

Madrid, 24 de junio de 2008

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

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

El clima económico, nacional e internacional, que enmarca esta comparecencia ante Sus Señorías es marcadamente diferente del que sirvió de referencia a comparecencias anteriores. El comportamiento alcista de los precios del crudo, otras materias primas y los alimentos, el deterioro de la situación cíclica de la economía norteamericana, y las graves turbulencias que surgieron en los mercados financieros internacionales a partir del pasado verano han ralentizado el crecimiento de la economía mundial y están condicionando fuertemente las perspectivas sobre su evolución futura. Al mismo tiempo, la confluencia de estas tres perturbaciones de largo alcance ha reabierto antiguos debates sobre el uso que debe hacerse en estas circunstancias de las diferentes herramientas de política económica y ha planteado nuevas cuestiones en el ámbito del mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y financiera.

Todo ello está teniendo lugar, además, en un momento en el que la economía europea mantiene el dinamismo de la actividad pero bajo la amenaza de mayores riesgos para la estabilidad de precios, mientras que en nuestro país la economía, tras un período excepcionalmente largo de tasas de expansión notablemente elevadas del PIB, ha entrado en una fase de desaceleración y ajuste.

No hay modo de abordar semejante variedad y complejidad de temas con el suficiente grado de detalle en el limitado marco temporal de esta comparecencia. Permítanme en consecuencia que circunscriba mis comentarios a los que, a mi juicio, resultan más relevantes en estos momentos.

Comenzando por el contexto internacional en el que se desenvuelve la economía española, empezaré recordando que por cuarto año consecutivo la tasa de crecimiento de la economía mundial se situó en el entorno del 5% en 2007. Este comportamiento fue bastante generalizado, pero 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 antes y después del verano. De hecho, venimos asistiendo desde entonces a un proceso de revisión a la baja de las perspectivas a corto plazo para la economía global, acompañado, además, del reconocimiento de un creciente nivel de incertidumbre en torno a las mismas. Los elementos que explican esa mayor incertidumbre son múltiples. Por un lado, existen dudas sobre la capacidad de recuperación de las economías industrializadas y, en particular, la economía norteamericana, cuyo patrón de salida de la situación de debilidad es objeto de intensos debates. Es incierta también la verdadera capacidad de resistencia de las economías emergentes ante una pérdida de dinamismo más prolongada de los países desarrollados y tampoco son mayores las certezas sobre el comportamiento de los tipos de cambio y su influencia sobre unos desequilibrios globales aún por corregir.

Pero, en mi opinión, los mayores riesgos siguen estando relacionados, primeramente, con el desenlace del episodio de tensiones financieras internacionales. Permítanme Sus Señorías que aborde ahora este tema desde una perspectiva internacional y deje para más adelante su incidencia sobre el sistema financiero español.

La crisis del mercado hipotecario americano de alto riesgo no habría generado un episodio de esta gravedad si no hubieran existido ciertas debilidades estructurales en el entramado financiero internacional. Los informes internacionales de estabilidad financiera fechados antes de las turbulencias advertían, de hecho, contra la infravaloración de los riesgos en los mercados, alentada y ocultada a un tiempo por el buen momento cíclico vivido por la economía mundial. Los sucesos del verano desmantelaron el exceso de confianza de los inversores y dejaron bruscamente al descubierto los problemas de fondo. Creo que puede resultar útil mencionar, al menos, los más relevantes.

En primer lugar, se ha constatado 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. Como es bien sabido, una regulación mal concebida puede facilitar procesos de innovación financiera artificiosos que no aportan valor añadido.

Tampoco aportan valor añadido los productos financieros que, como algunos de los surgidos en estos últimos tiempos en el ámbito de la titulización de créditos, terminan siendo tan complejos y opacos que no es posible valorar correctamente los riesgos que se asumen al adquirirlos. Este es uno de los ámbitos en los que las autoridades y los organismos financieros internacionales competentes deberán concentrar esfuerzos. Como igualmente será preciso avanzar de manera más decidida a nivel internacional en el de la cooperación entre supervisores. Para supervisar agentes globales que actúan en mercados que tienen también un carácter global, es preciso contar con autoridades supervisoras de esa misma dimensión. Creo que se puede avanzar con garantías en esa dirección si se incrementa la cooperación entre supervisores nacionales y se intensifica el intercambio de información entre ellos.

