de la mejora de la coyuntura en el área del euro y de las necesidades de mantener controladas la inflación y las expectativas de precios en el conjunto de la zona resulta beneficioso para que nuestro país pueda prolongar la prosperidad de los últimos doce años y para las oportunidades de las empresas y el bienestar de las familias españolas.

Muchas gracias.