

Madrid, 23 de noviembre de 2007

**Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión
de Presupuestos del Senado**

Miguel Fernández Ordóñez
Gobernador

Como ustedes conocen bien, los mercados financieros internacionales se vieron afectados a lo largo del verano pasado por un episodio de turbulencias cuya duración y consecuencias aún no se pueden precisar. Mi comparecencia ante esta Comisión de Presupuestos tiene lugar, por tanto, en un momento en el que el análisis de las perspectivas económicas está rodeado de un grado de incertidumbre mayor del habitual.

No creo que sea necesario reiterar aquí el análisis de los principales desencadenantes de las turbulencias, aspecto que ya he abordado con detenimiento en mis comparecencias recientes tanto en esta Cámara como en el Congreso, por lo que me limitaré a recordar los aspectos que pueden resultar de mayor relevancia para comprender mejor cuáles son los condicionantes que dificultan que la situación en los mercados financieros se normalice plenamente.

Este episodio de inestabilidad tuvo su origen en un profundo deterioro de la calidad crediticia de determinados activos financieros de gran complejidad asociados a la financiación de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. En principio, las pérdidas sufridas por el conjunto de tenedores de estos productos no son de una magnitud considerable, cuando se considera el sistema financiero internacional en su conjunto, pero la exposición directa o indirecta de los agentes financieros se ha revelado de forma inesperada y muy extendida, por lo que ha conducido a un deterioro de la confianza de los participantes en algunos mercados. La consecuencia ha sido una importante disminución de la actividad no solo en los mercados en los que se negocian esos productos, sino también en los mercados monetarios en los que se redistribuye la liquidez proporcionada por los bancos centrales.

Las rápidas intervenciones de estos últimos, que suministraron liquidez con carácter extraordinario, han permitido aliviar las tensiones en los mercados interbancarios, aunque estas no se han disipado por completo. La normalización definitiva de la situación requiere todavía un mejor conocimiento y una mayor asimilación del grado de exposición de los distintos agentes.

En todo caso, como ya he tenido la oportunidad de decir en ocasiones anteriores, el sistema financiero de nuestro país está afrontando estos acontecimientos con soportes firmes como resultado, por una parte, de la práctica ausencia de exposición de nuestras entidades a los instrumentos de esta naturaleza y, por otra, de su sólida posición patrimonial y su elevada rentabilidad.

Afortunadamente, las turbulencias se desencadenaron en un momento de notable fortaleza de la actividad mundial, impulsada de manera destacada por el continuado dinamismo de las

economías emergentes, cuyos mercados financieros, a diferencia de lo ocurrido en los países desarrollados, están resultando relativamente inmunes a esta fase de inestabilidad.

Este episodio de perturbaciones financieras introduce alguna incertidumbre sobre la continuación de un período de sólido crecimiento mundial que se prolonga ya por un lustro. En cualquier caso, el escenario más probable que manejan la mayor parte de las instituciones y los analistas para el próximo horizonte proyecta un avance sostenido del producto mundial, aunque a un ritmo algo más moderado que en el pasado reciente.

El posible efecto del brote de inestabilidad financiera sobre el dinamismo mundial no debe llevar a perder de vista algunos efectos positivos que acompañan a la corrección de los mercados cuando se considera desde una perspectiva temporal dilatada. En efecto, en los últimos años, la economía mundial se había venido caracterizando por el mantenimiento de unos niveles muy reducidos de tipos de interés y una abundancia de liquidez global, en un marco de crecimiento robusto y moderación de la inflación.

Estas condiciones, junto a unas tasas de morosidad reducidas, habían contribuido a un pronunciado descenso de las primas de riesgo, que la propia búsqueda de mayores rentabilidades probablemente realimentó. De hecho, bastante antes del verano, eran ya numerosas las voces que señalaban la existencia de una importante infravaloración de los riesgos en algunos segmentos del sistema financiero internacional. Desde esta perspectiva, cabe esperar que el episodio de turbulencias, cuando se supere la fase más crítica, conduzca a una valoración más ajustada del riesgo y a un aumento de la disciplina en los mercados financieros, que tenderán a fortalecer los cimientos de la actividad mundial a más largo plazo.

