

Madrid, 27 de septiembre de 2007

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

Miguel Fernández Ordóñez
Gobernador

Señorías:

La pasada semana tuve la oportunidad de dirigirme a la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso para exponer mi valoración sobre la situación económica española e internacional, especialmente a la luz de los episodios de inestabilidad registrados en los mercados financieros en las últimas semanas. Dado el escaso tiempo transcurrido desde aquella comparecencia, apenas existe nueva información relevante sobre esta cuestión, por lo que me permitirán que aborde mi exposición siguiendo en lo fundamental un enfoque similar al que utilicé en el Congreso.

Este episodio de turbulencia en los mercados financieros ha surgido en un momento de fuerte expansión de la economía mundial, que lleva varios años creciendo por encima del 5% y que en 2006 cerró el trienio de mayor expansión de la actividad desde la década de los años setenta. Además, en 2006, el dinamismo de la economía mundial fue bastante generalizado, con Estados Unidos creciendo a un ritmo superior al 3% y la zona del euro recuperándose hasta tasas similares, mientras que las economías emergentes -en particular, de Asia- siguieron mostrando un intenso dinamismo. En la primera mitad de 2007 esta tónica continuó, si bien con una cierta desaceleración en la economía estadounidense, pero la aparición de este episodio de turbulencia en los mercados financieros ha introducido ahora un elemento sustancial de incertidumbre sobre las posibilidades de que esta pujanza económica global se mantenga sin cambios en el futuro.

El elemento que ha desencadenado este episodio ha sido el aumento de la morosidad en Estados Unidos de un tipo concreto de préstamos hipotecarios, que se caracterizan por su elevada vulnerabilidad, pues se conceden a personas con un perfil de riesgo elevado y, en ocasiones, en condiciones bastante laxas. Esto ha supuesto que, como comenté antes, cuando la economía norteamericana se ha desacelerado, la tasa de morosidad de esos deudores se haya incrementado, lo que ha llevado a que los intermediarios especializados en este tipo de hipotecas hayan comenzado a experimentar pérdidas y algunos de ellos han tenido que reconocer su incapacidad de hacer frente a sus compromisos de pago. El origen de las turbulencias es, por tanto, muy específico, pues se concentra en un número limitado de entidades financieras de Estados Unidos especializadas en el segmento hipotecario más arriesgado.

Quizá lo más llamativo de este proceso son los factores que han conducido a que esa perturbación tan específica se propagara de forma rápida e intensa a los mercados financieros internacionales. Obviamente, el protagonismo de la economía estadounidense en el mundo y las elevadas necesidades de financiación que este país ha presentado en los últimos años han intensificado la exposición de mercados e intermediarios financieros de todo el mundo a la evolución económica en Norteamérica. La creciente globalización que se observa en las transacciones financieras ha sido, además, el caldo de cultivo para que la perturbación inicial

acabara afectando a instituciones de diversa índole y de distintos países. La proliferación de instrumentos financieros estructurados, con cierta exposición a esas hipotecas de alto riesgo, y cuya complejidad dificulta una adecuada valoración de sus riesgos implícitos, ha supuesto, finalmente, un factor de impulso muy relevante, al que más adelante me referiré.

Los efectos de este episodio de inestabilidad financiera son bien conocidos de todos ustedes: ante la incertidumbre y la pérdida de confianza, muchos inversores han liquidado sus posiciones en los activos de mayor riesgo y las han desplazado hacia instrumentos seguros y líquidos. Como consecuencia, se ha observado un descenso de las cotizaciones bursátiles en las principales plazas financieras y un incremento de las primas de riesgo crediticio que se exigen en los mercados de renta fija privada. Por el contrario, los tipos de interés de la deuda pública han disminuido.

Estos movimientos contienen, en parte, elementos positivos, en la medida en que representan una valoración más realista de los riesgos financieros de muchas inversiones, que, probablemente, en los últimos años se habían juzgado de forma muy optimista. En este sentido, una evaluación más razonable de esos riesgos debería redundar en una mejor asignación de los recursos financieros y, en definitiva, en una mayor sostenibilidad del crecimiento económico a medio y largo plazo. Sin embargo, junto a esta modificación en la valoración del riesgo, este episodio de turbulencia está también suponiendo un tensionamiento tanto del precio como de la disponibilidad de financiación, que, si se enquistada o se hace más intenso, podría tener implicaciones desfavorables para la confianza de los agentes económicos.

