

**PRESENTACIÓN
DEL INFORME ANUAL**

2008

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

BANCO DE ESPAÑA
Eurosisistema



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

Miguel Fernández Ordóñez

GOBERNADOR

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

Sras. y Sres. Consejeros:

El año 2008, sobre el que versa el *Informe Anual* que hoy presento a este Consejo, fue el año en el que las tensiones en los mercados financieros internacionales se agudizaron hasta convertirse en una crisis financiera de alcance global, que acabó desencadenando una pérdida generalizada de confianza y una recesión económica mundial sin precedentes.

Las tensiones financieras llevaron a una situación crítica a un elevado número de instituciones de un conjunto amplio de países y han causado pérdidas en el sistema financiero mundial que, con las lógicas cautelas que se derivan de las dificultades de estimación, cabe cifrar en billones de euros. La crisis afectó a todos los mercados financieros, llegando a paralizar algunos, como los de activos titulizados o los de depósitos interbancarios. Los indicadores habituales de estrés se dispararon, hasta alcanzar máximos históricos en torno al mes de octubre, y continúan todavía en niveles elevados, a pesar de la mejora experimentada en los últimos meses. Es evidente que la globalización que favoreció el crecimiento de las finanzas en los últimos años ha propiciado también la rapidez y la simultaneidad en la propagación de las tensiones, agravando su alcance.

El impacto real de la crisis financiera se ha manifestado con toda su crudeza en una economía mundial que cerró el año pasado contrayéndose a un ritmo que, anualizado, excedía el 6%, y en un comercio mundial que disminuía a tasas que, también anualizadas, superaban el 20%, con la mayoría de los países más avanzados en plena recesión y retrocesos sustanciales en el crecimiento de los emergentes. Un cuadro que se agravó aún más en el primer trimestre de este año, alcanzando lo que hoy parece haber sido el momento más duro de la crisis. Las mejoras de los indicadores más recientes indican una menor intensidad de las fuerzas contractivas y parecen despejar el peligro de una continuada profundización de la espiral recesiva.

Una crisis —financiera y real— de las dimensiones que ha alcanzado la actual revela debilidades profundas que afectan a los entramados estructurales de los sistemas económicos. En principio, la severidad de una crisis depende de la magnitud de la perturbación negativa que la desencadena y de la fortaleza de las economías sobre las que incide. Parece evidente que, con esta perspectiva, ni el aumento de la morosidad de las hipotecas de baja calidad americanas, ni la quiebra de Lehman Brothers, ni ninguno de los episodios que ahora quepa singularizar, podrían haber desencadenado una situación de la gravedad y extensión como la que hemos vivido, si no es porque incidieron sobre fragilidades estructurales de las economías y los mercados, que habían permitido incubar algunas tendencias insostenibles que no se supieron detectar o corregir a tiempo.

A estas alturas, resulta evidente el error que supuso asumir que los mercados financieros tenían una capacidad prácticamente ilimitada para mejorar la gestión de los riesgos, concediendo un margen excesivo a la autorregulación. Por otra parte, la continuada expansión del gasto en algunas economías avanzadas sobre la base de un creciente endeudamiento privado constituía un componente básico de los llamados «desequilibrios globales», de cuyos peligros alertaron multitud de informes. Pero la detección del problema no fue suficiente ni para diagnosticar adecuadamente su alcance potencial ni para actuar en consecuencia. De hecho, hoy parece claro que las políticas económicas —sobre todo, las monetarias y financieras— resultaron, en líneas generales, excesivamente laxas durante la etapa de crecimiento.

Las autoridades económicas se enfrentan ahora al reto de diseñar los mecanismos apropiados para reforzar las instituciones de sus economías y evitar que, una vez superada la crisis, vuelvan a reproducirse esas tendencias.

Este reto pasa, en primer lugar, por revisar en profundidad algunos de los principios básicos en los que han descansado las políticas de regulación y supervisión de los mercados financieros en estos últimos años. Habrá que buscar un nuevo equilibrio entre regulación y autorregulación que proporcione, tanto a las instituciones financieras como al resto de los inversores, los incentivos adecuados para limitar la tendencia natural de los sistemas financieros a agudizar los ciclos económicos. Será necesario también extender el ámbito de actuación de los reguladores y supervisores evitando la existencia de «ángulos muertos» en los sistemas financieros, así como buscar una respuesta adecuada al hecho de que los mercados y buena parte de los agentes que participan en ellos son cada vez más globales, tanto por el ámbito geográfico de su actuación como por los productos que negocian. Del mismo modo, la crisis ha puesto de relieve la conveniencia de diseñar y poner en funcionamiento un marco de supervisión macroprudencial que se ocupe de la estabilidad general y complemente así la actuación de la supervisión microprudencial centrada en las entidades individuales.

Convendrá, igualmente, revisar las estrategias macroeconómicas, a la vista de las limitaciones que se han evidenciado, para detectar y corregir a tiempo los desequilibrios a los que antes me he referido. En el caso de las políticas fiscales, un mayor énfasis en la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y el largo plazo habría proporcionado un componente contracíclico más potente que habría servido para compensar el exceso de gasto del sector privado. En el caso de las políticas monetarias, habrá que analizar detenidamente qué papel deben desempeñar en su estrategia la identificación y la apropiada cobertura de los riesgos para la estabilidad que se originan, se desarrollan y, en el peor de los casos, se materializan en los mercados financieros.