El área del euro afronta este periodo de inestabilidad financiera desde una posición de partida bastante favorable, si bien es preciso recordar que ya antes del inicio del mismo habían surgido algunas señales que hacían pensar que el ritmo de expansión de la actividad del área podría haber alcanzado ya su máximo cíclico y que apuntaban hacia una moderación más en línea con su tasa de crecimiento potencial. No obstante, en el momento en que se desencadenaron las perturbaciones, la eurozona había acumulado año y medio de crecimiento vigoroso y la continuación del dinamismo de los distintos componentes de la demanda se asentaba sobre bases sólidas.

En particular, el gradual fortalecimiento de los mercados de trabajo estaba contribuyendo al sostenimiento del gasto de los consumidores y los balances saneados y la elevada rentabilidad de las empresas del área auguraban un dinamismo notable de la inversión productiva. En la vertiente externa de la economía, el empuje de la actividad y el comercio mundiales configuraban un

panorama propicio para el avance de las ventas al exterior. Además, la aplicación de políticas macroeconómicas más disciplinadas en el marco institucional de la UEM estaba dotando al área de una mayor resistencia ante estas u otras perturbaciones, en comparación con épocas pasadas.

Los acontecimientos de este verano no han afectado al dinamismo del área durante el tercer trimestre, que ha resultado más intenso de lo inicialmente esperado, pero es altamente probable que terminen repercutiendo en una ralentización de las tasas de crecimiento mayor de lo que se anticipaba entonces, aunque dentro de unas perspectivas que siguen siendo globalmente favorables. En el ámbito interno, una de las principales secuelas de las turbulencias puede ser un cierto endurecimiento de los estándares de concesión de financiación a familias y empresas. En la vertiente externa, aunque cabe esperar que las economías emergentes continúen liderando el crecimiento mundial, las previsiones son bastante menos halagüeñas en lo que respecta a Estados Unidos, ya que las dificultades por las que atraviesa su sector inmobiliario son mayores que las anticipadas hace unos meses.

En cualquier caso, las dificultades para calibrar de forma precisa la magnitud de los efectos sobre la actividad en el medio plazo son evidentes. Los datos acumulados desde el inicio de este episodio resultan aún demasiado escasos para permitir despejar la incertidumbre sobre dos aspectos que pueden condicionar el alcance final de este episodio. Me refiero, naturalmente, a la capacidad de resistencia de la economía norteamericana y, con ella, a la posible evolución de los flujos comerciales del área y, sobre todo, al tiempo que tomará el retorno de los mercados financieros internacionales a una situación de normalidad, porque a nadie se le oculta que cuanto más persistentes sean las tensiones en esos mercados, mayores serán sus efectos sobre la confianza de las familias y las empresas del área.

En el ámbito de los precios, las presiones inflacionistas en el área del euro se habían mantenido relativamente contenidas hasta el mes de septiembre e incluso cabría esperar, en primera instancia, que al tender a atemperar el ritmo de expansión de la actividad, el episodio de turbulencias financieras pudiera contribuir a mitigar algo los riesgos para la estabilidad de precios. Sin embargo, recientemente han aparecido nuevos focos de presiones inflacionistas ligados a la evolución de los precios del petróleo y de los alimentos que han motivado ya en octubre un repunte de las tasas de variación del IAPC. Los precios del crudo se encuentran, de hecho, en niveles cercanos a sus máximos históricos. Además, los precios de los alimentos no elaborados han experimentado una notable aceleración, lo que puede reflejar las presiones de demanda a nivel global, pero seguramente responde también a las desfavorables condiciones de oferta derivadas de la evolución meteorológica en algunas áreas geográficas.

Es cierto que en el pasado reciente hemos asistido a fuertes elevaciones de los precios del crudo sin que ello haya comportado incrementos sustanciales de las demandas salariales y la inflación subyacente. Sin embargo, la acumulación de dichos incrementos puede terminar desencadenando procesos de propagación que hagan más persistente el rebrote de la inflación. Este riesgo, además, puede verse acrecentado en el contexto actual de limitada holgura en los mercados de trabajo del área.

