

“Economía española: situación y perspectivas”

Club Financiero de Bilbao  
Bilbao, 11 de noviembre de 2008

Javier Vallés  
Director de la Oficina Económica del Presidente

Buenos días,

Es para mi un honor compartir este almuerzo-coloquio con todos ustedes. Agradezco la invitación del Club Financiero de Bilbao y las amables palabras de presentación de su Presidenta, Ana Armesto.

Voy a tratar de exponerles como vemos desde la Oficina Económica del Presidente la situación de nuestro país, tanto a nivel coyuntural como en una perspectiva más de medio plazo. Vivimos momentos especialmente estimulantes, desde el punto de vista de un economista, pero también muy relevantes a nivel político, por la importancia de las decisiones de política económica que deben llevarse a cabo.

## **SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL**

Hace tan sólo unos días, el FMI recortaba sus previsiones de crecimiento tanto para los países desarrollados como para las economías emergentes. Según estas previsiones, el primer grupo pasaría de crecer al 1,4% este año a entrar en una fase recesiva con una contracción del PIB del 0,3% en 2009. Mientras tanto, las economías en desarrollo verían descender su tasa de crecimiento desde el 6,7% previsto para este año hasta el 5,1% estimado para 2009, lo cual dejaría el crecimiento previsto para la economía mundial en un 2,2% en 2009. De confirmarse, estas cifras significarán la interrupción de uno de los periodos de mayor bonanza para la

economía mundial, que desde el año 2000 ha crecido a una tasa promedio anual del 4,1%.

Las condiciones monetarias laxas en buena parte de los países desarrollados, junto con los amplios excedentes externos en algunos países emergentes, contribuyeron durante los últimos años a sostener unas condiciones financieras globales de excepcional holgura. Estas condiciones facilitaron una rápida expansión del crédito que tuvo efectos muy positivos sobre los niveles de actividad económica, pero que también propiciaron determinados episodios de fuerte sobrevaloración de activos financieros e inmobiliarios.

En este contexto, la subida en la tasa de morosidad del sector “subprime” en Estados Unidos desencadenó, en el verano del 2007, una espiral de desconfianza entre las entidades financieras motivada por la falta de transparencia respecto a la calidad real y distribución de estos activos tóxicos.

Las turbulencias iniciales dieron paso a una segunda etapa más crítica en el primer trimestre de este año marcada por el colapso del banco de inversión Bear Stearns en Estados Unidos y por la nacionalización del banco Northern Rock en el Reino Unido. Como ustedes saben, en los últimos meses la crisis financiera ha avanzado en su intensidad y alcance internacional tras los acontecimientos vividos en la primera economía del mundo. El mes de septiembre concentra la intervención por parte del gobierno norteamericano de los dos gigantes hipotecarios, Fannie Mae y Freddie Mac, la quiebra del cuarto

banco de inversión del país, Lehman Brothers y el rescate de la aseguradora AIG por parte de la Reserva Federal y el Tesoro americano.

Como respuesta a la situación de extrema tensión en los mercados de capitales, las autoridades estadounidenses aprobaron un plan de rescate, que constituye la intervención pública en el sistema financiero más importante en la historia del país.

Europa no ha sido inmune al efecto contagio de estas turbulencias, y en consecuencia, un número importante de entidades pertenecientes a varios países europeos han sufrido algún tipo de intervención o toma control por parte del sector público. Con el objetivo de evitar un mayor deterioro del sistema financiero europeo y devolver la confianza a los mercados, en las reuniones del ECOFIN del 7 de octubre y de Jefes de Estado y de Gobierno del Eurogrupo del día 12 se alcanzaron compromisos para emprender actuaciones que preservaran la estabilidad de nuestro sistema financiero.

Esta intervención pública está justificada por la existencia de un fallo de mercado ante la falta de confianza y su inmediata traslación al crédito a familias y a empresas. No obstante, esta intervención perdería toda justificación de no coordinarse entre los países, por las externalidades negativas que podría conllevar.

Hasta la fecha, estas actuaciones han movilizado importantes volúmenes de recursos. Un 22% del PIB en el Reino Unido, un 16% del PIB en Estados

Unidos y un 15% del PIB en el área euro o, lo que es lo mismo, dos veces el PIB de España. Asimismo, en las últimas semanas, el FMI, en colaboración con otras instituciones supranacionales, ha habilitado líneas de ayuda a varios países especialmente afectados por la crisis financiera internacional, incluyendo Islandia, Hungría y Ucrania. De forma paralela, los principales bancos centrales del mundo han ampliado sus mecanismos de provisión de liquidez.