Autoridades fiscales y monetarias comparten, asimismo, el importante reto de diseñar «estrategias de salida» que permitan, una vez superada la crisis, desactivar de una manera eficaz y segura las diferentes medidas que los bancos centrales y los gobernantes han adoptado ante el riesgo de que esta crisis pudiera poner a la economía mundial a las puertas de una espiral depresiva de graves consecuencias.

El conjunto de medidas adoptadas ha sido muy amplio, y muchas se han articulado a partir de unos principios comunes acordados conjuntamente en el marco de distintos foros internacionales. La cooperación multilateral es crucial para enfrentarse con éxito a una crisis de naturaleza global. Esta es, por tanto, una orientación en la que se debe continuar avanzando, aprovechando oportunidades como la proporcionada en su momento por la reunión del G 20 en Londres el pasado mes de abril. No en vano, una de las lecciones que cabe extraer de experiencias históricas pasadas es que el repliegue económico hacia el interior de las fronteras y el proteccionismo frente al exterior son las recetas más eficaces para agravar y prolongar cualquier crisis de dimensión global, como la actual.

Entre las medidas adoptadas, cabe recordar que los bancos centrales de las economías avanzadas reaccionaron con decisión proporcionando liquidez abundante a los sistemas financieros y acometiendo bajadas sustanciales de sus tipos de interés de intervención. Estas medidas estándar de política monetaria se complementaron más adelante con otras de carácter excepcional. El Banco Central Europeo comenzó a ampliar muy pronto la provisión de liquidez y, a partir de octubre, las peticiones de liquidez de las entidades comenzaron a satisfacerse en su totalidad, al tiempo que se amplió el conjunto de activos financieros que se

admiten como garantía de esas operaciones. El tipo oficial de intervención se ha reducido 325 puntos básicos, hasta alcanzar, tras la reunión del pasado mes de mayo, un mínimo histórico del 1%. Y, en el terreno de las medidas extraordinarias, se han ampliado los plazos a los que se inyecta la liquidez, hasta cubrir los doce meses; se proporcionan fondos en divisas distintas del propio euro, gracias a acuerdos de cooperación con otros bancos centrales; se ha concedido al Banco Europeo de Inversiones el estatus de entidad de contrapartida, con el fin de facilitar los préstamos que este realiza a las PYME europeas; y se ha decidido comprar cédulas y otros tipos similares de bonos bancarios garantizados. Con todo ello se puso en marcha un impulso de expansión monetaria de proporciones nunca conocidas en Europa, a la altura de la gravedad de las tendencias contractivas que se han vivido en el plano real y financiero.

En el ámbito de los gobiernos, las actuaciones se han dirigido, por un lado, a apoyar a los sistemas financieros y, por otro, a estimular la demanda. Entre las primeras, las operaciones selectivas de rescate de entidades de importancia sistémica de los primeros meses de 2008 dieron paso, tras la agudización de las tensiones en los mercados a partir del verano, a la ampliación de las garantías de los depósitos, a los avales estatales a las emisiones bancarias, a las inyecciones de capital público y a la compra o la protección del valor de los activos problemáticos en poder de los bancos. Todas estas medidas han estado enmarcadas en unos principios comunes de actuación concertados, en Europa, al nivel de los Jefes de Estado y de Gobierno y, a escala más global, en el ámbito de las reuniones del G 20.

Entre las medidas de estímulo de la demanda, y más allá de la propia actuación de los estabilizadores automáticos, fundamentales en economías como la nuestra, han tendido a predominar las que descansan en un aumento del gasto público dirigido, en muchas ocasiones, hacia los colectivos y los sectores más negativamente afectados por la crisis. El Plan Europeo de Recuperación Económica aprobado en diciembre proporciona aquí el marco de referencia para la coordinación de las medidas en Europa.

En nuestro país, las autoridades también han adoptado un conjunto amplio de medidas que responden a la misma orientación. Entre las medidas adoptadas se incluyen la ampliación de la garantía de los depósitos, la creación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros para comprar a las entidades españolas activos de elevada calidad, la concesión de avales para la emisión de bonos bancarios, la apertura de diversas líneas de financiación especial a través del ICO, la introducción de nuevas deducciones en el IRPF y la puesta en marcha del Fondo Estatal de Inversión Local y del Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía.

En España, la crisis internacional ha venido a incidir sobre la economía en un momento particularmente delicado, cuando ya había iniciado un proceso de ajuste de los desequilibrios acumulados tras una larga etapa de crecimiento en la que había compartido algunos de los elementos de fragilidad antes señalados para la economía mundial, aunque no todos, ni con la misma intensidad, y con sus indudables componentes propios.