Otro factor de riesgo a nivel mundial que requiere una atención especial en estos momentos es la evolución alcista del precio de las materias primas, particularmente la energía, y de los alimentos. Tras el fuerte repunte de estos precios es fácil identificar elementos de demanda ligados a cambios importantes en las economías emergentes. Pero tampoco se deben ignorar algunas limitaciones relevantes por el lado de la oferta, como la baja capacidad excedente de producción y refino, en el caso del crudo, o los efectos de condiciones meteorológicas particularmente adversas, en el de los alimentos.

En el corto plazo, no es probable que estos factores reviertan de un modo significativo, por lo que existe el riesgo creciente de que este ajuste de los precios relativos de las materias primas sea percibido como un aumento permanente, y no transitorio, de la inflación. Si este riesgo se materializara y terminara incidiendo sobre los mecanismos de negociación salarial y de formación de márgenes se pondrían en marcha espirales inflacionistas a nivel internacional, altamente perjudiciales para el empleo y el bienestar.

Tensiones inflacionistas, revisiones a la baja de la actividad y riesgos para la estabilidad financiera configuran un escenario de enorme complejidad para el ejercicio de la política monetaria, un escenario al que no ha sido ajeno el Eurosistema.

El PIB de la UEM creció en 2007 por encima del 2,5% por segundo año consecutivo, pero ya en el último trimestre comenzaron a dejarse sentir los efectos de las perturbaciones y de la apreciación del euro. Ciertamente, la UEM está mostrando una notable capacidad para resistir las tensiones, que se sustenta sobre todo en el dinamismo que ha mantenido el mercado de trabajo hasta la fecha.

Pero la incertidumbre sobre el comportamiento de la economía europea en el medio plazo ha aumentado, y en los últimos meses instituciones privadas y organismos internacionales han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para este año y el siguiente. El Eurosistema ha hecho públicas también las suyas, que apuntan avances en el entorno del 1,8% en 2008 y el 1,5% en 2009. En ambos casos, además, se contemplan riesgos predominantemente bajistas.

Como no podía ser de otro modo, el comportamiento de la inflación está fuertemente influido por lo ocurrido en los mercados internacionales de las materias primas y los alimentos y ha terminado situándose por encima del 3%. Estos niveles, excepcionales para los patrones de la UEM, se mantendrán previsiblemente por algún tiempo más y no será hasta el último tramo del año cuando comiencen a registrarse descensos paulatinos, que se prolongarán a lo largo de 2009. Pero, además, este es un escenario sujeto a riesgos alcistas que emanan fundamentalmente de la posibilidad de aparezcan efectos de segunda ronda sobre la fijación de salarios, márgenes y precios.

Con todo, la elección del tono más apropiado para la política monetaria no es la única dificultad a la que se está teniendo que enfrentar el Eurosistema. La pérdida de liquidez y el incremento de las primas de riesgo en los mercados interbancarios europeos, pieza fundamental en la instrumentación y la transmisión de la política monetaria única, requirieron gran atención y esfuerzos especiales. Los esfuerzos deben concentrarse, y así ha sido en el caso del Eurosistema, en que las entidades puedan satisfacer sus necesidades de liquidez. A la vista de los resultados, no creo exagerar si afirmo que en este ámbito se ha actuado con notable eficacia.

Durante esta etapa de incertidumbre, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido, hasta ahora, sin cambios los tipos de interés oficiales, aunque 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 introducido un cierto tensionamiento de las condiciones de financiación del área, que se juzgaba necesario para contrarrestar las tensiones inflacionistas. No obstante, el reciente repunte de la inflación en el área, achacable en su mayor parte a presiones alcistas de los precios exteriores, ha incrementado los riesgos de efectos de segunda ronda en la negociación de salarios y en la fijación de precios, y de pérdida del anclaje de las expectativas, lo que ha llevado al Consejo a anunciar que se encuentra en situación de elevada alerta y decidido a actuar con el fin de evitar que dichos riesgos se materialicen.

Una vez repasado el marco internacional en el que hay que contextualizar el análisis de la situación de la economía española, centraré en esta el resto de mi comparecencia.

Como es de sobra conocido, nuestra economía comenzó a experimentar a lo largo del pasado ejercicio una etapa de desaceleración de la actividad que, aunque inicialmente respondía a la maduración del largo ciclo expansivo iniciado a mediados de la década de los noventa, se ha visto acentuada por la aparición de las perturbaciones que han aquejado al conjunto de la economía mundial.

