

**Jaime Caruna**

Gobernador del Banco de España

14 de Junio de 2002

## **DISCURSO DE PRESENTACIÓN DEL INFORME ANUAL**

Sres. Consejeros:

Hace un año, me dirigía a ustedes para presentar por primera vez un Informe Anual, el del año 2000. Señalaba entonces la importancia de un hecho que iba a producirse en pocos meses: la puesta en circulación de los billetes y monedas en euros. Este hecho simboliza con claridad la culminación de la unión monetaria en Europa, un proceso que se había iniciado más de diez años antes y que llegaba en un clima de enorme expectación, no exento de incertidumbre.

Es de justicia, por tanto, comenzar hoy subrayando el éxito del canje de efectivo, que se ha realizado con notable fluidez a pesar de la complejidad intrínseca de una operación tan singular, por su gran magnitud y radical novedad. Un éxito que se ha basado en la colaboración de todos los sectores afectados: las familias y empresas y, en particular, el sistema bancario y el sector de la distribución, sin cuyo concurso la sustitución de billetes y monedas hubiera resultado, sencillamente, inviable. El hecho de que una transformación de tanta envergadura haya encontrado un apoyo social tan generalizado refleja, en última instancia, la aceptación con que los ciudadanos europeos han recibido su nueva moneda y la confianza que tienen puesta en los beneficios que les puede reportar.

Con la culminación de este proceso, la zona del euro se consolida como un área monetaria amplia y estable, que constituye un instrumento eficaz para aumentar la prosperidad colectiva de sus ciudadanos y apto para jugar un papel protagonista en el sistema monetario internacional. Es, además, un polo de atracción para otros países europeos, cuya integración en la actual unión proporcionará a esta mayor influencia a nivel mundial. En el interior del área se abre una dinámica en donde los países con economías más flexibles y mejores dotaciones de capital físico, tecnológico y humano serán los que obtengan mayores beneficios de su participación en el proyecto común europeo.

Hasta el momento, la economía española ha sabido aprovechar su progresiva integración económica y monetaria en Europa para avanzar en la corrección de sus desequilibrios estructurales, aumentar su convergencia real con los países europeos más avanzados y

desarrollar un proceso de creciente apertura al exterior. Al hilo de este proceso, España ha orientado sus políticas económicas hacia el objetivo de la estabilidad macroeconómica y ha impulsado la liberalización de sus mercados financieros, de factores y de productos. Este esfuerzo de modernización y apertura se ha traducido en un cambio sustancial de la posición de España en la economía mundial, parte de la cual es su participación estratégica en algunas zonas geográficas, donde ha realizado un fuerte esfuerzo inversor.

Sin duda, el reto principal que ahora se plantea a la economía española es consolidar esta situación, en un contexto de mayor competencia, de rápido cambio tecnológico y de futura ampliación de la Unión Europea.

El Informe Anual que hoy se presenta ilustra los beneficios que la economía española ha obtenido de su participación en la Unión Económica y Monetaria, incluso bajo las particulares circunstancias de una desaceleración generalizada de la economía mundial, como la que ha tenido lugar en el año 2001. Las ventajas que se derivan de la estabilidad de precios y de la disciplina presupuestaria, así como de las reformas emprendidas, están permitiendo superar la fase de pérdida de dinamismo sin interrumpir el avance en la convergencia real, siguiendo un patrón diferente a ciclos anteriores, en los que los desequilibrios incubados en las fases de expansión desembocaban irremisiblemente en períodos de recesión y destrucción de empleo.

En esta primera parte de mi intervención, comentaré los principales rasgos de la evolución económica mundial durante el pasado año y la respuesta de la economía de la zona del euro a la nueva coyuntura internacional, prestando, especial atención al comportamiento de la economía española. En la segunda parte, me referiré a temas relacionados con la estabilidad financiera, la supervisión bancaria y el papel que el Banco de España desempeña en estos ámbitos.