Empezando por los elementos compartidos, la expansión del gasto de las familias y de las empresas españolas descansó en exceso en el recurso al endeudamiento. Es cierto que el sector privado partía de unos niveles de deuda relativamente bajos, como lo es también que la participación en el euro proporcionó un marco de estabilidad particularmente valioso y amplió las posibilidades de financiación. No es menos cierto, sin embargo, que el tono de la política monetaria única ha resultado durante todos estos años demasiado laxo para nuestras condiciones internas y que la política fiscal, aunque acometió un importante proceso de con-

solidación, no resultó suficiente para compensar ese exceso de laxitud monetaria. Una mayor contención del gasto corriente en la fase de expansión habría ayudado a moderar los desequilibrios y habría reforzado la situación presupuestaria subyacente.

Otras características de nuestra etapa expansiva fueron, sin embargo, más específicas. En España, los factores productivos y los recursos financieros se concentraron en exceso en el sector inmobiliario. Asimismo, algunos de los condicionantes estructurales de nuestra economía, como la productividad y el funcionamiento del mercado de trabajo, no mejoraron suficientemente.

Otra especificidad española ha sido la posición de relativa fortaleza desde la que su sistema financiero se ha enfrentado a la crisis. Las entidades españolas continuaron desarrollando un modelo de negocio «tradicional» durante toda la etapa expansiva, centrado en la intermediación financiera minorista. Esta es, seguramente, la principal razón por la que, como hoy es bien conocido, el papel de los intermediarios españoles en la generación, adquisición o financiación de activos tóxicos ha resultado irrelevante. El Banco de España, en tanto que supervisor del sistema, contribuyó también a cimentar esa fortaleza relativa, mediante una política que prestó especial atención al patrón cíclico de acumulación de provisiones y a la delimitación rigurosa de los perímetros de consolidación de los grupos financieros.

El sistema financiero español pudo así absorber el impacto de la primera oleada de la crisis —cuya naturaleza y origen, permítanme que lo recuerde, fueron estrictamente financieros—, readaptando sus fuentes de financiación a la nueva situación de los mercados. La titulación de los créditos cedió, por tanto, protagonismo a los depósitos, a las emisiones de papel a corto plazo y al recurso a la nueva política de provisión abundante de liquidez puesta en práctica por el BCE para el conjunto del Eurosistema.

Sin embargo, la transformación de la crisis financiera en recesión real ha dado lugar a una segunda oleada de riesgos para la estabilidad financiera, cuya naturaleza es, esta vez, eminentemente macroeconómica. El sistema financiero español afronta esta segunda oleada con la ventaja relativa de haber sido menos dañado por la primera. Pero ello no supone en modo alguno garantía de inmunidad, ya que el deterioro de la economía española presiona, por distintas vías, sobre las cuentas de resultados de bancos y cajas, como comentaré cuando me ocupe del sistema financiero, después de haber analizado la situación y las perspectivas de la economía española.

Nuestra economía no pudo sustraerse a las tendencias contractivas globales, y en 2008 experimentó un ajuste muy profundo, mostrando descensos del PIB a partir del tercer trimestre, que le llevaron a cerrar el año con una caída del producto del 0,7%, en términos de su tasa interanual. Esta pauta recesiva se hizo más visible en el primer trimestre del 2009, cuando el PIB retrocedió un 3%, en tasa interanual, y el empleo se redujo un 6%, en comparación con el nivel de ocupación de un año antes. Desde entonces, la mejora de los indicadores más recientes, como está ocurriendo a nivel mundial, parece apuntar a una menor intensidad de las tendencias contractivas.

El ajuste de la economía española está recayendo de forma singular sobre aquellos componentes del gasto interno que durante la larga etapa expansiva mostraron mayores excesos. Este comportamiento tiene su origen en la superposición de una serie de perturbaciones de distinta índole. De una parte, la corrección del sector inmobiliario y del elevado nivel de endeudamiento del sector privado, que se había iniciado con anterioridad al surgimiento de la crisis, estaba comportando ya importantes elementos de contención del gasto. Pero a esa situación

vinieron a superponerse, de otra parte, los efectos contundentes de la crisis financiera internacional y de las tendencias recesivas globales, que amplificaron la contracción de la demanda interna, eliminaron cualquier posible soporte exterior y agravaron la pérdida de confianza. Este último factor se vio, además, particularmente afectado por el impacto del profundo deterioro de la situación del mercado laboral sobre las expectativas de rentas, cuestión sobre la que, por su trascendencia, volveré más adelante.

Como consecuencia de estos factores, se produjo un acusado descenso del gasto de las familias españolas, tanto en consumo como en inversión residencial. En 2008, ambas partidas explicaron conjuntamente el 80% de la caída de la aportación de la demanda nacional al producto, que fue de algo más de cuatro puntos en el promedio del año. Lógicamente, la agudización de la crisis financiera en la última parte del ejercicio y el consiguiente deterioro de las expectativas macroeconómicas propagaron los impulsos contractivos hacia el resto de los componentes del gasto interno, de modo que la inversión empresarial terminó desplomándose en la segunda mitad del año. De hecho, el único elemento de soporte del gasto en 2008 fue la demanda exterior neta, que mostró un pronunciado aumento, con una aportación de 1 pp al crecimiento del PIB en el promedio del año y de 2,3 pp en el último trimestre. Una mejora de la aportación exterior que se debió, en el contexto de progresivo debilitamiento de la economía mundial, a la notable ralentización de las importaciones, lo que está permitiendo que el retroceso del PIB sea más moderado que en otros países.