Por el momento, hay muy pocos datos disponibles acerca de las posibles consecuencias económicas de esta perturbación. Con posterioridad al mes de agosto, una de las escasas fuentes de información disponibles son los datos procedentes de las encuestas de opinión, aunque, en general, estos todavía no muestran cambios sustanciales respecto al mes anterior. Es, por tanto, prematuro tratar de evaluar con alguna precisión el previsible efecto de estas perturbaciones sobre el crecimiento económico mundial.

Las previsiones formuladas en las últimas semanas por los principales organismos internacionales sugieren que las turbulencias tendrán cierto impacto negativo en el crecimiento de la economía mundial, especialmente en 2008, si bien de magnitud limitada, de modo que el dinamismo global observado los últimos años se mantendrá, aunque a un ritmo más moderado. Sin embargo, también reconocen que la incertidumbre actual para hacer proyecciones económicas ha aumentado significativamente y que los riesgos de cualquier previsión se sitúan de forma predominante a la baja. Una de las fuentes de incertidumbre que antes mencioné es cómo va a desenvolverse Estados Unidos en los próximos trimestres, pues un mal comportamiento de la economía estadounidense arrastraría a otros países. En contraste, la buena evolución reciente de

las economías emergentes, que se han mostrado relativamente aisladas de estos problemas financieros, es un factor que permite albergar cierto optimismo acerca de la capacidad de resistencia de la economía mundial.

En efecto, a diferencia de otros episodios de turbulencias financieras del pasado, que afectaron a países de Asia, Latinoamérica y el Este de Europa, en este caso han sido los países industrializados occidentales los que más se han visto afectados por la crisis, en particular, Estados Unidos y los países europeos más desarrollados.

Dada la importancia que la zona del euro tiene para la economía española, tanto por la magnitud de las relaciones económicas como porque es el área para la que se define la política monetaria que nos atañe, me parece interesante examinar, en primer lugar, las perspectivas de esta zona a la luz de este episodio de inestabilidad financiera, antes de adentrarme en las posibles repercusiones sobre la economía española.

En el caso europeo no ha habido problemas en los mercados hipotecarios, entre otras cosas porque apenas existen productos de un riesgo tan elevado como el que comercializaban algunas entidades en Estados Unidos, con lo que los intermediarios afectados lo han sido, en primera instancia, en la medida en que habían adquirido títulos vinculados a los créditos hipotecarios de alto riesgo concedidos en aquella economía.

Sin embargo, este ha sido solo el germen de un proceso complejo que ha acabado afectando a las condiciones financieras de la economía europea. Como ya recordé anteriormente, uno de los primeros efectos de los problemas hipotecarios en Estados Unidos es que ha desencadenado un proceso global de revisión al alza de las primas de riesgo crediticio.

En parte, esa revisión era razonable –y hasta quizá adecuada– dado que su bajo nivel había impulsado probablemente un exceso de inversiones en actividades de alto riesgo potencial. Esas inversiones se habían visto potenciadas por la proliferación de nuevos intermediarios financieros especializados en los mercados de transferencia de riesgo de crédito. Estos mercados favorecen la diversificación de inversiones, pero también presentan algunos inconvenientes debido a la complejidad de los instrumentos negociados, lo que dificulta su adecuada valoración, y a los débiles incentivos que pueden tener las entidades activas en esta operativa para evaluar unos riesgos que pueden no tener que asumir finalmente. En particular, en el episodio actual han desempeñado un papel importante algunas instituciones que se venían financiando mediante la emisión de valores de renta fija a muy corto plazo y empleando los fondos captados para adquirir productos estructurados vinculados a operaciones de crédito a largo plazo, entre los que se incluían hipotecas americanas de alto riesgo.

Este es uno de los aspectos fundamentales de las turbulencias observadas, pues cuando los inversores han detectado la presencia de hipotecas de alto riesgo en el patrimonio de esos intermediarios, se han mostrado renuentes a renovar sus activos frente a los mismos. Dado que algunas entidades de crédito adquirieron el compromiso de suministrar liquidez a estas instituciones especializadas en caso de que, llegado el vencimiento, no consiguieran renovar la financiación que captan mediante la emisión de valores, la desconfianza de los inversores acerca de estos intermediarios ha acabado afectando a algunas entidades de crédito, al tiempo que estas se han encontrado con la necesidad de obtener liquidez adicional para cubrir esas posiciones.

