

Madrid, 9 de octubre de 2007

**Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión
de Presupuestos del Congreso de los Diputados**

Miguel Fernández Ordóñez
Gobernador

Señorías:

Comparezco en esta Comisión en el marco de la discusión parlamentaria de los Presupuestos Generales para 2008, en un momento en el que las perturbaciones siguen afectando a algunos de los principales mercados financieros internacionales y las incertidumbres que las acompañan inciden inevitablemente en el análisis de la situación económica.

En mi comparecencia ante la Comisión de Economía y Hacienda de esta Cámara del pasado día 17 tuve ocasión de considerar con detalle la génesis y principales implicaciones para la política monetaria del BCE y para la economía española de estas perturbaciones, que emergieron durante el pasado verano en un contexto de marcado empuje de la economía y del comercio mundiales.

Una parte importante de este dinamismo –que se refleja en tasas de crecimiento del producto mundial por encima del 5% y del volumen de intercambios comerciales por encima del 6%– se asienta sobre el buen comportamiento de las economías emergentes en los últimos años, que, además parecen haberse visto menos afectadas por las perturbaciones que las economías occidentales más desarrolladas. Esta es, de hecho, una peculiaridad significativa de este episodio de turbulencia que, permítanme que lo recuerde brevemente, ha tenido su origen en un mercado financiero de un país desarrollado –el mercado de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos– y que, en primera instancia, se ha transmitido al resto de los mercados financieros internacionales a través de fuertes correcciones en la calidad crediticia de una serie de complejos productos financieros estructurados que, aparentemente al menos, estaban relativamente concentrados en los sistemas financieros de algunas economías desarrolladas. No es este el caso de nuestra economía. Aunque no querría detenerme ahora sobre este punto, que he abordado con profundidad en mis recientes comparecencias ante el Congreso y el Senado, sí quiero reiterar el margen de seguridad que ha proporcionado al sistema financiero español su no exposición a este tipo de prácticas y productos y la solidez de nuestras entidades de crédito en términos de rentabilidad, solvencia y abultadas provisiones.

En las economías más directamente afectadas por este proceso ha habido entidades de crédito que han desempeñado un papel muy activo en el origen y el desarrollo de estos productos estructurados complejos y ello ha dado lugar a la aparición de tensiones en los mercados interbancarios en los que tiene lugar la redistribución de la liquidez que los bancos centrales proporcionan al sistema financiero. La rápida respuesta de estos, liderada por la Reserva Federal estadounidense y el Banco Central Europeo, ha evitado que estas tensiones actuaran como un canal amplificador adicional de la inestabilidad. Es obligado reconocer, no obstante, que persisten aún incertidumbres que dificultan la normalización de la situación en estos mercados y que, para

disiparse, van a requerir un esfuerzo adicional por parte de las entidades para incrementar el grado de transparencia de sus operaciones.

El área del euro se enfrenta a estas perturbaciones desde una posición de solidez y, por tanto, con una capacidad de resistencia significativa. Ciertamente, en el segundo trimestre del año el PIB de la UEM creció algo menos de lo esperado, pero manteniéndose en niveles acordes con el potencial del área.

Los fundamentos sobre los que descansa esa pauta de crecimiento se mantienen firmes y, por tanto, las condiciones son, en general, favorables para la continuidad de esta fase de mayor bonanza económica. Así, por un lado, es importante destacar el buen comportamiento del empleo, una condición que si bien no resulta suficiente, sí es necesaria para apuntalar un mayor dinamismo del consumo privado en el área. Por otro, las empresas europeas, conjuntamente consideradas, mantienen una posición patrimonial saneada y están obteniendo importantes beneficios, una situación propicia para el avance de la inversión productiva privada.

En el ámbito externo, sin embargo, la mayoría de las previsiones disponibles apunta una pérdida de vigor de la economía norteamericana en los próximos trimestres. Pero a ello hay que contraponer el continuado empuje de las economías emergentes que, como ya he señalado, están mostrando una notable resistencia frente al tipo de tensiones financieras actuales.

El buen comportamiento de la actividad en el área ha sido compatible, además, con el mantenimiento de tasas de inflación reducidas. El repunte que evidencia el dato de septiembre, y que muy probablemente encontrará continuidad en los meses finales de este año y en los primeros del siguiente, responde en buena medida a la evolución de los componentes más volátiles del IAPC. Así, por un lado, está muy condicionado por el comportamiento de los precios de la energía, que difícilmente van a repetir en el tramo final de 2007 la pauta favorable que mostraron al cierre del pasado ejercicio, por lo que la tasa de crecimiento del IAPC se está viendo sometida a un efecto base alcista de cierta magnitud. Por otro lado, es preciso reseñar también la influencia de las tensiones de demanda y de la disminución de la oferta en los mercados de algunos productos alimenticios, que están presionando al alza los precios de este tipo de productos.