La extensión y profundidad de estos acontecimientos ha contagiado la economía real. En el segundo trimestre de 2008 tanto Alemania, Italia, Francia como la zona euro en su conjunto registraron ya tasas de crecimiento negativo y los resultados conocidos del Reino Unido y Estados Unidos para el tercer trimestre también muestran descensos.

En las últimas semanas la crisis financiera se ha extendido también a los países emergentes y latinoamericanos, mostrando una rapidez sin precedentes en su propagación geográfica, generada por la gran interconexión existente entre los distintos mercados de capitales nacionales.

## **EL AJUSTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

En España, la crisis financiera internacional ha intensificado el ajuste que el sector de la construcción residencial había iniciado ya en el segundo semestre de 2006. Un ajuste necesario, por

tener nuestra economía un nivel excesivo de recursos productivos -materiales y humanos-, concentrados en este sector de actividad, con el consiguiente coste de oportunidad asociado. Pero, al mismo tiempo, un ajuste especialmente duro en términos de empleo.

En la última década el ciclo expansivo que ha experimentado la economía española se ha cimentado, en buena parte, en el sector de la construcción. La inversión en vivienda ha ido ganando peso hasta suponer un 9% del PIB en 2007, por encima del promedio de la UE-15 (5,4%) y representando un total de 1,5 millones de puestos de trabajo. La magnitud del ajuste se muestra tanto en las cifras de inversión en vivienda, -que han pasado de crecer un 7,8% en el primer trimestre de 2006 a registrar una caída del 6,3% en el segundo trimestre de 2008-, como en el ámbito laboral, al haber destruido más de 350 mil empleos en el último año.

El ajuste no se circunscribe únicamente al sector inmobiliario, sino que afecta también al conjunto de la economía, que ha pasado de crecer por encima del 3% interanual en el cuarto trimestre de 2007 a hacerlo por debajo del 1% en el tercer trimestre del año. Así, según estima el Banco de España, la economía española registraría un descenso del 0,2% en tasa intertrimestral, que implica un crecimiento interanual del 0,9%.

En el cuarto trimestre, los indicadores conocidos apuntan a un nuevo deterioro. El indicador de

confianza que elabora la Comisión Europea se encuentra en mínimos históricos tanto en España como en los principales países de la zona euro (receptores de nuestras exportaciones), y en octubre las afiliaciones a la Seguridad Social descendieron un 2,3%, las matriculaciones de automóviles un 40% y el consumo de energía eléctrica un 1,4%.

Tanto la Comisión Europea como el FMI coinciden en que no sólo España, sino también la mayor parte de las economías desarrolladas y, en particular, las cuatro grandes economías europeas y Estados Unidos registrarán un descenso en el PIB en el año 2009, acompañado de una suave recuperación en 2010.

En este sentido, las instituciones internacionales reconocen que una respuesta más activa de política macroeconómica podría limitar la recesión. Este estímulo debería producirse más allá de la política monetaria, es decir en el terreno de la política fiscal, en los países en los que existe margen para ello. En la economía española esta posibilidad existe tras haber acumulado superávits presupuestarios en los últimos años, que ha permitido estabilizar la deuda (por debajo del 40% del PIB, 30 puntos inferior al promedio de la UEM).

## **MEDIDAS**

En este contexto, el Gobierno ha presentado, desde el inicio de la legislatura, la actuación pública más

importante en todo el periodo democrático, de carácter financiero, laboral, fiscal y social. Este conjunto de actuaciones constituye un verdadero Plan de Reactivación, que contribuirá a superar la actual situación de estancamiento a lo largo de 2009.

En nuestro país, el problema financiero es de liquidez y no de solvencia, por lo cual se han tomado dos medidas complementarias de impulso a la oferta de crédito. Por un lado, se ha creado un Fondo para la Adquisición de Activos Financieros dotado con 30 mil millones de euros, ampliable a 50 mil. Dado que esta compra de activos se circunscribe únicamente a activos de máxima calidad no es aventurado esperar que el Estado recupere la inversión realizada en su totalidad. Por otra parte, se ha autorizado de forma temporal al Estado a conceder avales a las operaciones de financiación que realicen entidades de crédito residentes en España, hasta un importe máximo de 100 mil millones de euros en 2008 y otros tantos en 2009.