Todos estos acontecimientos se han producido tras un largo periodo de expansión y de elevada generación de empleo que han permitido un notable avance en la aproximación al nivel medio de renta de los países de nuestro entorno. Unos resultados que están estrechamente vinculados a los beneficios obtenidos por la entrada de España en la UEM y al esfuerzo realizado para alcanzar una posición presupuestaria saneada y para aumentar la flexibilidad de la economía mediante la introducción de medidas liberalizadoras y de reforma estructural.

Sin embargo, la propia maduración de este ciclo, junto con el patrón de crecimiento seguido durante el mismo, ha desembocado finalmente en un cambio de fase y el inicio de un proceso de ajuste de la economía. Como es sabido, el dinamismo de la demanda se asentaba, entre otros factores, en un elevado crecimiento del consumo y en una intensa y prolongada expansión inmobiliaria, alentados por unos tipos de interés que se mantuvieron en niveles reducidos durante un período de tiempo dilatado. De hecho, ha sido en este último sector en el que más se habían dejado sentir los efectos de una larga expansión en condiciones monetarias y financieras holgadas, lo que había llevado a un crecimiento del número de viviendas construidas y de sus precios a ritmos difícilmente sostenibles en el largo plazo.

En estas circunstancias, la modificación en la orientación de la política monetaria, mediante las subidas de tipos de interés instrumentadas desde diciembre de 2005 por el BCE, desincentivó la

compra de viviendas y el endeudamiento de las familias, propiciando el inicio del necesario ajuste del sector inmobiliario, que empezó manifestándose en crecimientos más moderados del precio de la vivienda. A su vez, el efecto conjunto de la normalización de las condiciones monetarias y las menores expectativas de revalorización de la riqueza financiera se fue notando en una pérdida de impulso del consumo privado.

A mediados del pasado año, el brusco desencadenamiento del episodio de inestabilidad de los mercados financieros contribuyó a intensificar el ajuste, al inducir un deterioro generalizado de la confianza cuando los agentes privados ya habían iniciado un proceso de corrección de sus patrones de gasto. A la vez, el aumento del coste medio de obtención de fondos por parte de las instituciones financieras ha determinado un encarecimiento del coste de la financiación otorgada a los agentes privados, conforme las entidades han ido adoptando criterios más exigentes para la concesión de crédito.

Si bien es cierto que durante el año pasado el empeoramiento del contexto económico ya se hizo patente en una cierta moderación de las tasas interanuales de crecimiento del producto, ha sido en los primeros meses de este ejercicio cuando la desaceleración de la economía española se ha ido haciendo más pronunciada. En concreto, los componentes de la demanda representativos del gasto en consumo y en vivienda de las familias, principal fuerza motriz de la actividad durante la larga fase expansiva, han sido también los que han mostrado una mayor debilidad desde que se iniciara el proceso de ajuste. Por su parte, la inversión productiva está manteniendo una razonable fortaleza, aunque también ha perdido parte de su pujanza a lo largo de los trimestres más recientes.

La mejora de la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del PIB constituye un rasgo positivo de la evolución reciente de la actividad económica, como consecuencia del notable ritmo de expansión que están manteniendo nuestras exportaciones.

La flexión a la baja del gasto de las empresas y, sobre todo, de las familias ha tenido su lógico reflejo en el ritmo de avance del crédito demandado por el sector privado, que ha continuado ralentizándose hasta aproximarse al de las rentas de estos agentes, interrumpiéndose así la tendencia al creciente endeudamiento que se había venido observando en los últimos años.

La economía española ha tenido que enfrentarse también al encarecimiento del petróleo y de otras materias primas. El repunte de la inflación que se ha producido en este contexto, con tasas superiores al 4%, como las registradas en los últimos meses, ha deteriorado el poder de compra de los hogares españoles, desalentando el consumo y mermando su confianza. El origen externo del episodio inflacionista al que estamos asistiendo, no debe llevarnos, sin embargo, a considerar esta evolución como algo fuera del ámbito de influencia de las autoridades y de los agentes sociales. En concreto, los intentos de eludir las pérdidas de renta real que el encarecimiento de

los bienes importados comporta, ya sea a través de aumentos de precios o de costes, como resultado de los mecanismos de indiciación existentes, puede terminar generando mayores tensiones inflacionistas y afectar negativamente a la creación de empleo, lo que tendería a intensificar y prolongar el ajuste.

Los esfuerzos para mantener una senda de moderación de los márgenes empresariales y los salarios resultan más importantes, si cabe, en una situación como la actual en la que los principales países de destino de nuestras exportaciones también se encuentran inmersos en una fase de desaceleración, por lo que 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.