La mencionada caída de la inversión residencial, junto con la intensa recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que se elevó hasta el 13% de la renta disponible, supuso una disminución drástica de sus necesidades de financiación, hasta el punto de que en el conjunto del año las familias generaron capacidad de financiación por un importe equivalente al 0,6% del PIB. La desaceleración del endeudamiento de los hogares se intensificó hasta el punto de que la relación deuda/PIB empezó a descender en los meses finales del ejercicio. En el caso de las empresas, también el descenso de la inversión productiva determinó una intensa reducción en sus necesidades de financiación, lo que terminó reflejándose en una ralentización en el ritmo de avance de la ratio de endeudamiento, si bien la carga financiera todavía siguió aumentando.

El cambio en el signo y en la intensidad de los intercambios con el exterior está permitiendo una reducción de las elevadas necesidades de financiación de la nación, que se ha acentuado en los primeros meses de 2009, como muestra su descenso en un 25% en el primer trimestre si se compara con el mismo período del año anterior. Cabe prever que la disminución del déficit exterior continúe con intensidad en los próximos meses, y que en el plazo de dos años pueda reducirse a la mitad, haciendo patente la velocidad del ajuste inducido por la profundidad de la contracción de la demanda interna.

Por el lado de la oferta, el debilitamiento de la actividad se trasladó a todas las ramas productivas, aunque con particular intensidad a las ramas de la construcción y la industria. El empleo mostró una rápida erosión después de catorce años de creación ininterrumpida de puestos de trabajo. La destrucción de empleo alcanzó una gran intensidad en los meses finales de 2008 y en los primeros de 2009, y, dado que la oferta laboral mantuvo un notable dinamismo, la tasa de paro experimentó un fuerte incremento, hasta el 17,4% en el primer trimestre de este año, incidiendo de forma más acusada sobre los colectivos más jóvenes y con menor nivel de formación.

Lamentablemente, esta elevada cifra de paro revela la materialización de uno de los riesgos a los que me referí el año pasado en la presentación del *Informe Anual*. Entonces insistí en la

necesidad de evitar que el ajuste al que se enfrentaba la economía española recayera predominantemente en el empleo, como había ocurrido en etapas recesivas anteriores, porque esto tendría efectos multiplicadores negativos importantes sobre la demanda y la actividad, a través de la renta disponible y las expectativas de rentas futuras. Y, como acabo de comentar, este está siendo, precisamente, uno de los canales más potentes de propagación de los estímulos contractivos. Se repite, así, uno de los patrones tradicionales de comportamiento de la economía española, que muestra la persistencia de debilidades en el entramado institucional que es preciso corregir.

El comportamiento de los costes laborales el pasado año, que mostraron incrementos elevados, reflejando el aumento de la inflación en la primera parte del ejercicio, no fue favorable al empleo. La presión de los costes salariales solo ha empezado a remitir en 2009, en línea con la mejora en las expectativas de inflación, tras los descensos en la tasa de variación del IPC de los últimos meses.

En efecto, tras una primera parte del año 2008 en que la tasa de inflación mostró un comportamiento marcadamente alcista, en los meses finales del ejercicio los precios registraron una intensa desaceleración, que fue el resultado del drástico cambio en los precios del petróleo y de los alimentos y de la acusada debilidad de la demanda. Esta desaceleración se ha hecho más pronunciada en el tramo transcurrido de 2009, con caídas en la tasa de variación anual del IPC en los meses de marzo, abril y mayo (del 0,9% en este último mes). Si bien esta trayectoria refleja la corrección de algunas subidas de precios de los componentes más volátiles en los meses iniciales de 2008, la recesión en curso, que está afectando muy intensamente al consumo, está provocando un ajuste en los precios y márgenes que empieza a afectar a los servicios, así como al resto de componentes menos volátiles, y está permitiendo que el diferencial de crecimiento de los precios con la UEM haya pasado a ser negativo, situación que cabe prever que continúe en los próximos meses.

Es previsible que en los próximos meses continúen registrándose de forma transitoria tasas de variación negativas del IPC y que, una vez que desaparezca el efecto estadístico vinculado al encarecimiento del petróleo de la primera parte de 2008, la inflación recupere tasas de variación positivas, aunque muy moderadas. Este comportamiento de los precios está en línea con las mejoras de la competitividad que se requieren para aminorar el alcance y los costes de la recesión, propiciar los ajustes necesarios e iniciar una recuperación sólida.

Las perspectivas para la economía española apuntan a descensos del PIB en lo que resta del año que conducirán a una significativa caída en 2009, aunque ligeramente inferior a la que se prevé para otros países europeos. Es muy probable que el momento de mayor contracción de la actividad haya sido ya superado, y que la intensidad de los impulsos restrictivos empiece a disminuir en la segunda mitad del ejercicio, a medida que la amplia batería de medidas instrumentadas vaya desplegando sus efectos. De este modo, la caída de la actividad en 2010 sería más atenuada. La trayectoria del empleo que acompaña a este escenario es, en todo caso, preocupante, ya que, a pesar de las señales algo más positivas en algunos indicadores recientes, ligadas en parte a factores estacionales, el proceso de destrucción de puestos de trabajo puede prolongarse durante algún tiempo y la tasa de paro continuar todavía su senda ascendente.