Esta es, brevemente resumida, la situación macroeconómica desde la que se enfrentan en el área del euro las perturbaciones en los mercados financieros. El tiempo transcurrido y la información que ha sido posible acumular desde el verano son claramente insuficientes para anticipar con un grado mínimo de precisión los efectos más probables de este episodio sobre la economía europea en el medio plazo.

Antes de julio, la persistencia de los desequilibrios globales y de presiones proteccionistas en algunos mercados, las incertidumbres sobre el comportamiento futuro del precio del petróleo y de las materias primas y la presión que el mayor dinamismo del empleo podría ocasionar sobre las demandas salariales configuraban un escenario en el que el balance de riesgos para el crecimiento de la actividad y para la estabilidad de precios en la UEM apuntaba a la baja, en el primer caso, y al alza, en el segundo.

Lo ocurrido desde entonces en los mercados financieros internacionales sugiere un incremento en los riesgos bajistas sobre la actividad, lo que ha podido mitigar en alguna medida los riesgos, que continúan siendo alcistas, para la estabilidad de precios. Pero la incertidumbre es todavía muy elevada en relación con, al menos, tres aspectos que pueden resultar cruciales para el desenlace de este episodio.

Primeramente, es necesario acumular más información que permita determinar con mayor precisión el alcance de la desaceleración norteamericana y su posible transmisión a la economía mundial. En segundo lugar, habrá que ver cuáles son los efectos finales sobre el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado de la revisión al alza de las primas de riesgo crediticio. Estas primas habían alcanzado en estos últimos años niveles muy bajos y, en general, poco discriminantes, en un marco de optimismo generalizado y bonanza económica, por lo que pudieron conducir a inversiones probablemente excesivas en algunas actividades de alto riesgo potencial. Esta revisión es, en sí misma, saludable, pero está por ver su intensidad y si se produce de una manera ordenada, como es de desear. Asimismo, la relevancia y el impacto que pueda tener sobre la confianza de las empresas y los consumidores europeos el mal funcionamiento de algunos mercados dependerá en gran medida de la duración de este episodio.

En este contexto de incertidumbre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en su pasada reunión del 4 de octubre mantener constantes los tipos de interés oficiales, reiterando el compromiso con la estabilidad de precios, una estrecha atención a los desarrollos que se vayan produciendo y su firme disposición a actuar en la medida necesaria para evitar que los riesgos para la estabilidad de precios se materialicen. Al mismo tiempo, el BCE ha manifestado su determinación de poner los medios a su alcance para facilitar la normalización de las condiciones en el mercado interbancario europeo.

Como tuve oportunidad de mencionar en esta misma Cámara hace apenas un mes, estos acontecimientos están teniendo lugar en un momento en que la economía española continúa mostrando un gran dinamismo, con tasas de crecimiento del PIB que en la primera parte del año se han situado ligeramente por encima o en el entorno del 4% y con aumentos del empleo algo superiores al 3%. A lo largo de este período ha proseguido la suave moderación de la demanda

interna que se empezó a percibir a lo largo de 2006, así como la mejora de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento, que se inició ese mismo año, permitiendo que se produjeran nuevos avances hacia una composición más equilibrada entre las fuentes internas y externas del gasto.

Pero el cambio de composición se ha extendido también a la propia demanda interna, donde a lo largo del semestre se han observado menores crecimientos relativos del gasto de las familias, así como una mayor resistencia de la inversión empresarial. Efectivamente, el consumo de los hogares ha continuado el proceso de moderación gradual que se inició hace unos trimestres, reflejando la lógica adaptación a unas condiciones monetarias y financieras menos holgadas como consecuencia de la subida de tipos de interés que se inició a finales de 2005, y de la menor influencia de los efectos riqueza sobre el consumo, ante los incrementos más atenuados en el precio de la vivienda. No obstante, el dinamismo del empleo y su efecto sobre las perspectivas de renta están favoreciendo que el ajuste del consumo hacia niveles más sostenibles esté transcurriendo de forma suave.

Precisamente este comportamiento del empleo, que continúa apoyándose en un elevado dinamismo demográfico, es el principal factor de soporte que subyace al gradualismo de la desaceleración que ha mostrado la inversión residencial durante el primer semestre, pues también en este caso, el aumento de los tipos de interés y las menores expectativas de revalorización están propiciando un menor empuje de la inversión en vivienda. El cambio de las condiciones monetarias y financieras ha inducido también una cierta moderación en su demanda de crédito, contribuyendo a una progresiva estabilización de los ratios de endeudamiento de los hogares.