Las perspectivas para la economía española apuntan, en el futuro más inmediato, a una etapa de moderación del crecimiento en la que, no obstante, existen elementos que deberían permitir amortiguar el impacto de las perturbaciones que acabo de describir. En particular, nuestro país cuenta en la actualidad con un entorno institucional mucho más proclive a la estabilidad macroeconómica, una sólida posición presupuestaria y unos mercados de factores y productos que si bien continúan aquejados de ciertas rigideces, son más flexibles de lo que eran hace década y media. Por último, la solidez del sistema financiero español representa un soporte destacado para mitigar los efectos derivados de la prolongada fase de inestabilidad financiera internacional.

No obstante, es preciso reconocer que las incertidumbres que rodean a este escenario central son mayoritariamente a la baja y procedentes, sobre todo, del exterior. En nuestro caso, dada nuestra dependencia del ahorro exterior, una vuelta a un funcionamiento más normal de los mercados internacionales de capital ayudaría a suavizar el ajuste al reducir los costes de la financiación y alargar los plazos de la misma.

Con todo, la materialización del escenario central en el que la desaceleración de la actividad tenga una intensidad y duración moderadas depende no solo del alcance de las perturbaciones exteriores, sino también del esfuerzo que hagan todas las Administraciones Públicas y los agentes sociales, cada uno en su ámbito de actuación.

En particular, me parece de especial relevancia que el diseño de la política económica en la actual coyuntura se asiente en el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria y en un esfuerzo de flexibilización de los mercados.

El logro de la estabilidad presupuestaria a lo largo de la anterior fase expansiva ha permitido que se pueda afrontar la desaceleración de la actividad desde una posición en la que los estabilizadores automáticos pueden desplegar su potencial anticíclico. Debe evitarse, en cambio,

la aplicación de políticas discrecionales que comprometan los logros cosechados en materia de estabilidad y puedan agotar el margen de maniobra al que podría ser necesario recurrir en el caso en que se materializara alguno de los riesgos que acabo de describir. En este sentido, no debe olvidarse que, si bien el conjunto de las Administraciones Públicas afronta esta fase de desaceleración desde una posición favorable, tal posición no está exenta de riesgos, como muestra el debilitamiento de la recaudación, principalmente de la correspondiente a las figuras impositivas que se encuentran más vinculadas con los desarrollos del mercado de la vivienda. Por ello, cualquier medida que se adopte debería ser de carácter selectivo e ir acompañada de un esfuerzo de contención en otras rúbricas presupuestarias que sean susceptibles de reducciones de costes. Quiero llamar la atención, en este punto, sobre el esfuerzo de racionalización de gasto que han de hacer las CCAA en esta nueva etapa, especialmente ante la notable desaceleración que se observa en los tributos cedidos.

Otro elemento crucial es el fortalecimiento de la flexibilidad y la eficiencia en el funcionamiento de los mercados de factores y productos, que deben facilitar la transferencia de recursos desde los sectores en proceso de ajuste hacia aquellos que han de tomar el relevo.

La desaceleración económica se está percibiendo ya en los datos de empleo de los últimos meses, por lo que resulta apremiante reforzar los incentivos a la búsqueda activa de un puesto de trabajo, fomentar la generación de empleo estable y facilitar la movilidad tanto geográfica como sectorial de los trabajadores, a través de las reformas que sean pertinentes. Pero también deben revisarse los elementos de indiciación presentes en el sistema de negociación colectiva, que contribuyen a convertir episodios transitorios de repunte inflacionista en alejamientos duraderos de la senda de moderación salarial.

A la hora de reducir en la medida de lo posible la duración e intensidad del ajuste y afrontar desde una posición de partida favorable la futura recuperación, los avances en la liberalización de los mercados de bienes y servicios va desempeñar un papel primordial. En este sentido, existen varios ámbitos que, a mi juicio, requieren de una especial atención. En primer lugar, existe un margen para profundizar en los servicios destinados al consumo, cuyo aprovechamiento en la presente coyuntura puede resultar particularmente fructífero. La Directiva de Servicios aprobada en el ámbito europeo debe ser transpuesta de forma ambiciosa al ordenamiento jurídico español. Asimismo, el importante papel que ejercen los canales de distribución en el proceso de formación de precios aconseja el desmantelamiento de las limitaciones que pesan actualmente sobre el comercio minorista.