Los desequilibrios acumulados durante la larga etapa expansiva, en forma de diferencial de inflación y de apelación a la financiación externa, se están reabsorbiendo con viveza. Y esto, sin duda, proporciona un alivio en el panorama global descrito. Sin embargo, esta rápida corrección se está produciendo a partir de un frenazo excesivo de la actividad, que entraña

costes elevados en términos de destrucción de empleo, aumento del paro y deterioro del tejido productivo. Si no se reforman los rasgos institucionales que determinan estos desarrollos, existe el riesgo de que, incluso después de haber superado la fase más severa de la crisis, continúen lastrando las posibilidades de recuperación de la economía española y se conviertan en una rémora para seguir avanzando en el proceso de convergencia real con Europa.

Para restaurar unas bases sólidas para el crecimiento, la política económica debe contribuir a crear las condiciones adecuadas para que se recupere la confianza, se normalicen los flujos de financiación y se reactiven los planes de gasto. Y todo ello requiere que avance el saneamiento de la posición patrimonial del sector privado y del sistema bancario, que culmine el ajuste del sector inmobiliario y que, sobre todo, mejoren la productividad, la competitividad y los estímulos para la creación de empleo.

La corrección en el sector de la construcción está siendo muy intensa y, aunque el *stock* de viviendas sin vender continúa siendo abultado, la disminución de los tipos de interés y de los precios de la vivienda supondrá, sin duda, una mejora en la accesibilidad al mercado residencial. Por su parte, el abaratamiento de las condiciones de financiación y el alivio de las restricciones crediticias ayudarán también a revitalizar el gasto. Pero será la recuperación de la demanda externa, cuando se vaya superando la crisis internacional, la que podrá suministrar el principal resorte, cuyo efecto será tanto más potente cuanto más competitiva sea la producción nacional. Ello requiere, como el Banco de España ha señalado en tantas ocasiones, que se alcancen avances sostenidos en la productividad y se realicen los ajustes de costes, márgenes y precios pertinentes.

La magnitud de la recesión mundial requería la instrumentación de políticas expansivas de demanda, tanto en el ámbito de las políticas monetarias como en el de las fiscales. Y en esta clave se han de entender los sustanciales recortes en los tipos de intervención de los bancos centrales que se han observado en el mundo a lo largo de este último año, y que han propiciado un significativo descenso en el coste de la financiación y un estímulo expansivo muy intenso. En España, el efecto potencial de esta traslación es particularmente poderoso como consecuencia del predominio de los préstamos a tipos de interés variable.

España también se ha sumado a la adopción de medidas fiscales discretivas de estímulo de la demanda con el fin de reforzar el impacto expansivo de las importantes transferencias de renta al sector privado, especialmente a los hogares, que se derivan del propio funcionamiento de los estabilizadores automáticos. La magnitud del esfuerzo fiscal realizado por las autoridades españolas está siendo muy elevado y, en general, superior al de los países de nuestro entorno. Su impacto presupuestario se ha visto acentuado, además, por la brusca caída que la recaudación impositiva está sufriendo como consecuencia de la recesión económica y de la importancia del ajuste inmobiliario, por lo que la situación fiscal ha experimentado un rápido deterioro.

Cabe recordar que la economía española partía de una posición presupuestaria saneada, con un superávit de algo más de dos puntos del PIB y una ratio de deuda pública que había alcanzado niveles muy reducidos en comparación con los registros europeos. De hecho, en la presentación del *Informe Anual* que hice el año pasado ante este Consejo me referí a la política presupuestaria como uno de los principales factores de soporte de los que disponía la economía española en esta fase cíclica y señalé que la favorable situación fiscal permitía desplegar todo el potencial del libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos sin poner en riesgo la estabilidad presupuestaria.

Un año después, los resultados fiscales correspondientes a 2008 y las proyecciones disponibles, que apuntan a valores del déficit público que pueden aproximarse el año 2010 al entorno del 10% del PIB y a ratios de deuda pública que podrían exceder el umbral del 60% del PIB, configuran un drástico cambio de panorama, al haberse agotado las posibilidades de la política fiscal para impulsar el gasto.

Debe evitarse a toda costa que las actuaciones fiscales puedan llegar a cuestionar el compromiso con la estabilidad presupuestaria a medio plazo, ya que ello tendría repercusiones negativas sobre el coste de la captación de recursos y la confianza en la economía española, y podría, incluso, generar expectativas de subidas futuras de impuestos que podrían terminar esterilizando los efectos expansivos de las medidas adoptadas. Hay que impedir que el endeudamiento del sector público se convierta en un obstáculo cuando la economía española se encuentre en mejores condiciones para crecer, por lo que resulta prioritaria la pronta definición de una estrategia creíble que contemple la reducción del déficit hacia niveles compatibles con la estabilidad presupuestaria, una vez desaparecidas las circunstancias excepcionales que motivaron su incremento.