Ante estos problemas de liquidez, palpable en los mercados monetarios del área del euro, además de en los de un buen número de economías industrializadas, los bancos centrales, y el BCE en particular, han reaccionado con rapidez, suministrando al mercado la liquidez demandada tanto mediante operaciones regulares como a través de mecanismos extraordinarios de inyección, con el objetivo de calmar las tensiones existentes en el mercado. Aunque esto ha evitado que la crisis fuera más profunda y ha transmitido un mensaje de seguridad, no ha impedido que prevaleciera cierta falta de confianza, como consecuencia de las dificultades para valorar los productos estructurados ligados a las hipotecas de alto riesgo. Esto ha obstaculizado la negociación en los mercados monetarios, especialmente, en sus plazos más largos, donde la financiación intercambiada se ha reducido de forma sustancial y donde los tipos de interés han registrado incrementos significativos.

Aunque, como dije antes, todavía es pronto para ofrecer una evaluación precisa del posible impacto de estas turbulencias sobre la actividad económica, es un hecho que este fenómeno se ha manifestado en un momento en el que la economía europea está presentando un notable dinamismo, lo que permite confiar en que el eventual impacto de esa inestabilidad financiera sea asimilable. En particular, la situación empresarial presenta una gran solidez, tanto desde el punto de vista patrimonial, tras el saneamiento de balances que tuvo lugar en los últimos años, como desde la perspectiva de la rentabilidad esperada, que sigue impulsando la inversión productiva. El consumo privado es quizá la variable que muestra un comportamiento menos pujante, si bien cabe esperar que los incrementos del empleo de los últimos trimestres promuevan también el gasto de las familias. Con todo ello, el crecimiento en el área del euro debería seguir situándose en torno a su tasa potencial, aunque no puede descartarse ritmos de expansión ligeramente inferiores a los que se preveían hace unos meses.

En las perspectivas de inflación no se aprecian cambios significativos, pues se situaría en torno al 2% a medio plazo, con una menor aportación de los impuestos indirectos –tras la contribución elevada que representó en 2007 la subida del tipo impositivo del IVA en Alemania– pero con un mayor crecimiento de los salarios y, en consecuencia, de los costes laborales unitarios, debido al mayor dinamismo que se prevé en el mercado de trabajo. La posibilidad de que surjan presiones

salariales más intensas de lo previsto si la creación de empleo continúa pujante o de que los márgenes en algunos sectores protegidos de la competencia internacional sean excesivos pondría en peligro la estabilidad de precios en el área del euro, que también se encuentra amenazada por el sesgo expansivo que han venido mostrando los precios del petróleo y de otras materias primas.

En cualquier caso, es evidente que los problemas financieros surgidos el pasado verano constituyen un elemento que dificulta el proceso de toma de decisiones de la política monetaria, pues introduce mayores dosis de incertidumbre a la hora de elaborar perspectivas tanto de crecimiento como de inflación. Aunque este episodio de turbulencias ha incrementado los riesgos a la baja para el crecimiento, es difícil determinar la intensidad de esa revisión, así como la medida en que esto puede aliviar los riesgos inflacionistas que antes apunté. Ante esta incertidumbre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en su primera reunión de este mes de septiembre mantener sin cambios los tipos de interés, al tiempo que reconoció la necesidad de acumular más información sobre este episodio y estudiarla de manera pormenorizada antes de adoptar ninguna decisión.

Por tanto, parece necesario recabar información acerca de diversos factores que pueden afectar a la evolución de la economía europea. Algunos están relacionados con el resto del mundo, entre los que quizá destaca vigilar cómo se desenvuelve la economía norteamericana, la transmisión de esa evolución a la economía mundial y las posibles repercusiones sobre los mercados financieros y sobre el tipo de cambio. Hasta ahora, Estados Unidos había logrado hacer frente a un proceso de desaceleración de la inversión residencial manteniendo un cierto dinamismo de la actividad. Además, es preciso saber con qué intensidad este episodio de turbulencia puede trasladarse a los mercados de crédito en Europa, tanto en términos del coste de la financiación como de la disponibilidad de fondos para los proyectos de inversión de empresas y de familias. También es importante la percepción que los agentes del sector privado tengan de este fenómeno de inestabilidad, pues la pérdida de confianza en las perspectivas de demanda en el caso de las empresas o en las rentas futuras en el de las familias puede hacer que las decisiones de gasto se retraigan, afectando al crecimiento.