La coincidencia en el tiempo de los efectos de la perturbación financiera y los movimientos que subyacen a este rebrote inflacionista ha introducido una mayor complejidad en la toma de decisiones de política monetaria. La incertidumbre acerca de los efectos de las turbulencias ha llevado al Consejo de Gobierno del BCE a detener el proceso de retirada gradual del estímulo monetario que había venido llevando a cabo de manera progresiva desde finales de 2005, manteniendo sin cambios los tipos de interés en las tres reuniones celebradas entre septiembre y noviembre. Al mismo tiempo, sin embargo, el Consejo de Gobierno ha llamado la atención sobre el aumento de los riesgos inflacionistas a medio plazo y ha reiterado su pleno compromiso a actuar, cuando y cuanto sea preciso, para asegurar que las expectativas de inflación permanecen ancladas sólidamente en niveles coherentes con la estabilidad de precios.

Permítanme ahora que me centre en los aspectos más destacados de la evolución reciente de la economía española. Desde que comparecí en esta misma Cámara, hace ahora casi dos meses, el diagnóstico sobre las perspectivas a corto plazo de la economía española no se ha modificado sustancialmente.

Como indica la información que acaba de publicar el INE referida al tercer trimestre, la economía española continuó la senda de gradual desaceleración de la actividad que había iniciado en el segundo, situando el crecimiento interanual del PIB en el 3,8%, frente a tasas en el entorno del 4% en la primera mitad del ejercicio. A lo largo de este período prosiguió la suave moderación de la demanda interna, reflejando el proceso de normalización de las condiciones monetarias iniciado hace casi dos años, así como la mejora de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento, ante un entorno exterior que ha continuado siendo favorable. En conjunto, ello ha permitido nuevos avances hacia una composición más equilibrada entre las fuentes internas y externas del gasto y, dentro de la demanda interna, que la inversión empresarial haya ganado peso frente al gasto de las familias, sobre todo en su componente de inversión residencial.

El consumo de los hogares ha continuado el proceso de moderación gradual que inició hace unos trimestres, aunque dentro de una pauta de dinamismo que se apoya en la expansión de la población y en la solidez del empleo. Esta evolución refleja la normal adaptación de las familias a unas condiciones monetarias y financieras menos holgadas y la menor intensidad de la

revalorización de la riqueza, dada la atenuación de los incrementos de los precios de la vivienda. La inversión residencial, por su parte, está moderando su ritmo de avance de forma algo más marcada, prolongando la pauta de desaceleración gradual que viene mostrando desde principios de 2006, en respuesta también al aumento de los tipos de interés y las menores expectativas de revalorización de precios de los inmuebles, a pesar de que el dinamismo demográfico tiende a limitar el efecto de estos dos factores sobre la demanda de vivienda.

El menor impulso del gasto y el encarecimiento de la financiación están propiciando una contención en la demanda de crédito de los hogares y una ralentización de sus ratio de endeudamiento en términos de la renta disponible. En conjunto, la tasa de ahorro de las familias volvió a moderarse en la primera parte del año y sus necesidades de financiación se mantuvieron estables en términos del PIB, pero es posible que el cambio en las condiciones financieras conduzca a una estabilización de la tasa de ahorro en el futuro.

El gasto de las empresas mantuvo, por su parte, una tónica de fortaleza, aunque en los meses centrales del ejercicio dio muestras de una leve desaceleración. Destaca, en particular, la pujanza de la inversión en equipo en una situación de elevada rentabilidad tanto presente como esperada y de favorables expectativas de negocio. En los últimos meses, el recurso a la financiación ajena de las empresas empezó a reflejar el endurecimiento relativo de las condiciones financieras, observándose una ligera inflexión en el ritmo de endeudamiento así como un incipiente cambio de composición según su finalidad, pudiéndose apreciar una desaceleración de los fondos dirigidos a financiar actividades inmobiliarias y de construcción, frente a un incremento de los destinados a empresas industriales y a las actividades de servicios.

La demanda exterior neta ha seguido contribuyendo a amortiguar el impacto de la desaceleración del gasto sobre el crecimiento, debido a un comportamiento de las exportaciones más dinámico que el de las compras al exterior, particularmente acusado en el tercer trimestre. Pese a ello, el ritmo de avance de las ventas al exterior en lo que va de año está siendo algo inferior al del ejercicio previo, en un contexto en el que los mercados de exportación están mostrando un comportamiento algo menos expansivo y en el que la apreciación del tipo de cambio del euro podría estar afectando, en alguna medida, a las ventas extracomunitarias. A pesar de que la evolución de la cotización del euro está contribuyendo a abaratar las compras en el exterior, las importaciones de bienes están creciendo menos que el año precedente, en coherencia con la suave desaceleración que muestra la demanda final. Con todo, el déficit comercial ha seguido aumentando, aunque a ritmos más reducidos que en el pasado y las necesidades de financiación de la nación también han continuado incrementándose a ritmos más atenuados.