## **Economía mundial**

La desaceleración de la economía mundial en el año 2001 ha sido más efímera y suave de lo previsto, a pesar de la materialización de varias perturbaciones adversas que, en su momento, se pensó que tendrían un impacto fuertemente negativo. Entre ellas, cabe destacar la corrección de la burbuja especulativa en los sectores más relacionados con las nuevas tecnologías y las telecomunicaciones, que indujo una notable caída de los beneficios de estas empresas y de la cotización de sus valores en bolsa, así como un rápido ajuste del exceso de inversión acumulado; las repercusiones del encarecimiento del precio del petróleo en el año 2000, parcialmente corregido en 2001, pero que ha vuelto a repuntar este año; las crisis de Turquía y Argentina, que han puesto nuevamente de manifiesto la vulnerabilidad de

algunas economías emergentes y ciertas deficiencias en la arquitectura del sistema financiero internacional; y, por último, los ataques del 11 de septiembre, que tuvieron un efecto puntual fuertemente depresivo sobre la confianza.

A pesar de esta acumulación de impactos adversos, la economía mundial mostró un fondo de resistencia notable, que resulta aún más destacable si se considera que en esta ocasión han coincidido en la fase baja del ciclo las tres principales áreas - Estados Unidos, Unión Europea y Japón- , lo que, a priori, agudizaba los riesgos de una caída del producto mundial profunda y prolongada. El grupo de países industrializados, con la excepción de Japón, ha evitado entrar en recesión, mientras los emergentes, aunque han experimentado un descenso en sus ritmos de crecimiento, han mantenido, en conjunto, un dinamismo superior al de los países desarrollados.

En los primeros meses de 2002 se ha ido confirmando paulatinamente el mayor dinamismo de la economía mundial, de manera más clara en Estados Unidos, pero también perceptible en otros países. Los indicadores de actividad, confianza y empleo se han afianzado, y las previsiones de crecimiento del producto se han revisado al alza. Se mantienen, no obstante, elementos de incertidumbre respecto a la fortaleza y la pauta temporal de la recuperación en curso, relacionados básicamente con la persistencia de algunos desequilibrios en la economía norteamericana, principalmente ligados a la insuficiencia de ahorro privado y el elevado déficit exterior, la debilidad de la economía japonesa y las crisis en algunos países emergentes.

Tiene interés preguntarse por las causas de esta resistencia a las perturbaciones mostrada por la economía mundial. En primer lugar, denota, probablemente, una mayor flexibilidad desde el punto de vista microeconómico tanto de las economías desarrolladas como de las emergentes. Las reformas estructurales acometidas en los últimos años con el objetivo de aumentar la adaptabilidad y la capacidad de reacción de las economías ante impactos adversos, parece que están empezando a dar fruto. En consecuencia, resulta esencial continuar profundizando las reformas, sobre todo en las épocas de bonanza, cuando su coste es menor, para que, cuando lleguen las épocas difíciles la economía disponga de mecanismos de ajuste espontáneo que reduzcan el coste de las crisis y acorten su duración.

En segundo lugar, desde el punto de vista de las políticas macroeconómicas, la desaceleración económica reciente muestra lo importante que resulta disponer de márgenes de maniobra suficientes para que las políticas fiscales y monetarias puedan reaccionar ante las perturbaciones adversas, lo que requiere haber mantenido una evolución favorable en los ámbitos de la estabilidad de precios y de las finanzas públicas durante las fases de expansión económica. En esta ocasión, por fortuna, la desaceleración ha alcanzado a las

principales economías en una situación relativamente equilibrada en ambos aspectos, lo que ha facilitado la reacción de las políticas monetarias - con más intensidad en Estados Unidos, en correspondencia con la más rápida reducción del ritmo de actividad de este país- y, como mínimo, el juego de los estabilizadores automáticos en el ámbito fiscal, sin comprometer los equilibrios fundamentales a largo plazo.

La excepción destacable es Japón, donde el agotamiento de los márgenes para introducir estímulos adicionales por el lado de las políticas de demanda, como consecuencia de los problemas económicos y financieros que se vienen arrastrando de años anteriores, ha conducido a que la economía haya entrado en recesión por tercera vez en diez años. En el resto de los países industrializados, la pronta respuesta de las políticas económicas explica, en buena medida, la suavidad de la desaceleración.

En tercer lugar, parte de la explicación de la rápida recuperación de las principales economías ante las perturbaciones mencionadas reside en la preexistencia de unos sistemas financieros eficientes y saneados, que han favorecido un funcionamiento fluido del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Posteriormente, volveré sobre esta idea, al referirme a la estabilidad financiera.