Creo que este es un momento oportuno para reiterar el compromiso firme de la política monetaria con el objetivo de la estabilidad de precios, ya que tenemos la seguridad de que el mantenimiento de esa estabilidad es la mejor aportación que la política monetaria puede hacer para favorecer un crecimiento sostenido del producto y del empleo y, por tanto, del bienestar de los ciudadanos.

En el caso de España, estos acontecimientos han ocurrido mientras nuestra economía ha seguido mostrando un notable dinamismo, dentro de una fase de crecimiento que se prolonga ya durante más de una década. En el primer semestre de 2007, la actividad creció en torno al 4%, ritmo similar al registrado en 2006, y que constituye la tasa más alta observada desde el año 2000.

Además, debe destacarse que en los trimestres más recientes se ha producido un cierto reequilibrio en las fuentes del crecimiento, con una menor aportación de la demanda interna y una mejora de la contribución del sector exterior. Incluso dentro de la ligera moderación de la demanda nacional se perciben algunas señales positivas, puesto que la inversión empresarial – que, posiblemente, es el componente que mejor anticipa el sostenimiento de la producción en el futuro- se ha mantenido muy pujante, mientras que el consumo privado y, sobre todo, la inversión residencial –cuya evolución había absorbido una parte creciente del gasto en los últimos años- son las variables donde la desaceleración ha sido más perceptible.

Esta composición más equilibrada del gasto ha sido consecuencia, en parte, de la gradual retirada desde finales de 2005 del tono acomodaticio que mostraban las condiciones monetarias y financieras en el área del euro y que, en años anteriores, había impulsado el gasto y el endeudamiento del sector privado en España. El incremento de los tipos de interés oficiales por parte del BCE no ha sido, en todo caso, ajeno a la recuperación observada en la zona del euro, que, junto con la buena marcha de la economía mundial, ha sido un elemento fundamental para animar las exportaciones españolas desde 2006, tras algunos años con cierta atonía en nuestras ventas al exterior. Pero no sólo son las condiciones de demanda las que explican la evolución reciente de la economía española, pues parece evidente que sin una expansión significativa de la oferta no habría sido posible mantener durante un período tan dilatado un crecimiento económico tan intenso. En este sentido, el incremento de la oferta de trabajo, vinculado tanto a los flujos migratorios como al aumento de la participación de la mujer en el mercado laboral, ha permitido sostener un alto ritmo de crecimiento sin que se generaran presiones excesivas de costes y precios. En los últimos meses, la tasa de inflación, medida por el IPC, ha disminuido hasta situarse cerca del 2% (2,2% en julio y agosto), aunque esa reducción es, en parte, consecuencia de la evolución de los precios de la energía y cabe esperar un cierto repunte en los próximos meses.

El consumo privado parece haber respondido suavemente a los cambios en las condiciones financieras, pues ha pasado de crecer algo por encima del 4% en 2004 y 2005, a hacerlo a una tasa del 3,3% en el segundo trimestre de 2007. El aumento de los tipos de interés ha incrementado el coste de la financiación soportado por las familias endeudadas a tipo variable, lo que ha podido afectar a la dinámica del gasto de un segmento de la población. Asimismo, la desaceleración de los precios de la vivienda ha ido reduciendo la posible influencia expansiva que la riqueza ha podido desempeñar sobre el consumo. Otros elementos, sin embargo, han servido de soporte al consumo de las familias, entre los que hay que destacar el dinamismo del empleo, que ha continuado expandiéndose a tasas elevadas, por encima del 3%, lo que ha debido reforzar la confianza de los agentes en sus perspectivas de renta futura.

La ralentización que se percibe en la inversión en vivienda desde comienzos de 2006 responde también al aumento de los tipos de interés y a las menores expectativas de revalorización de ese

activo, que han supuesto un cierto enfriamiento de la pujanza tan intensa que este componente de la demanda había mostrado en los últimos años. Como en el caso del consumo privado, la ralentización registrada ha sido también suave, puesto que el dinamismo de la población ha suministrado un soporte de demanda muy relevante.