En cuanto a las empresas, la elevación de los tipos de interés está teniendo efectos algo menos perceptibles sobre sus planes de inversión y endeudamiento. Destaca, en particular, la fortaleza que mantiene la inversión productiva en una situación de elevada rentabilidad y de favorables expectativas de negocio, habiéndose convertido, de hecho, en el elemento más dinámico de la demanda interna, aunque dentro de una trayectoria de suave desaceleración en el segundo trimestre. En los últimos meses se observa, asimismo, un incipiente cambio de composición en el crédito a las empresas según su finalidad, observándose una desaceleración de los fondos dirigidos a financiar actividades inmobiliarias y de construcción, así como un incremento de los destinados a empresas industriales.

La demanda exterior neta está contribuyendo a amortiguar el impacto de la desaceleración del gasto sobre el crecimiento, gracias, sobre todo, a la moderación de las compras al exterior en la primera mitad de este año, en respuesta probablemente a la suave ralentización de la demanda final. Por su parte, las exportaciones, tras los buenos resultados del año pasado, han acusado el crecimiento más contenido del comercio mundial –especialmente el europeo–y quizá el efecto de

la apreciación del tipo de cambio del euro sobre las ventas extracomunitarias. Las necesidades de financiación de la nación, aunque han continuado aumentando, lo están haciendo a ritmos muy inferiores a los de años anteriores.

Los cambios que he descrito en la composición del PIB por el lado del gasto se han ido reflejando en las distintas ramas productivas que, en conjunto, han seguido mostrando en el primer semestre de este año, un gran dinamismo, aunque hay que destacar la fortaleza de la producción industrial y la suave desaceleración de la actividad en el sector de la construcción.

Pero el rasgo más destacado por el lado de la oferta ha vuelto a ser la gran disponibilidad de recursos laborales que continúa facilitando el ajuste de la actividad al dinamismo de la demanda, evitando que se generen presiones de costes y precios excesivas. El crecimiento de los precios de consumo, apoyado en una flexión transitoria del precio del petróleo en la primera mitad del año, ha llegado a alcanzar una tasa de avance interanual del 2,2% en agosto, lo que ha situado los diferenciales con la UEM próximos a los mínimos históricos. No obstante, resulta muy probable que, una vez eliminado el efecto base de las bajadas de los precios energéticos en los últimos meses del año pasado, la inflación vuelva a repuntar, alcanzando, al concluir este ejercicio, niveles similares a los de finales de 2006. De hecho, así lo indica el avance del IAPC para el mes de septiembre, que anticipa una tasa de crecimiento de ese índice del 2,7%.

A la hora de hablar de las perspectivas de la economía española en los próximos trimestres es necesario señalar que disponemos aún de pocos indicadores referidos a lo ocurrido con posterioridad al inicio del episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales. Con todo, la información disponible apunta a que en el tercer trimestre se ha mantenido el perfil de suave moderación de la actividad que se inició en el segundo, y cabe esperar que esta trayectoria se mantenga en lo que resta de año, con escasas desviaciones respecto a las previsiones que el Banco publicó el pasado 30 de marzo (un 3,7% para 2007). Esta leve desaceleración estaría basada en la demanda nacional y, más concretamente, en los componentes de consumo e inversión residencial, mientras que la demanda exterior neta consolidaría la mejora en la contribución al crecimiento que se produjo en la primera mitad de 2007. La desaceleración del PIB apuntaría a una aproximación gradual hacia tasas de crecimiento en el entorno del tres por ciento en 2008, resultado de un cierto reequilibrio entre las fuentes internas y externas. No obstante, las perturbaciones que están afectando a los mercados financieros internacionales desde el mes de agosto han incrementado también el rango de incertidumbre que rodea a las previsiones relativas a la economía española, y posiblemente han acentuado los riesgos a la baja.

Permítanme desgranar algunos de los factores que sustentan este escenario de desaceleración suave, compatible con el mantenimiento de un dinamismo elevado de la actividad y del empleo.

Por una parte, cabe prever que el cambio en las condiciones monetarias y financieras facilite el ajuste hacia ritmos de gasto y de endeudamiento del sector privado más sostenibles. Un ajuste que se inició hace unos trimestres y que está transcurriendo de forma suave. De otra, la progresiva normalización del mercado inmobiliario, en un contexto en que el factor demográfico y el dinamismo del empleo proporcionan un soporte a la demanda de vivienda superior al de ciclos inmobiliarios anteriores, permitiría limitar el efecto sobre el consumo de los menores incrementos de precios de la vivienda y acotar el alcance del cambio de ciclo sobre la inversión residencial.