Los impulsos expansivos de demanda, tanto monetarios como fiscales, están siendo muy potentes y están contribuyendo a amortiguar las fuerzas contractivas que confluyen, pero es evidente que las posibilidades de seguir utilizando este tipo de políticas se han limitado de forma notable, tanto en el ámbito nacional como en el internacional. Hay que tener en cuenta, además, que, una vez que se resuelva la situación de fragilidad económica y financiera que vive la economía mundial, la orientación de las políticas de demanda deberá adquirir un tono más neutral.

Todas las consideraciones que he realizado sobre el diagnóstico de la economía española en la actual crisis internacional y sobre el limitado margen de actuación adicional con el que cuentan las políticas de demanda otorgan, por el contrario, un papel central en la política económica a la implementación de las reformas que ayuden a mejorar la productividad y el comportamiento de los mercados de factores y productos. Es ese el terreno en el que las autoridades tienen un margen de actuación indudablemente efectivo, y también una importante responsabilidad.

Empezaré por el mercado de trabajo, que es donde se manifiestan los problemas más apremiantes. Como he señalado, la magnitud de la destrucción de empleo ha evidenciado, una vez más, la presencia de distorsiones que emergen con intensidad en las fases recesivas e intensifican las tendencias contractivas. Y existe el riesgo de que, como ocurrió en el pasado, el fuerte aumento del paro adquiera gran persistencia y que ello retrase la recuperación posterior. Las disfuncionalidades del mercado de trabajo tienen, además, mucho que ver con el comportamiento desalentador que ha venido mostrando la economía en el ámbito de las ganancias de la eficiencia económica y de la productividad, lastrando las posibilidades de conseguir mejoras genuinas de competitividad y de aumentar el crecimiento potencial. La recuperación de la economía española requiere cambios estructurales que favorezcan que los sectores productivos con elevado potencial de crecimiento y dinamismo tecnológico releven a la construcción en el papel que esta venía desempeñando, y para ello se necesita que el funcionamiento del mercado de trabajo facilite la reasignación de recursos, el aumento y adaptación de la cualificación de los trabajadores a las nuevas demandas y la eficiencia de la organización de los procesos productivos en el interior de las empresas.

La reforma debe prestar especial atención a que las condiciones laborales se ajusten a los momentos cíclicos de la economía y, en particular, a las circunstancias específicas a las que

se enfrentan las empresas o los sectores productivos, para evitar que el ajuste se produzca mediante la expulsión del mercado de un número elevado de trabajadores. Se requieren, asimismo, modificaciones en los sistemas de contratación, que permitan que los trabajadores que han perdido su empleo puedan retornar con prontitud a la vida laboral activa, evitando que se produzcan situaciones prolongadas en el desempleo, que tan adversas consecuencias tuvieron en el pasado. La mejora de los sistemas de intermediación en el mercado laboral y de la movilidad y formación de los desempleados tiene también gran importancia.

Una acción decidida en este terreno ayudaría a frenar el cierre de empresas y a atenuar el riesgo de descapitalización, que en la actualidad es ciertamente elevado. Si, además, se alcanzasen avances significativos en la eliminación de trabas administrativas, la economía española estaría en mejores condiciones para recuperar ritmos de crecimiento elevados cuando comience la recuperación mundial.

Para alcanzar un nuevo patrón productivo que permita retomar tasas de crecimiento potencial elevadas, las actuaciones estructurales han de abarcar una gran variedad de campos. La mejora del nivel educativo de la fuerza laboral resulta imprescindible para incrementar la calidad y la productividad del capital humano. Una acción decidida y eficaz en el impulso de la economía del conocimiento debe contribuir a un incremento sustancial del capital tecnológico y superar el desfase que la economía española arrastra en este terreno. Y la mejora del entorno competitivo en el que las empresas toman sus decisiones resulta crucial para que todo ello se materialice en ganancias globales de eficiencia y competitividad. Un área clave para el progreso en esta dirección es la liberalización en el sector servicios, pues engloba algunas de las actividades más dinámicas, con mayor capacidad de generación de empleo y donde tienen mayor cabida las nuevas formas de relaciones laborales. Además, la creciente interacción entre la industria y los servicios ha aumentado su influencia en la determinación de la competitividad internacional. Igualmente necesario es seguir avanzando en la liberalización y competencia en las industrias de red, de manera que las condiciones en las que proveen *inputs* al resto de actividades productivas permitan a las empresas españolas competir en igualdad de condiciones con los países de nuestro entorno. Es necesario recuperar el impulso liberalizador, en particular, en los sectores energéticos, de telecomunicaciones y transporte ferroviario.

Dedicaré la última parte de mi intervención a analizar con un mayor detalle la situación del sistema bancario español.

Un entorno económico de crisis global, real y financiera, supone un reto de primera magnitud para el normal desarrollo de la actividad bancaria. Ya señalé antes que la primera oleada de las perturbaciones (básicamente, circunscritas al ámbito financiero) no tuvo efectos directos apreciables sobre nuestras entidades, y los indirectos se pudieron absorber de una manera ordenada. Sin embargo, a partir del otoño pasado se desencadenó una segunda oleada de perturbaciones, que desembocó en una crisis real de carácter global que, lógicamente, está afectando a las entidades españolas.