Así, en la mayoría de los principales países las reducciones en los tipos de intervención se han transmitido adecuadamente a los tipos activos y pasivos de las entidades bancarias, y la liquidez suministrada por los bancos centrales se ha trasladado, a través del canal crediticio, a las familias y empresas, que son las que toman las decisiones de gasto. Japón, donde los problemas del sector financiero han impedido la transmisión de los estímulos de la política monetaria, ha sido también la excepción en este aspecto.

En cuarto lugar, el escaso contagio de las crisis de Turquía y Argentina a otros países emergentes, que contrasta con lo ocurrido en anteriores episodios similares, posiblemente también contribuye a explicar que la desaceleración de la economía mundial haya sido poco severa. Este fenómeno es tanto más destacable si se considera que se trata de dos países relativamente grandes y de potencial importancia sistémica, en especial Argentina, que era el principal emisor soberano entre los países emergentes.

Las políticas más ortodoxas y disciplinadas de los principales países emergentes han sido recompensadas en esta ocasión por los mercados financieros internacionales, que, como pone de manifiesto la dispersión de diferenciales, parecen haber acrecentado su capacidad para discriminar entre países con mejores y peores fundamentos económicos. Esta mayor capacidad se ha debido, en parte, al aumento en la transparencia de los propios países emergentes, como resultado de las reformas acometidas en los últimos años, que incluyen la

aplicación de códigos y estándares de buenas prácticas y de tipo estadístico, y en parte, también, a las mejoras en la gestión de riesgos por parte de los inversores en los mercados financieros internacionales.

En definitiva, detrás de esta mayor resistencia de la economía mundial ante las perturbaciones adversas parece que se encuentran factores positivos que han tendido a aumentar la capacidad espontánea de ajuste de la economía, la capacidad de reacción de las políticas macroeconómicas y la disciplina que ejercen los mercados financieros internacionales. De ahí que resulte importante perseverar en los próximos años en estas tendencias, especialmente teniendo en cuenta las crecientes interdependencias económicas y financieras entre los diferentes países y regiones y la exposición de estos a perturbaciones de naturaleza global.

## **Zona del euro y política monetaria**

La zona del euro se vio arrastrada por el proceso de desaceleración que afectó a la economía mundial en 2001, aunque su impacto sobre la zona euro ha sido diferente al registrado sobre otras áreas.

La idea inicial de que la zona del euro podría mantener una dinámica de crecimiento autónoma no se ha visto respaldada por la realidad; es más, algunos elementos propios - como el notable retroceso de la inversión residencial en Alemania- prestaron una contribución adicional a la desaceleración de la actividad en 2001. No obstante, cabe señalar que la zona del euro parece estar superando este bache de forma relativamente satisfactoria, apoyada en la ausencia de desequilibrios significativos y en una reacción de las políticas económicas, que han contribuido a que el episodio recesivo fuera breve y su impacto sobre el empleo moderado.

La inflación, que inició el año 2001 en una senda ascendente - influida por diversos factores de naturaleza fundamentalmente transitoria, como el encarecimiento del petróleo, varias crisis en el sector cárnico, o la depreciación del euro- , modificó su trayectoria a mitad del año, siguiendo en parte la del precio del petróleo, y se redujo hasta un 2% en diciembre. Aunque la inflación se mantuvo por encima de la cota del 2% durante todo el año, las expectativas de inflación a medio plazo fueron, en general, convergiendo hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios. Esto contribuyó a la evolución moderada de los salarios, evitando que los repuntes transitorios de precios tuviesen efectos persistentes sobre la inflación.

De esta forma, en un contexto caracterizado por la progresiva desaceleración de la actividad, por las presiones moderadas de los costes y por unas expectativas de precios de los agentes coincidentes con los objetivos de la autoridad monetaria, las perspectivas de inflación fueron mejorando conforme avanzaba el año.

El tono de la política monetaria - que venía marcado por el endurecimiento llevado a cabo en el año 2000, en un entorno macroeconómico muy diferente- se fue acomodando a las nuevas circunstancias y se instrumentaron diversas bajadas de tipos de interés, que han propiciado la recuperación económica.

Quiero destacar dos factores, de índole diferente, que han determinado la valoración de las perspectivas de inflación y la intensidad de la respuesta de la política monetaria en el año 2001. El primero es la moderación salarial y, el segundo, la reacción de las autoridades económicas ante los ataques del 11 de septiembre, en particular ante el gran aumento de la incertidumbre económica y el inmediato deterioro de los niveles de confianza. La respuesta firme y concertada de las autoridades monetarias de las principales áreas económicas suavizó el impacto inicial sobre los mercados financieros y contribuyó a que los efectos sobre la economía mundial fueran relativamente breves, aunque intensos, y circunscritos solo a determinados sectores.