Pero lo más destacable de la evolución reciente de la economía española es que otros factores han compensado la menor contribución al crecimiento de estos dos componentes del gasto interno, con lo que la actividad no solo no se ha resentido, sino que ha mostrado un renovado dinamismo. El primero de esos factores es la inversión productiva de las empresas, que, pese al endurecimiento de las condiciones financieras, ha experimentado una gran pujanza, gracias a la elevada rentabilidad y a las favorables expectativas de negocio, que la recuperación de la zona del euro ha reforzado en los dos últimos años. De hecho, mientras que, en el período 2001-2004, la inversión en construcción fue el componente de la demanda más dinámico, a partir de 2005 ha sido la inversión en bienes de equipo el que ha mostrado los ritmos de crecimiento más altos, hasta alcanzar tasas de expansión en torno al 13% en los últimos trimestres. El segundo factor relevante ha sido la mejora de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento, con un mejor comportamiento de las exportaciones desde 2006 y una cierta moderación de las compras al exterior ya en 2007.

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional, que se refieren al segundo trimestre, avalan esta tendencia al reequilibrio en la composición del gasto, si bien con un menor ritmo de crecimiento de la actividad, que alcanzó el 4% en ese trimestre, una décima por debajo del registrado en los primeros meses del año. Los indicadores disponibles del tercer trimestre –aunque escasos e incompletos– apuntan también a que se mantendrá esta tendencia hacia un menor dinamismo de la demanda interna y de crecimiento de la actividad.

Aunque, como dije al principio, es pronto para evaluar con precisión las implicaciones para la economía española del período de inestabilidad financiera que surgió en agosto, lo más probable es que el consumo privado y la inversión en vivienda no sufran desviaciones bruscas de su senda de gradual desaceleración, especialmente a la luz del previsible mantenimiento de un ritmo robusto de creación de empleo y de aumento de la población. El cambio de ciclo inmobiliario, que parece estar ya en marcha, moderará la inversión en construcción, si bien los otros componentes de esta variable –la obra civil y la edificación no residencial–, cuya evolución obedece a factores distintos, ligados a las decisiones de las autoridades y de las empresas, podrían mantener cierta pujanza, lo que aliviaría el impacto negativo de la vivienda sobre el crecimiento.

Es previsible que la inversión empresarial siga siendo el elemento más dinámico de la demanda interna, aunque es difícil que mantenga los ritmos tan elevados de crecimiento que ahora muestra, por lo que difícilmente va a poder contrarrestar la ralentización del gasto familiar. Todo esto

supone, en definitiva, que la demanda exterior neta desempeñará un papel crucial para que la moderación del gasto no conduzca a una desaceleración excesiva de la actividad. Ya vimos antes que en la evolución de esa demanda exterior, los efectos de las turbulencias en la economía mundial, en particular, en Estados Unidos, y sus repercusiones sobre el tipo de cambio son fundamentales, pues pueden afectar directamente al crecimiento de los mercados de exportación de España y a las posibilidades de competir en ellos. Este es probablemente el canal fundamental por el que el reciente episodio de inestabilidad financiera y de mayor incertidumbre internacional podría afectar al escenario de crecimiento previsto para la economía española. El hecho de que estos factores queden fuera de nuestra área de influencia no hace sino subrayar la importancia de mejorar los mecanismos que permitan a las empresas españolas incrementar su capacidad de competir en los mercados internacionales.

Junto con la influencia de las turbulencias en el sector exterior, también merece la pena evaluar los posibles efectos sobre la demanda nacional de un eventual endurecimiento de las condiciones financieras. Como expuse al comienzo de mi intervención, este episodio de inestabilidad ha conducido a incrementos de los tipos de interés de los mercados monetarios y a la aparición de problemas para negociar liquidez a plazos dilatados. La traslación de estas dificultades financieras a los agentes económicos dependerá básicamente de la situación y decisiones de las entidades de crédito nacionales, que son las que suministran mayoritariamente la financiación que demanda el sector privado. Por ello, comprender adecuadamente la situación actual de las entidades de crédito españolas es clave para determinar el alcance del impacto de las turbulencias en nuestra economía.

Me gustaría reiterar aquí en el Senado que contamos con una amplia evidencia que confirma la posición de fortaleza con la que las entidades de crédito españolas se enfrentan a estas turbulencias, basada en sus altos niveles de rentabilidad, unos confortables niveles de solvencia, claramente por encima de los mínimos exigidos por la regulación; y en una amplia cobertura de los créditos dudosos.