La entrada de la economía española en recesión está teniendo implicaciones para la evolución del negocio bancario y la morosidad. Particularmente, las que se derivan de la elevada sensibilidad del empleo —y, por tanto, de la capacidad de pago de las familias— al deterioro de la actividad y las derivadas del ajuste de un sector, el inmobiliario, que había alcanzado un peso relativo importante en los balances de las entidades.

El deterioro de la situación económica reduce la demanda de crédito de los clientes bancarios, cuyos planes de gasto y cuyas expectativas de rentas se revisan normalmente a la

baja durante las fases contractivas del ciclo. Del mismo modo, se incrementa la cautela en la concesión de préstamos por parte de las entidades como resultado de la consiguiente revisión al alza del perfil de riesgo de los prestatarios. La conjunción de estos dos elementos se traduce, como de hecho estamos observando, en una sustancial desaceleración del crédito bancario, cuya tasa de crecimiento tenderá, de acuerdo con el patrón histórico de comportamiento cíclico de esta variable, a situarse por debajo de la correspondiente a la expansión del PIB. Este componente cíclico de la evolución del crédito se ve reforzado, en estos momentos, por las dificultades que aún persisten en los mercados mayoristas de financiación y por la necesidad, tanto en nuestro país como en el resto del sistema financiero internacional, de reconducir los elevados niveles de apalancamiento alcanzados en el pasado.

El comportamiento de la morosidad bancaria sigue también determinados patrones cíclicos, ya que los impagos aumentan cuando, como ahora, el deterioro de la actividad debilita la posición financiera de los clientes bancarios, particularmente en el caso de las familias cuyos componentes pierden su empleo. De este modo, tras un largo período de bonanza económica que llevó las ratios de morosidad a niveles históricamente bajos, a lo largo de 2008 tuvo lugar un intenso repunte de las mismas, y la persistencia de las dificultades en el sector real de nuestra economía sugiere que la presión no se ha agotado todavía. Este es un riesgo que las entidades han de tener presente y gestionar adecuadamente.

El menor ritmo de actividad y el aumento de la morosidad, que son tendencias generales entre los bancos y las cajas españoles, han presionado sobre sus cuentas de resultados ya en 2008. La recurrencia de los ingresos de un modelo de banca tradicional y, por tanto, mucho menos dependiente de la evolución de los mercados financieros explica que, pese a la difícil coyuntura, sus resultados fueran positivos, en claro contraste con los registrados por buena parte de las entidades de otros sistemas bancarios de nuestro entorno.

Pero los resultados de las entidades españolas van a estar sometidos a una importante presión en el futuro. En el corto plazo, como consecuencia del previsible avance de la morosidad. En el medio plazo, porque la competencia por la financiación presionará los márgenes operativos a la baja y esa presión no podrá ser compensada tan fácilmente como en el pasado por la generación de mayores volúmenes de actividad. Y no creo que el proceso de desapalancamiento del sector financiero —y, en general, de la economía— que está teniendo lugar tanto en España como a nivel global se deba considerar como algo transitorio. No parece factible tampoco que puedan producirse aportaciones sustantivas adicionales de capital privado mientras no desaparezcan las tensiones de los mercados financieros internacionales.

El sistema español, globalmente considerado, está en disposición de superar todos estos retos, aunque, como he repetido en distintas ocasiones, en modo alguno cabe hablar de inmunidad. De hecho, no todas las entidades están en la misma posición a la hora de afrontar las tensiones, ya que en estos años se han seguido políticas crediticias distintas en términos tanto del ritmo de expansión de los préstamos como del grado de concentración de los riesgos. Incluso entre las instituciones que han seguido estrategias similares es posible identificar diferencias notables en cuanto a la selección de los riesgos concretos, a su capacidad para gestionarlos y a los «colchones», en términos de rentabilidad y solvencia, disponibles para amortiguar los efectos de su materialización.

Por todos estos motivos, es importante que las entidades acometan los cambios necesarios para adaptarse a las nuevas circunstancias, cambios que pasan ineludiblemente por intensificar los esfuerzos para racionalizar las estructuras de costes operativos y por corregir el exce-

so de capacidad del sector que se deriva de una tendencia generalizada hacia menores niveles de apalancamiento en las economías.

Este exceso de capacidad del sector debe afrontarse a través de procesos de reestructuración que permitan afianzar un sistema de intermediación financiera sólido y eficiente. Este es un activo de la economía española que debe ser preservado para, una vez superada la crisis, poder retomar una senda sostenible de crecimiento apoyada en una asignación eficiente de todos los recursos, incluidos los financieros.