A grandes rasgos, el diseño de las políticas fiscales de los países de la zona euro en el año 2001 evitó la adopción de medidas discrecionales de corte expansivo, que hubieran puesto en peligro el mantenimiento de los logros alcanzados en materia de consolidación fiscal y que, habida cuenta de los retardos con los que actúan este tipo de medidas, podrían haber tenido un efecto contraproducente sobre la estabilidad cíclica de las economías de la zona. No obstante, las estimaciones disponibles sobre el saldo público estructural muestran que, a nivel agregado, este registró un ligero deterioro el pasado año, como consecuencia de las rebajas impositivas implementadas en algunos países con anterioridad a que el debilitamiento cíclico se hiciera patente.

Además, los resultados fiscales han demostrado que, en determinados países, no se disponía del margen de maniobra suficiente para absorber los efectos presupuestarios de la desaceleración, sin aproximarse en exceso a los límites establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Resulta claro que, en estos casos, el esfuerzo de consolidación realizado no ha sido suficiente para alcanzar posiciones presupuestarias equilibradas. En este sentido, es fundamental que los países miembros de la Unión Económica y Monetaria mantengan los compromisos adquiridos en dicho Pacto y lo hagan de forma simétrica, tal y como se recoge en las conclusiones de la Cumbre Europea de Barcelona.

La apropiada respuesta de las políticas económicas a la desaceleración ha contribuido, por tanto, a la recuperación de la economía europea, que parece haberse iniciado a principios del año actual. La intensidad y duración de esta nueva fase de recuperación vendrán influidas por condicionantes en gran medida externos a la zona, como la evolución del precio del crudo, o la sostenibilidad de la recuperación norteamericana, dada la persistencia de sus desequilibrios financieros. Pero, sobre todo, la solidez de la recuperación dependerá de la capacidad de las economías europeas para sustentar su crecimiento en factores internos, que propicien un aumento fuerte de la inversión que amplíe el capital productivo.

El tono de la política monetaria deberá adaptarse a las perspectivas de mantenimiento de la estabilidad de precios, siendo especialmente relevante a este respecto - además de la trayectoria del precio del petróleo, que ya ha obstaculizado la reducción de la inflación en la primera parte del año- la continuidad de las pautas de moderación salarial, que, en algunos países, comienzan a estar cuestionadas.

El mercado único y la unión monetaria proporcionan a la economía europea un marco especialmente adecuado para el desarrollo de su potencial de crecimiento y para su consolidación como uno de los polos centrales en la economía mundial. A pesar de ello, la zona carece todavía de la flexibilidad y la capacidad de innovación suficientes para competir de modo satisfactorio con otras áreas más dinámicas, principalmente en los sectores tecnológicamente más avanzados. La Cumbre de Barcelona ha mostrado claramente la capacidad de las autoridades europeas para identificar las cuestiones relevantes y para diseñar una agenda de reformas que hagan de Europa una economía más dinámica. Aunque puede pensarse que hubiera sido deseable un mayor grado de ambición, es indudable que el cumplimiento de los objetivos previstos en Barcelona, en los plazos establecidos, supondría un cambio cualitativo de enorme importancia.

## **Economía española**

El debilitamiento de la economía internacional y la pérdida de dinamismo que experimentó la economía europea contribuyeron, en el año 2001, a prolongar la paulatina desaceleración de la actividad en España, que ya venía registrándose desde el año anterior, cuando se apreciaron los primeros síntomas de agotamiento de la larga fase expansiva anterior. El consumo y la inversión en construcción fueron los principales soportes del crecimiento de nuestra economía, mientras que la inversión productiva y las exportaciones fueron los principales componentes que desalentaron su dinamismo. Aun así, el PIB se incrementó un 2,8% en 2001, netamente por encima del 1,5% registrado en la Unión Económica y Monetaria.