Al mismo tiempo, el esfuerzo que ha realizado tanto la inversión privada como la inversión pública en los últimos años ha incrementado el grado de capitalización de la economía, tras un período prolongado de intensa creación de empleo, y ello debería manifestarse en mayores posibilidades de crecimiento a largo plazo. Aunque probablemente será difícil mantener ritmos de expansión de la inversión empresarial y de la inversión en construcción no residencial tan elevados como los de los últimos trimestres, las perspectivas de evolución de ambos componentes de gasto son en principio favorables.

En todo caso, parece difícil que la inversión productiva pueda compensar, por sí misma, la menor aportación del gasto de las familias. Por ello, como ya señalé durante mi última comparecencia en esta misma Cámara, el papel de la demanda exterior neta será fundamental para compatibilizar una cierta contención del gasto con el mantenimiento de ritmos de crecimiento en el entorno del 3%. Como hemos podido ver en estos últimos años, la contribución de esta variable al crecimiento depende estrechamente del comportamiento de nuestros mercados de exportación pero también de la competitividad de nuestra producción. Por ello, un escenario de recuperación de las exportaciones netas como el que acabo de describir exige que continúe el proceso de mejora de la competitividad que han emprendido las empresas españolas, en respuesta al intenso ajuste que se está produciendo en la estructura del comercio mundial, a raíz de la entrada de nuevos competidores. Al mismo tiempo, el menor empuje de la demanda final debería materializarse en una cierta ralentización de las importaciones, disminuyendo la filtración de gasto hacia el exterior.

Pero precisamente, y como también señalé en septiembre, es en el entorno externo de la economía donde se localiza uno de los principales factores de riesgo del escenario macroeconómico que acabo de dibujar. Si el reciente episodio de inestabilidad financiera y de incremento de la incertidumbre internacional llegara a afectar significativamente al dinamismo de nuestros mercados de exportación, la capacidad de la demanda exterior de contener el impacto negativo de la desaceleración del gasto interno se vería mermada y, por ello, el esfuerzo de mejora de la competitividad que debe realizarse debería ser, si cabe, más intenso.

En el ámbito interno, el mantenimiento del dinamismo del empleo y la normalización gradual del mercado inmobiliario resultan fundamentales para el sostenimiento de las expectativas de renta y, en consecuencia, de los planes de gasto de los agentes dentro de una pauta de desaceleración suave. En todo caso, la economía española está asistiendo a un proceso en el que la inversión en construcción está perdiendo peso como motor de crecimiento, por lo que resulta esencial un funcionamiento suficientemente flexible de los mecanismos de asignación de recursos que permitan que las actividades industriales y los servicios tomen el relevo de la construcción, dando continuidad al cambio de composición del producto que se ha producido en los últimos trimestres.

En unas circunstancias como las actuales, las políticas económicas tienen un importante papel que desempeñar manteniendo firmemente el rumbo hacia los objetivos de estabilidad macroeconómica, que son los que hacen posible el crecimiento sostenido y los que dotan de resistencia frente a las perturbaciones y a los brotes de desconfianza e incertidumbre. La política monetaria, como ya he mencionado, tiene como principal tarea la de garantizar la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro y en ese contexto se enmarca la normalización gradual de las condiciones monetarias que se ha producido desde diciembre de 2005. Esta trayectoria ha ido corrigiendo la holgura monetaria en la que se desenvolvía la economía española en los últimos años, propiciando un patrón de crecimiento más equilibrado.

En cuanto a la política fiscal, su mejor contribución consiste en garantizar el compromiso con la estabilidad presupuestaria. Este compromiso ha sido esencial para establecer las condiciones que han posibilitado el prolongado período de crecimiento económico que ha vivido la economía española en los últimos años y adquiere especial vigencia en un contexto macroeconómico como el que he descrito.