Este papel central del sistema de intermediación financiera explica que el Estado, además de otras medidas de apoyo que ya he tenido ocasión de comentar, haya mostrado su disposición, como han hecho otros gobiernos, a aportar capital a las entidades de crédito viables que lo necesiten. Esa aportación, o cualquier otra ayuda, ha de condicionarse, no obstante, a la reestructuración de las instituciones que reciban estos recursos públicos, con el fin de buscar, a la vez, el menor coste para los contribuyentes y la mayor eficiencia. Esta aproximación se ajusta, además, de manera plena a los principios comunes acordados en los foros internacionales de los que nuestro país forma parte y que han sido respaldados expresamente por el Congreso de los Diputados con un amplio consenso. Cabe esperar que estos principios y este espíritu de cooperación en los asuntos de interés general relacionados con la estabilidad y la fortaleza de nuestro sistema financiero se puedan materializar pronto en un conjunto de disposiciones que refuercen la capacidad de actuación ante los problemas que se puedan presentar, en línea con la tradición del Banco de España y de acuerdo con la especificidad de las tensiones que se están viviendo.

La cooperación (en este caso, entre las autoridades internacionales) será, asimismo, necesaria para avanzar en el diseño de los nuevos principios que deberán guiar el funcionamiento de los mercados y los intermediarios financieros —bancarios y no bancarios— a escala global. Ya tuve ocasión al comienzo de esta intervención de referirme brevemente a los importantes retos que se abren en este terreno. Permítanme ahora que repase, siquiera brevemente, algunos de los trabajos y recomendaciones que se están desarrollando en distintos foros para paliar las debilidades estructurales que la crisis actual ha puesto de manifiesto con tanta crudeza y para establecer las bases sobre las que asentar una nueva estructura financiera internacional, más sólida.

Desde la perspectiva de la regulación bancaria, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea tiene el encargo de desarrollar las recomendaciones que ha realizado el Consejo de Estabilidad Financiera, así como el plan de acción que surgió de la cumbre del G 20 de noviembre de 2008, y que fue posteriormente ratificado en la del pasado mes de abril. El programa de trabajo que se ha fijado el Comité de Basilea cubre varios ámbitos, entre los que destacaré, por su relevancia, la mejora de la evaluación y la gestión del riesgo de los activos por parte de las entidades, los ajustes necesarios en la computabilidad de los instrumentos de capital, los nuevos requerimientos relacionados con los riesgos de liquidez, y los temas relacionados con la transparencia y la información al mercado.

En el terreno de la supervisión, quiero destacar el denominado «Informe Larosière», resultado del trabajo de un grupo de expertos independientes de alto nivel que se formó a petición del presidente de la Comisión Europea para elaborar propuestas de mejora del sistema de supervisión en la Unión Europea y del que formó parte un ex-director general de esta casa. El Informe contiene 31 recomendaciones, cuyo objetivo último es reducir la probabilidad de que se repitan crisis como la actual y, si ello ocurre, que su coste sea mínimo. Me detendré, no obstante, solo en las que inciden más directamente sobre la estructura de la supervisión financiera en Europa en sus dos vertientes, la microprudencial y la macroprudencial.

En el terreno de la supervisión microprudencial, el Informe plantea la creación de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera, de tal modo que se transformen los actuales comités de supervisores de nivel tres para banca, seguros y valores en tres Autoridades Supervisoras Europeas con capacidad para tomar decisiones que resultarían de obligado cumplimiento en determinados dominios.

En el ámbito de la supervisión macroprudencial se propone la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, que tendría como objetivo central detectar riesgos de carácter general y trasladarlos, cuando fuera pertinente, a las autoridades europeas competentes para que tomen las decisiones oportunas.

Estos son algunos de los primeros pasos de un proceso que será, seguramente, largo, pero que afectará profundamente a los sistemas de todos y cada uno de los países integrados en Europa. Es importante, por consiguiente, que nuestro país pueda participar activamente en los trabajos de estos foros internacionales. En este sentido, supone un elemento evidente de satisfacción que España haya sido acogida como miembro del Consejo de Estabilidad Financiera, sucesor del Foro de Estabilidad Financiera creado en 1999, en el que nuestro país no había participado hasta el momento. Seguramente, la experiencia del Banco de España en el diseño y en la instrumentación de un sistema de regulación y supervisión que ha demostrado ser muy efectivo durante esta crisis ha sido uno de los factores que han ayudado a España a hacerse acreedora de esa posición.

Y aquí termino, aunque no sin antes agradecer a este Consejo de Gobierno, a la Comisión Ejecutiva, a los directores generales y a todo el personal de esta casa el trabajo realizado durante el año. Permítanme que en esta ocasión singularice especialmente dicho agradecimiento en dos personas: en José Viñals, con el que he compartido la administración de esta casa en los últimos tres años, y en Javier Aríztegui, que ha asumido su relevo en un puesto tan importante como el de Subgobernador del Banco de España. Creo que estoy en condiciones de decir que, gracias al esfuerzo de todos, el Banco ha sido capaz de desempeñar de forma solvente las tareas que tiene encomendadas. Como se desprende de mis palabras anteriores, en los próximos meses surgirán nuevos e importantes retos, estrechamente relacionados con la salida de la situación excepcional que han vivido los mercados y las instituciones financieras en los dos últimos años, y que afectarán sin duda al núcleo de las funciones que el Banco ha de desempeñar. Estoy seguro de que contaré con el apoyo de todos ustedes para afrontarlos satisfactoriamente.