Por el lado de la oferta, la suave desaceleración del PIB refleja, principalmente, una cierta pérdida de dinamismo en el sector de la construcción mientras que la industria siguió dando muestras de fortaleza, si bien de forma algo más contenida a lo largo del tercer trimestre. El empleo se ha ido ajustando a la evolución de la actividad, observándose, a partir del segundo trimestre, una pequeña reducción en el ritmo de generación de empleo, también algo más acusado en el sector de la construcción. Y todo ello en un contexto poblacional que ha continuado siendo muy dinámico, aspecto que, desde una perspectiva temporal más amplia, ha sido crucial para que la actividad se fuera ajustando al dinamismo de la demanda, evitando que se generaran presiones de costes y precios excesivas a lo largo de la prolongada fase de expansión que ha vivido la economía española.

Los costes laborales a lo largo del presente ejercicio están siguiendo una trayectoria de moderación, con crecimientos algo inferiores a los del año previo, que se está trasladando a los costes laborales unitarios, dado el repunte de la productividad. Desafortunadamente, en cambio, los precios de consumo están teniendo un comportamiento menos favorable en estos últimos meses, como consecuencia de las importantes elevaciones de los precios del crudo y de los precios de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales. Este impacto negativo se está produciendo además cuando el IPC empezaba a repuntar como consecuencia de un efecto base, asociado al comportamiento del precio del petróleo en la primera mitad de 2006. En este contexto, la tasa interanual de índice de precios de consumo se elevó en octubre hasta el 3,6% y el diferencial de inflación con la UEM aumentó hasta 1 pp, desde el mínimo de 0,5 pp alcanzado en verano. Si bien la inflación subyacente permanece en niveles similares a los de la primera mitad del ejercicio, el incremento de las presiones inflacionistas, aunque tenga un carácter transitorio, aumenta el riesgo de su propagación al conjunto de la economía, particularmente como consecuencia de la existencia de mecanismos y prácticas de indiciación en la fijación de precios y rentas.

Un cierre del año corriente como el que acabo de describir permite dibujar un escenario macroeconómico para 2008 que, en sus líneas básicas, no debería diferir sustancialmente del que proyectaba el Banco de España en las previsiones que publicamos la pasada primavera y en las que, como se recordará, se contemplaba una aproximación gradual del PIB hacia tasas de crecimiento en el entorno del 3 %. Es cierto, sin embargo, que estas proyecciones descansan en el supuesto razonable de que las turbulencias tengan una duración limitada, tal y como recogen la mayoría de previsiones realizadas después del verano para la economía mundial por los principales organismos internacionales.

Tiene interés repasar los factores que sustentan un escenario de desaceleración suave para la economía española en 2008, compatible con el mantenimiento de un elevado dinamismo de la

actividad y el empleo. Por una parte, la normalización del tono de la política monetaria debe facilitar un ajuste suave hacia ritmos de gasto y de endeudamiento del sector privado más sostenibles en el medio plazo. Por otra, cabe esperar que el mercado inmobiliario continúe evolucionando según las pautas que ha seguido hasta ahora, esto es, con una desaceleración gradual del precio de la vivienda y un ajuste suave de la demanda, que seguiría estando apoyada por el elevado ritmo de crecimiento de la población. Además, aunque probablemente será difícil mantener ritmos de expansión de la inversión empresarial y de la inversión en construcción no residencial tan intensos como los de los últimos trimestres, las perspectivas de evolución de ambos componentes de gasto siguen siendo también favorables.