Además, existen otros factores que han limitado la exposición de las entidades españolas a las perturbaciones actuales. En primer lugar, la calidad crediticia de las hipotecas españolas es elevada, sin que exista un segmento de alto riesgo en los mercados hipotecarios similar al norteamericano. Las ratios de morosidad son reducidas y la relación media entre el volumen de los préstamos concedidos y el valor de las garantías exigidas alcanza niveles moderados.

En segundo lugar, la exposición a las hipotecas de alto riesgo en los balances de las entidades tanto directa como indirecta es completamente marginal. Las entidades españolas no han adquirido ni hipotecas de alto riesgo ni compromisos crediticios con otros intermediarios

financieros que sí pudieran contar con tales activos. De hecho, este tipo de intermediarios no ha proliferado en nuestro sistema financiero.

Finalmente, un rasgo fundamental que proporciona tranquilidad sobre la calidad de los activos del sistema financiero español es el tradicional modelo bancario seguido, que se caracteriza por que las entidades han recurrido a la titulización de créditos principalmente para financiar la expansión de la actividad y no con el fin de transmitir a terceros los riesgos asociados a los préstamos de su cartera. Esto supone que los riesgos crediticios se han mantenido en el propio balance, de modo que los controles de calidad de esos riesgos han continuado funcionando correctamente. Asimismo, los procesos de titulización utilizados por las entidades españolas se han materializado en instrumentos que presentan un reducido grado de complejidad y son mucho más fáciles de valorar que los productos estructurados a los que antes me referí.

Esto no quiere decir, obviamente, que la economía española y su sistema financiero puedan sentirse completamente a salvo de las repercusiones que pueda derivarse de este proceso de inestabilidad financiera. En particular, si este episodio se prolongara excesivamente podría acabar afectando a la confianza de los inversores y a la negociación en los mercados financieros, con independencia de la verdadera calidad crediticia de los diferentes instrumentos. Si esto llegara a ocurrir, el hecho de que nuestra economía necesite financiarse en los mercados internacionales podría llegar a actuar como un obstáculo para el mantenimiento de los elevados ritmos de crecimiento observados en los últimos años.

En definitiva, las perspectivas de la economía española apuntan a una cierta moderación del crecimiento, desde los elevados ritmos de expansión actuales, si bien el reciente episodio de inestabilidad financiera ha incrementado, como en todas partes, la incertidumbre que las rodea. El dinamismo subyacente de la situación económica –que puede mostrar una gradual desaceleración aunque con una composición más equilibrada– y la fortaleza de las entidades financieras proporcionan cierta seguridad sobre la capacidad de esta economía para afrontar el impacto de las turbulencias. Sin embargo, si este episodio acabara siendo prolongado e intenso, la demanda exterior podría tener dificultades para compensar la previsible moderación de la demanda nacional, en especial, si la inestabilidad financiera afectara sustancialmente a nuestros principales mercados de exportación.

Permítanme que termine esta intervención haciendo una referencia al importante papel que deben desempeñar las autoridades en estas circunstancias. En efecto, considero que un buen manejo de la política económica es crucial y debe orientarse a proporcionar confianza a los agentes, preservando un margen suficiente de actuación frente a posibles sucesos futuros. En el ámbito de la política presupuestaria, esto se traduce en la necesidad de mantener su orientación actual, que está siendo beneficiosa para la estabilidad de la economía, alcanzando un saldo presupuestario

superavitario suficientemente holgado y evitando desviaciones de gasto, de modo que, si las condiciones se deterioraran, se dispusiera de un margen de maniobra suficiente para contribuir a estabilizar la situación económica.

Finalmente, la incertidumbre latente en el entorno económico y financiero internacional no puede poner en segundo plano las iniciativas para la aplicación de las reformas estructurales que ya se han identificado, tanto en los aspectos para mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y factores productivos, como en el ámbito del incremento del capital productivo de la economía española. En momentos de incertidumbre como los actuales, estas reformas son básicas porque pueden proporcionar la flexibilidad necesaria para reducir los costes de reasignación de factores entre actividades –por ejemplo, desde la construcción hacia la industria y los servicios- e impulsar la capacidad de las empresas españolas para competir tanto en el mercado interior como en los mercados internacionales.

Muchas gracias.