El mantenimiento de ritmos elevados de creación de empleo a lo largo del año 2001, dentro de una tendencia a la desaceleración acorde con la evolución general de la economía, y la existencia de unas condiciones financieras favorables contribuyeron a sostener la renta de las familias y proporcionaron soporte al gasto de consumo y a la inversión residencial. Sin embargo, la inversión en bienes de equipo acentuó su evolución descendente, ante el aumento de la incertidumbre, el deterioro de las expectativas y la ralentización de la demanda final, circunstancias que no pudieron ser compensadas por el tono favorable de las condiciones financieras. Sus efectos sobre la actividad se vieron reforzados por el recorte en el ritmo de crecimiento de las exportaciones, ya desde los primeros meses del año 2001.

En cualquier caso, las tendencias que se apuntan al comienzo del año 2002: mayor crecimiento de la economía en términos intertrimestrales pero con una cierta pérdida de vigor en la creación de puestos de trabajo y en el consumo, acompañados de un freno en el ritmo de descenso de la inversión y mantenimiento de la debilidad en la exportaciones, son coherentes con un escenario de gradual recuperación, si bien no permiten disipar los elementos de incertidumbre existentes en cuanto a su intensidad y alcance.

El perfil de la tasa de inflación española a lo largo de 2001 fue similar al registrado en el conjunto de la zona del euro, si bien manteniendo un diferencial positivo. Así, tras elevarse en los primeros meses, arrastrada por el encarecimiento de los alimentos y de los productos energéticos, la inflación tendió a reducirse sensiblemente en la segunda parte del año, como consecuencia, en buena medida, de la trayectoria seguida por los precios del petróleo en los mercados internacionales, y concluyó el año en el 2,7%, en términos interanuales. Sin embargo, los primeros datos del año 2002 han mostrado un repunte de la tasa interanual de los precios de consumo más marcado que el registrado en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria, debido, en parte, a elementos transitorios que deberían ser reabsorbidos en los próximos meses.

Resulta preocupante la persistencia en nuestra economía de sesgos inflacionistas que se reflejan en el diferencial de inflación con el área del euro, especialmente cuando se manifiestan en el comportamiento de los costes laborales unitarios. A los riesgos que todo ello comporta me referiré más adelante.

## **El cambio en el patrón cíclico de la economía española**

Como dije al principio, estos rasgos de la reciente fase de desaceleración de la economía española han puesto de manifiesto un patrón de comportamiento diferente al seguido en ciclos anteriores. Los factores que explican ese cambio están relacionados, tanto con las condiciones de mayor estabilidad macroeconómica que ha alcanzado la economía española



en su proceso de convergencia e integración en la Unión Económica y Monetaria como con los progresos llevados a cabo en materia de reformas estructurales. Estos factores han incidido en el carácter equilibrado de la fase expansiva de la segunda mitad de los años noventa y en la suavidad del reciente episodio de desaceleración.

La mayor estabilidad macroeconómica se ha apoyado, como es bien sabido, en un notable esfuerzo de consolidación fiscal y en la moderación de los salarios. En la fase alcista del ciclo, estas condiciones proporcionaron un impulso expansivo muy significativo a la economía, que avanzó rápidamente en la convergencia con los niveles de renta real del núcleo de países europeos más avanzados sin que ello se tradujera en la aparición de desequilibrios macroeconómicos importantes. En la etapa más reciente, de menor crecimiento económico, la ausencia de desequilibrios heredados de la fase expansiva y la permanencia de condiciones monetarias favorables han atemperado la intensidad del ajuste y permitido la continuación del proceso de convergencia real.

La existencia de un entorno creíble de estabilidad de precios y equilibrio de las finanzas públicas es condición necesaria para que la economía española siga avanzando en la convergencia real a medida que se vaya entrando en una fase de recuperación. Por ello, es obligado prestar especial atención al tono de la política fiscal y a las condiciones monetarias y financieras.

El año 2001 ha supuesto el logro del equilibrio presupuestario, sin que la desaceleración de la economía española haya impedido un estricto cumplimiento de los compromisos adquiridos en el Programa de Estabilidad, en coherencia con los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, el año pasado se adoptaron nuevos elementos de disciplina fiscal que contribuirán al mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas en el medio plazo. Me refiero a las leyes de Estabilidad Presupuestaria y al nuevo Acuerdo de Financiación Autonómica, que incrementa el grado de corresponsabilidad fiscal de las Comunidades Autónomas bajo los requisitos de transparencia que cabe exigir a las Administraciones Públicas.