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

En el ámbito interno, el mantenimiento del dinamismo del empleo y la normalización gradual del mercado inmobiliario resultan fundamentales para el sostenimiento de las expectativas de renta y, en consecuencia, de los planes de gasto de los agentes dentro de una pauta de desaceleración suave. Ya he dado los argumentos que facilitan un ajuste ordenado del mercado inmobiliario. En cuanto a la respuesta del empleo, existen indicios de que en estos últimos años se han producido mejoras en el funcionamiento global del mercado de trabajo que están detrás de la enorme capacidad de la economía española para generar empleo y que deben continuar en el futuro.

En todo caso, la vuelta a pautas más normales en el sector de la construcción y la elevada incidencia de este sector en el comportamiento del empleo atribuyen gran importancia a la existencia de un grado de flexibilidad suficiente en el funcionamiento de la economía que facilite la reasignación de recursos hacia las actividades industriales y los servicios que han de tomar el relevo, dando continuidad al cambio de composición del producto que se ha producido en los últimos trimestres.

La mejor contribución que las políticas económicas pueden prestar en una situación como la actual, de suave desaceleración y aumento de la incertidumbre, consiste en garantizar el compromiso con la estabilidad presupuestaria y profundizar en las políticas estructurales orientadas a reequilibrar las fuentes del crecimiento.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado apunta a la consecución de un superávit en 2007 del 1,3% en las cuentas del conjunto de las Administraciones Públicas. La información disponible sobre la ejecución presupuestaria en lo que va de año parece sugerir, no obstante, que el saldo positivo al concluir el mismo puede ser más elevado que la última previsión oficial y de magnitud similar a la del año anterior. Como en ejercicios pasados, estos resultados, mejores que los previstos inicialmente, se deberían a una favorable evolución de los ingresos impositivos, principalmente de los impuestos directos, en un contexto de un crecimiento económico también superior al previsto.

En cuanto al ejercicio 2008, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado sitúa el objetivo de superávit de las Administraciones Públicas en el 0,9%. Esta cifra cumple con los compromisos europeos derivados del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y respeta los objetivos de estabilidad presupuestaria fijados por las Cámaras del Congreso y del Senado en junio de 2007, en cumplimiento con lo establecido en las nuevas Leyes de Estabilidad Presupuestarias, que entran precisamente en vigor por primera vez en el ejercicio 2008.

La programada reducción del superávit se basaría en algunas medidas de recorte de impuestos, mientras que, por el lado del gasto, el Proyecto de Presupuestos fija una tasa de crecimiento para el Estado en línea con la evolución esperada del PIB nominal, lo que supone cumplir estrictamente con el límite que se estableció en junio en el contexto también de las provisiones de la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

Debe tenerse en cuenta que, como señalé con anterioridad, los objetivos marcados están basados en una previsión de cierre del año 2007 muy prudente por el lado de los ingresos. Cabe pensar que si se produjera un resultado en las cifras de recaudación del año 2007 más holgado que el previsto en el Avance de Liquidación de los Presupuestos, este mejor registro se debería trasladar a la previsión presupuestaria para 2008 y permitir, por tanto, la consecución de un superávit también más elevado. Como en ejercicios precedentes, lo importante es que los márgenes adicionales que puedan surgir por el lado de los ingresos no redunden en un incremento del gasto sino en la generación de un mayor superávit.

Me gustaría subrayar que el actual superávit público tiene un cierto componente temporal que debe tenerse en cuenta a la hora de efectuar la programación presupuestaria. De un lado, el

prolongado periodo de dinamismo de la economía y, en particular, del sector inmobiliario ha generado un fuerte crecimiento de la recaudación impositiva que tenderá a reducirse en una fase de desaceleración económica. De otro lado, debe tenerse en cuenta que el Marco Financiero Plurianual de la Unión Europea para el período 2007-2013 prevé una progresiva reducción de fondos destinados a España, que tiene todavía una incidencia reducida en estos primeros años, que son de transición.

En este contexto, el mantenimiento de un nivel suficiente de superávit público parece la estrategia más adecuada tanto a corto como a medio y largo plazo. Por una parte, porque proporciona el tono que la política fiscal debe mantener en una situación cíclica en la que se prevé un crecimiento de la economía similar a su potencial. Por otra, porque en un contexto de incertidumbre es especialmente relevante mantener el potencial estabilizador de los Presupuestos para que pueda ser utilizado en caso de que la desaceleración fuera mayor que la prevista. Finalmente, el mantenimiento de un superávit público elevado permitiría afrontar en mejor situación el previsible impacto del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas en el medio plazo.