Como he mencionado, el fin último de estas medidas es facilitar el acceso al crédito a las empresas para que puedan seguir acometiendo sus inversiones productivas. En consecuencia, se trata de iniciativas alineadas con otras tomadas antes del verano como la ampliación de las líneas de financiación y de avales del Tesoro Público y del ICO. Precisamente, este último organismo público ha inyectado una cifra aproximada de 8.000 millones de euros a las empresas hasta el mes de octubre.

Adicionalmente, y de manera análoga a la mayoría de países de la zona euro, se ha elevado la cobertura del Fondo de Garantía de Depósitos hasta 100.000 euros por titular y entidad.

El Gobierno también ha articulado medidas de apoyo a la reorientación del sector inmobiliario hacia áreas de actividad alternativas a la vivienda libre, como la vivienda de protección oficial, la rehabilitación de edificios o el impulso a la obra civil. A este respecto, el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2009 que estos días está discutiendo el Congreso de los Diputados, realiza un importante esfuerzo de austeridad – con una reducción del -1,8% en el gasto corriente - que no afecta a la inversión en infraestructuras de transporte, cuya dotación crece un 7,5% interanual. En este contexto, la inversión en ferrocarriles crece un 17,3% en el País Vasco, de la mano de una obra vital para la modernización de la red de infraestructuras, la Línea Ferroviaria que conectará las tres capitales mediante la alta velocidad [recibiendo 219 millones de euros en 2009].

En el contexto del Diálogo Social con sindicatos y organizaciones empresariales, la prioridad es la creación de empleo. Así, el Consejo de Ministros del pasado sábado ha aprobado incentivar la contratación estable de trabajadores desempleados con responsabilidades familiares, estableciendo una bonificación de 1.500 euros anuales. Y, en segundo lugar, se amplía la capitalización de la prestación por

desempleo del 40% al 60% para que aquellos desempleados que decidan constituirse como autónomos dispongan de la inversión necesaria para iniciar su actividad. [A medio plazo, se trabaja en la racionalización y coordinación de las políticas activas de empleo y en la definición de una hoja de ruta de reforma de la Formación Profesional].

Se han complementado estas actuaciones de fomento del empleo con un bloque de medidas de carácter social, destacando la que da apoyo a las familias hipotecadas con dificultades económicas. Se facilitará, como saben, una moratoria parcial hasta dos años en el pago de las cuotas hipotecarias a los desempleados, a los autónomos con bajos ingresos y a quienes cobran pensión de viudedad. [Del mismo modo, se estima que un total de 3,5 millones de personas que se aplican la deducción por adquisición de vivienda podrán beneficiarse de la reducción de dos puntos en las retenciones en el IRPF. También se amplía, de 4 a 6 años, el plazo para materializar el saldo de la cuenta ahorro-vivienda y se concede un plazo adicional para vender la vivienda habitual cuando previamente se haya adquirido otra].

Estas medidas, con impacto directo sobre la renta disponible de los hogares, complementan a otras, tomadas antes del verano, que ya se están implementando – como la devolución de 400 euros en el IRPF, que afecta a más de 16 millones de asalariados, autónomos o pensionistas– o que se

percibirán en 2009, como la supresión del Impuesto sobre el Patrimonio.

Por último, aunque, como es lógico, la prioridad del Gobierno en estos momentos es el empleo, ello no es incompatible con seguir incidiendo sobre los determinantes de la productividad del trabajo, tal y como hicimos en la anterior legislatura. Es voluntad del Gobierno hacer compatible esta actuación de corto plazo con el impulso a una amplia agenda de reformas estructurales, que elevarán nuestro potencial de crecimiento en el medio y largo plazo.

Así, con carácter horizontal, tenemos en marcha una estrategia para reducir en 2012 el 30% de las cargas administrativas que soportan las empresas y se está realizando un ambicioso proceso de mejora de la regulación con la transposición a nuestra normativa interna de la directiva europea de servicios. Se estima que el ejercicio de transposición reducirá nuestro diferencial de inflación con la zona euro en medio punto, al mismo tiempo que frenará el diferencial de productividad, también desfavorable para nosotros.