En la situación que está atravesando el sector inmobiliario, parece imprescindible fomentar el desarrollo del mercado del alquiler, lo que pasa por un incremento de la seguridad jurídica de los arrendadores y por la eliminación de las restricciones que pesan actualmente sobre la duración de



los contratos. Estas acciones pueden ejercer potencialmente efectos muy beneficiosos para suavizar el ajuste del mercado inmobiliario y acomodar la demanda de alojamiento existente.

Un último ámbito en el que deben incidir las reformas de los mercados de productos viene dado por las industrias de red (sobre todo, en el sector energético), por cuanto la provisión eficiente de estos servicios ejerce efectos favorables sobre la eficiencia general de la economía. Tampoco debe olvidarse que la elevación del crecimiento potencial de la economía a largo plazo requiere que las políticas económicas atiendan al fomento del capital físico y humano, para lo que resulta necesario impulsar con decisión la mejora del sistema educativo y el esfuerzo innovador.

En la parte final de esta comparecencia quisiera ocuparme ahora del sistema bancario español. Comenzaré señalando que el impacto directo de las turbulencias financieras sobre nuestras entidades ha sido limitado. Primeramente, porque la actividad de nuestros bancos, cajas y cooperativas descansa en el sistema de intermediación financiera tradicional entre depositantes y prestatarios. La emisión de activos titulizados, particularmente cédulas hipotecarias, ha sido también una importante fuente de financiación para el sistema bancario español en estos últimos años, pero, en nuestro caso, la titulización ha seguido procesos sencillos y transparentes, en los que no se han generado productos especialmente complejos y de difícil valoración y no se han creado los “vehículos” externos que hemos conocido en otras latitudes. Asimismo, tampoco se ha llevado a cabo aquí la transferencia masiva de los riesgos fuera del propio sistema bancario propia del modelo “originar para distribuir”. De este modo, las entidades han continuado gestionando sus operaciones de préstamo con la profesionalidad y la diligencia propias de quien continúa basando una parte central de sus resultados en la correcta valoración de los riesgos asumidos.

El impacto directo de las perturbaciones ha resultado amortiguado también por la existencia de una exigente regulación contable y de solvencia y de unas prácticas de supervisión particularmente atentas a la evolución de los riesgos. Esto ha propiciado que las entidades sigan criterios prudentes en la valoración de sus activos y ha permitido que durante los tiempos de bonanza se acumulen importantes bolsas de provisiones con las que hacer frente a las pérdidas que puedan surgir en momentos de mayores dificultades.

Las entidades españolas mantenían así una liquidez razonable y una amplia diversificación de plazos y segmentos de financiación cuando los mercados mayoristas en los que venían captando una parte notable de sus recursos colapsaron. Su capacidad de respuesta en este entorno de dificultad ha quedado patente en la adaptación que han llevado a cabo de sus fuentes de financiación, pugnando por captar pasivos tradicionales, desplazándose hacia plazos más cortos y, en el tramo final del pasado ejercicio, elevando su recurso al Eurosistema, aunque a partir de un nivel limitado y sin alejarse de la participación equivalente a la “clave” del Banco de España en el capital del BCE.

Desde hace unos meses, venimos asistiendo a los primeros síntomas de reactivación de los mercados primarios de obligaciones bancarias simples y cédulas hipotecarias, en los que las entidades españolas han conseguido colocar un volumen de emisiones muy importante en poco tiempo. Es importante que nuestras entidades incrementen su presencia en estos mercados y se vayan ajustando a un entorno de mayores costes de la financiación y de tasas de crecimiento del negocio mucho más próximas a las del PIB nacional. Y tendrán que hacerlo en unas condiciones cíclicas que tenderán a añadir presión sobre sus márgenes. En estas circunstancias, adquieren especial relevancia las mejoras en la eficiencia de la organización que repercuten en una gestión más ajustada de los costes.

El Banco de España, por su parte, continuará velando porque estos nuevos retos se afronten sin poner en riesgo la estabilidad del sistema. En el terreno de las provisiones contables, seguiremos apoyándonos en esquemas preventivos compatibles con las normas contables internacionales y con la aceptación de los modelos internos de las entidades más avanzadas, unos esquemas que se han probado útiles en las actuales circunstancias y que están ganando aceptación internacional de una manera progresiva. En el ámbito de la normativa supervisora, y con este recordatorio concluyo mi intervención, el pasado 22 de mayo el Consejo de Gobierno del Banco de España aprobó la circular que supone la implantación en España de la nueva normativa de solvencia conocida como Basilea II, cuya entrada en vigor incrementará las herramientas prudenciales a disposición del supervisor.

Muchas gracias por su atención.