Me gustaría subrayar, en todo caso, que a la consecución de esta estrategia deberían contribuir todas las Administraciones y, en especial, las CCAA. La previsión oficial es, sin embargo, que el conjunto de estos Entes Territoriales presente todavía en este ejercicio un saldo público deficitario a pesar de la buena coyuntura económica de los últimos años. En este contexto, está pendiente de discusión la reforma del sistema de financiación de estas administraciones. Dada la experiencia de los últimos años, esta reforma debería efectuarse de forma que se generen los incentivos adecuados para un comportamiento saneado de sus finanzas públicas.

Por el lado de las políticas de oferta, lo fundamental es lograr una mejora en la capacidad de adaptación de la economía, que permita responder con flexibilidad al entorno cambiante y altamente competitivo, favorezca la asignación eficiente de los recursos e incremente nuestro potencial de crecimiento. El Plan Nacional de Reformas aprobado en 2005 articuló un conjunto de actuaciones que se orientaban en la dirección que he mencionado. El Informe de Progreso del Programa presentado el pasado mes de octubre pone de manifiesto que la puesta en marcha del Plan ha ido a buen ritmo y que se ha mantenido la convergencia en términos del PIB per cápita con la Unión Europea. Esta aproximación en los niveles de bienestar económico se ha basado, sin embargo, esencialmente, en el aumento de la tasa de empleo, por lo que parece necesario seguir profundizando en las reformas que permitan tanto preservar la pujanza en la creación de empleo como incrementar, al mismo tiempo, las ganancias de eficiencia de la economía.

En este sentido, las prioridades de gasto que incorpora el proyecto de Presupuestos están orientadas, como en pasados ejercicios, hacia áreas de gran importancia para la mejora de la

productividad, como la investigación y desarrollo, la educación y las infraestructuras. Es importante, no obstante, garantizar que el incremento previsto en la dotación de recursos sea gestionado de forma eficiente, para lo cual deben utilizarse los mecanismos de evaluación y selección de políticas públicas más adecuados, de manera que éstas redunden en incrementos reales de la productividad.

Paralelamente, se requiere seguir profundizando en las medidas que aumenten la flexibilidad y eficiencia del mercado de trabajo con el fin de facilitar la reasignación del empleo entre sectores productivos y evitar que el cambio de fase cíclica pueda provocar descensos en el nivel de ocupación como solía suceder en el pasado. Habría que prestar especial atención, entre otros aspectos, a aquellos elementos institucionales que podrían disminuir la sensibilidad de los salarios al ciclo, como pueden ser las cláusulas de salvaguarda. Igualmente, deberían contemplarse con prudencia las revisiones del salario mínimo por el impacto que puedan tener en la formación de costes y precios y en la generación de empleo.

Finalmente, en el terreno de las políticas estructurales destinadas a flexibilizar los mercados de productos se hace necesario perseverar y extender los procesos de liberalización emprendidos en los últimos años y avanzar en la definición de un marco regulatorio más sencillo y transparente. En relación con esto último, debe valorarse muy positivamente el compromiso adquirido por parte del Gobierno central de reducir la carga administrativa de las empresas derivada de la legislación nacional en un 25% en el horizonte de 2012. Una transposición ambiciosa de la Directiva de Servicios, actualmente en discusión, podría permitir un avance importante en este terreno.

El papel de las Administraciones Territoriales es, de nuevo, crucial en la consecución de estos objetivos, dado que gozan de capacidad normativa sobre la regulación de un conjunto amplio de sectores económicos. Un ejemplo es el comercio interior, sector de gran relevancia, no solo por el peso que representa su actividad en el conjunto de la economía, sino, además, por el papel que desempeñan los canales de distribución en el comportamiento de la productividad y en los procesos de formación de precios. En los últimos años, se ha producido, sin embargo, un incremento, con carácter general, del grado de restricción regulatoria en este sector, como se ha puesto de relieve en un reciente artículo publicado en nuestro Boletín Económico.

En todo caso, las oportunidades que se ofrecen a la economía española de prolongar la trayectoria de modernización y dinamismo económico bien merecen los esfuerzos necesarios de política económica para sortear las incertidumbres y los retos que van surgiendo.

Muchas gracias.