Las últimas previsiones oficiales relativas al saldo de las cuentas de las Administraciones Públicas apuntan a la consecución de un superávit en 2007 del 1,3% del PIB. Este resultado cumpliría con holgura los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y permitiría una nueva reducción de la ratio de deuda pública sobre PIB. Asimismo, representa una mejora de tres décimas en relación con el objetivo que se estableció en la última actualización del Programa de Estabilidad. Una mejora que refleja esencialmente una desviación positiva de los ingresos impositivos respecto a lo presupuestado, en un contexto de un crecimiento superior también al previsto.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2008 sitúa el objetivo de superávit para el conjunto de las Administraciones Públicas en el 1,15%, enmarcado en un escenario macroeconómico que se caracteriza por una suave desaceleración del PIB. La reducción del superávit programada se basaría esencialmente en algunas medidas de recorte de impuestos, que

afectan esencialmente al IRPF y al Impuesto sobre Sociedades, mientras que, por el lado del gasto, el Proyecto de Presupuestos fija una tasa de crecimiento para el Estado en línea con la evolución esperada del PIB nominal, lo que supone cumplir estrictamente con el límite que se estableció en junio en el contexto de las provisiones de la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

En todo caso, debe tenerse en cuenta que los Presupuestos están basados en una previsión de cierre del año 2007 muy prudente por el lado de los ingresos. El fuerte dinamismo de la recaudación en lo que ha transcurrido del presente ejercicio, en especial de los impuestos directos, podría permitir superar la última previsión oficial de superávit para 2007. En caso de confirmarse esta hipótesis, y bajo un escenario macroeconómico similar al incorporado en los presupuestos, este mejor resultado en 2007 se debería trasladar al presupuesto de 2008 para permitir, por tanto, la consecución de un superávit también superior al programado. Lo más importante es que, como ha sucedido en ejercicios precedentes, los márgenes adicionales que puedan surgir por el lado de los ingresos no redunden en un incremento del gasto sino en la generación de un mayor superávit.

En relación con la magnitud del superávit público, me gustaría subrayar que la situación actual de las finanzas públicas tiene, en parte, un carácter temporal. En efecto, tras diez años de crecimiento elevado y, en el período más reciente, superior al potencial de la economía, el dinamismo observado de los ingresos impositivos ha venido asociado naturalmente al dinamismo de la demanda nacional y, en particular, a la pujanza del sector inmobiliario, y tiene, por tanto, un componente transitorio que tendería a desaparecer en una situación de desaceleración económica. Debe preservarse, por tanto, el potencial estabilizador que suministra el estado actual de las finanzas públicas para poder afrontar con fortaleza y capacidad de reacción fases de menor dinamismo del gasto privado y, sobre todo, frente a la eventualidad de que surjan perturbaciones contractivas inesperadas. Esta orientación es especialmente válida en el contexto actual de incertidumbre, en el que la continuidad de una política de rigor y estabilidad presupuestaria es uno de los recursos más valiosos a la hora de preservar la confianza interna y externa en nuestra economía.

Perseverar en la estrategia de consolidación presupuestaria es también necesario desde una perspectiva de medio plazo para abordar en las mejores condiciones posibles el previsible impacto del envejecimiento de la población, al margen de la necesaria profundización en la reforma del sistema de pensiones.

En relación con la articulación de esta estrategia me gustaría efectuar dos consideraciones adicionales. En primer lugar, es muy importante que todas las Administraciones contribuyan efectivamente a su consecución, especialmente en el caso de las CCAA, que han adquirido un gran peso en las políticas de gasto público. Sin embargo, la previsión oficial es que el conjunto de

estos Entes Territoriales presenten todavía este ejercicio un saldo público deficitario a pesar de la buena coyuntura económica de los últimos años.

En segundo lugar, la estabilidad presupuestaria debe ir acompañada de una mejora de la calidad de las finanzas públicas que contribuya a un avance en la dotación de factores, en particular de capital humano y tecnológico, y en la eficiencia de la economía. Las prioridades de las políticas de gasto que incorpora el proyecto de Presupuestos están orientadas hacia áreas de gran importancia para la mejora de la productividad, como el aumento de recursos para la investigación y desarrollo, la educación y las infraestructuras, aunque también se priorizan algunas partidas que supondrán incrementos del gasto corriente primario. Es importante que el incremento previsto en la dotación de recursos sea gestionado de forma eficiente, a través de la utilización de los mecanismos de evaluación y selección de políticas públicas más adecuados, de manera que redunden en incrementos reales de la productividad.

El Presupuesto público no es, sin embargo, el único instrumento, ni muchas veces tampoco el más adecuado, para lograr el objetivo de incrementar la eficiencia de la economía. Las políticas estructurales destinadas a flexibilizar los mercados de factores y de productos deben efectuar una contribución esencial a este objetivo, para lo cual se hace necesario perseverar y extender los procesos de liberalización emprendidos en los últimos años. Este tipo de políticas, que permiten incrementar el potencial de crecimiento y favorecen la asignación eficiente de recursos en la economía, son esenciales en una coyuntura como la actual en la que se requiere, como ya he dicho, un reequilibrio de las fuentes de crecimiento de la economía española.

Muchas gracias.