A nivel sectorial, se plantea una reforma de los organismos reguladores, un nuevo modelo gestión aeroportuaria con participación autonómica y del capital privado o el fomento del transporte de mercancías por ferrocarril, que actualmente representa la modesta cifra del 3% del total de tráfico de mercancías. Además, el Gobierno ha presentado el Plan de ahorro y eficiencia energética,

que tiene por objetivo reducir nuestra factura energética en el equivalente del 10% de nuestras importaciones de petróleo.

## **Corrección de desequilibrios**

Es ampliamente conocido que la economía española ha acumulado una serie de desequilibrios en términos de déficit exterior y de diferencial de inflación que perjudican a nuestra competitividad. Por ello se hace necesario continuar con las anteriores reformas estructurales que contribuyan a mejorar esta situación. Pero, además, la coyuntura económica está ayudando a corregir estos desequilibrios.

Así, el déficit por cuenta corriente ha crecido un 6,4% en el acumulado de los 8 primeros del año, lo que supone una importante moderación con respecto al aumento del 20,8% observado en el mismo período de 2007. La ampliación del déficit acumulado se debe principalmente al deterioro de la balanza comercial por el aumento de la factura energética, puesto que el déficit no energético lleva disminuyendo 6 meses consecutivos. Una corrección que se ve favorecida por el mantenimiento de las exportaciones que, en un contexto de menor crecimiento de nuestros socios comerciales, están registrando un crecimiento del 4,4%, superior al 4,2% de 2007. Así, en términos de Contabilidad Nacional, en el segundo trimestre del año se ha

registrado una aportación positiva del sector exterior al crecimiento, la primera desde 2001.

Por otra parte, la economía registró un fuerte aumento de la inflación en el primer semestre de 2008 asociado al repunte de los precios de las materias primas. El importante aumento de los precios del petróleo es de especial relevancia en una economía como la nuestra, más intensiva en el consumo de energía que la mayoría de las economías desarrolladas, y, en consecuencia, más vulnerable a variaciones en el precio de la energía. La reducción en los precios del petróleo en los dos últimos meses es una buena noticia en tanto que ha conducido a una fuerte moderación de la inflación en España (hasta el 3,6% en octubre y, previsiblemente, por debajo del 3% en diciembre). Paralelamente, la reducción de los tipos de interés hasta el 3,25% se verá reflejada en la disminución de la carga financiera que soportan los hogares.

## **CUMBRE DE WASHINGTON**

Permítanme finalizar mi intervención con una breve referencia a la Cumbre Internacional de Washington que tendrá lugar el próximo sábado 15 de noviembre y a la que España ha sido invitada.

La crisis actual ha revelado de forma cruda que el enorme dinamismo del sistema financiero en las últimas décadas no estaba exento de riesgos importantes. Riesgos cuyo origen se halla en un **funcionamiento defectuoso de determinados mercados y en una serie de deficiencias del**

**marco regulatorio y supervisor.** De un lado, se han desvelado importantes problemas de asimetría en la información y en los incentivos de los distintos agentes. Del otro, ha quedado patente que en determinados casos el diseño institucional y los instrumentos a disposición de reguladores y supervisores no han sido suficientes para atajar a tiempo un excesivo nivel de apalancamiento, tanto de ciertas entidades financieras como de determinados segmentos de la población, ni han impedido la generación y distribución a escala internacional de activos tóxicos, como las hipotecas “subprime”.

Más aún, los efectos adversos de estos fallos del sistema, con toda seguridad, se han visto amplificados por un **excesivo “apetito” por el riesgo** que ha caracterizado muchas de las decisiones financieras tomadas por todo tipo de agentes; una propensión para asumir riesgos excesivos que, a su vez, ha sido alimentada por unas condiciones de financiación de extrema laxitud, a las que me refería antes.

Partiendo de este diagnóstico, la cumbre de Washington se plantea la necesidad de actuar a varios niveles y horizontes temporales bajo una premisa básica: la dimensión global de los problemas a los que nos enfrentamos requiere de soluciones globales.

A **corto plazo**, se debe continuar con las iniciativas puestas en marcha recientemente para frenar el deterioro del sistema financiero y lograr su

estabilización a través de acciones coordinadas, como las acordadas en seno de la UE que señalaba antes. Asimismo, se debe prestar especial atención a los efectos negativos que las perturbaciones financieras están causando en economías emergentes, que son especialmente vulnerables a cambios bruscos en los flujos internacionales de capital, y, consecuentemente, habilitar mecanismos de ayuda financiera multilateral, bajo cuyo paraguas deben incluirse también medidas urgentes para paliar los problemas de financiación de los flujos comerciales internacionales.

De forma paralela a estas medidas, es imprescindible abordar [desde una visión de **largo plazo**] las principales deficiencias estructurales del sistema financiero internacional. Se hace necesario dotar al sistema de mayor **responsabilidad y transparencia**, al objeto de reducir la incertidumbre respecto a la valoración de activos y la desconfianza frente al riesgo de contrapartida que han dañado la liquidez en varios mercados. En particular, se debe asegurar una adecuada información para los inversores sobre todos los riesgos asumidos; aumentar la información de productos y vehículos de inversión novedosos, como hedge funds y fondos de capital riesgo, respecto a su nivel de endeudamiento y sus riesgos de liquidez; reforzar la regulación y supervisión de las agencias de calificación de riesgos; y extender el control sobre aquellos mercados más fragmentados donde no existe una cámara de compensación que asegure automáticamente el cumplimiento de las obligaciones contractuales.

El principio de mayor responsabilidad y transparencia debe hacerse extensivo de forma especial al **gobierno corporativo**. Las abultadas pérdidas de valor sufridas por muchas entidades financieras desde el comienzo de las turbulencias, que en ocasiones han derivado incluso en quiebras, revelan estrategias de negocio basadas en objetivos orientados hacia el beneficio inmediato y en detrimento de la solvencia y rentabilidad a largo plazo. Por ello, sobre la base de la creación sostenible de valor, se requieren cambios en la cultura de gobierno de estas instituciones que incluyan esquemas de remuneración sensatos y promuevan una mayor implicación de la alta dirección en el control de riesgos.

Los anteriores retos y necesidades requieren también de una revisión y mejora de los mecanismos de gobierno y coordinación del sistema financiero internacional. **El FMI tiene la legitimidad para asumir el liderazgo en la nueva arquitectura financiera internacional.** Y en particular, el Fondo debe desempeñar un papel central como coordinador del resto de instituciones financieras internacionales (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Consejo de Estándares Internacionales de Contabilidad, etc.), colaborando estrechamente en materia de regulación y supervisión con el Foro de Estabilidad Financiera.

Dicho esto, el instrumental de vigilancia y supervisión macro-financiera en manos del Fondo tiene que reforzarse, Al mismo, tiempo su papel

como prestamista a economías en dificultades financieras transitorias debe potenciarse.

Para concluir esta serie de reflexiones sobre las potenciales áreas de mejora del sistema financiero global, permítanme señalar la necesidad de un **nuevo marco prudencial** sólido que genere márgenes de seguridad más amplios y promueva un mejor alineamiento entre capital y riesgo en los balances bancarios. Como muchos empresarios conocen, la crisis actual nos ha recordado la brusquedad con la que los mercados de crédito pueden transitar desde una situación de condiciones crediticias muy holgadas a otra con condiciones mucho más restrictivas.

Al objeto de reducir estos cambios abruptos en los flujos de crédito el nuevo marco prudencial debe incorporar **elementos contra-cíclicos**, como las provisiones estadísticas que el Banco de España introdujo en 1999. Bajo este esquema, las entidades de crédito están obligadas a provisionar en el momento de la concesión de un préstamo, lo que estimula una política de crédito más responsable durante fases expansivas al tiempo que reduce la necesidad de dotaciones adicionales en las fases de recesión, que son situaciones, como la actual, en las que el coste de la financiación bancaria es más elevado.

En términos prácticos, este novedoso sistema de provisiones ha permitido a los bancos y cajas de ahorro españoles encarar este periodo turbulento desde una posición de partida más sólida que la de

muchos de sus competidores extranjeros. En particular, **la tasa de cobertura de activos dudosos** en nuestro sistema, que en la actualidad se sitúa en el entorno del 100%, prácticamente dobla a la media registrada en la UE. Del mismo modo, las entidades españolas han mantenido **ratios de solvencia** que se sitúan en la parte alta de la distribución de la UE.

No obstante, es importante destacar que este sistema de provisiones dinámico no ha mermado la **capacidad de generar beneficios de las entidades españolas**. Más bien al contrario, los bancos españoles ocupan en este momento un lugar destacado en el ranking de entidades financieras más rentables.

Es esta experiencia acumulada por nuestro país tanto en la regulación y supervisión como en el posicionamiento de nuestro sistema financiero en el mundo lo que puede ser relevante y valioso en la discusión internacional que ahora iniciamos.

Muchas gracias.