Ya he mencionado que las condiciones monetarias y financieras mantuvieron en la economía española un grado de holgura más elevado que en el resto de la zona euro, aunque la trascendencia de esta diferencia fue aminorándose con la pérdida de dinamismo de la demanda. Los agregados crediticios crecieron, por tercer año consecutivo, a ritmos elevados, si bien a lo largo del ejercicio se observó una desaceleración acorde con la evolución cíclica de la economía, aunque todavía insuficiente.

El crecimiento de la financiación a las empresas y a los hogares españoles se ha traducido a lo largo del pasado año en un nuevo aumento del endeudamiento de estos sectores, en términos de porcentaje del PIB, siendo particularmente destacable el incremento del crédito concedido a los hogares para la adquisición de vivienda. Las mayores facilidades que el sector privado ha encontrado para financiar sus decisiones de gasto han contribuido a limitar la profundidad de la desaceleración cíclica en curso, pero a cambio de incurrir en cotas de endeudamiento elevadas. El aumento del endeudamiento privado es una respuesta lógica al nuevo entorno de tipos de interés, más reducidos, en el que ahora se desenvuelve nuestra economía, pero también ha aumentado la exposición de este sector ante posibles acontecimientos adversos.

Conforme vayan amortiguándose los efectos expansivos de este proceso de adaptación de nuestra economía al nuevo entorno, el avance en la convergencia real a ritmos similares a los actuales requiere que el crecimiento se apoye en factores de naturaleza más estable.

## **Principales retos a los que se enfrenta la economía española**

El balance globalmente positivo de la economía española, incluso durante la reciente fase de desaceleración, no debe ocultar, sin embargo, la existencia de algunos aspectos poco satisfactorios, como el mantenimiento de diferenciales positivos de crecimiento de precios y costes en relación con la Unión Económica y Monetaria, el escaso dinamismo de la inversión en bienes de equipo o el reducido avance de la productividad. La continuidad del avance de la convergencia real requiere la superación de estos problemas.

Para ello, las líneas de actuación de la política económica deben orientarse prioritariamente al fomento de la competitividad, en su acepción más amplia, en la que confluyen tanto aspectos ligados al comportamiento de los precios y costes como aquellos otros relacionados con el potencial de crecimiento.

En relación con el comportamiento de los precios, y a pesar del considerable progreso hacia la estabilidad nominal registrado desde mediados de la pasada década, la persistencia de un diferencial de inflación con la zona del euro plantea riesgos para la evolución futura de la competitividad. La moderación salarial que ha caracterizado la etapa más reciente de la economía española se ha transmitido de forma desigual a los sectores abiertos a la competencia y a los sectores protegidos. Mientras que, en los primeros, los aumentos de precios no pueden alejarse excesivamente de los registrados en el exterior, en los segundos, se ha observado una tendencia continuada a la ampliación de márgenes, con independencia de la fase cíclica en que se encontrara la economía. De esta manera, la combinación de una estructura salarial poco flexible con la todavía insuficiente competencia en algunos sectores

de servicios ha fomentado el fenómeno de inflación dual, que sustenta el diferencial de inflación con la Unión Económica y Monetaria.

Otra variable fundamental para la evolución de la competitividad de la economía es la productividad, aunque esta es una variable difícil de medir e interpretar. Es claro que detrás de las reducidas ganancias en la productividad observada del trabajo en los últimos años está el efecto beneficioso de las políticas de fomento de la ocupación, que han elevado la capacidad de generación de empleo de la economía. Sin embargo, los estudios realizados indican que también pueden reflejar un aumento reducido de algunos componentes del stock de capital y una incorporación insuficiente de progreso tecnológico.

La vía más importante de expansión del crecimiento potencial de la economía ha sido, en consecuencia, la incorporación de trabajadores a la fuerza laboral. Es esta una vía adecuada para mejorar la dotación y utilización de los factores productivos en la economía española, que se debe mantener, pero que no puede ser la única. Es preciso que, en paralelo, se aumente el esfuerzo inversor, especialmente en aquellas formas de capital que más favorezcan la incorporación de progreso técnico e innovación, y se persevere en las políticas que facilitan el establecimiento de un entorno más flexible y eficiente para la actuación de las empresas y, por tanto, un mejor funcionamiento de la economía.

La inversión en nuevas tecnologías que se ha llevado a cabo en los últimos años ha tenido ya una incidencia positiva sobre la productividad de la economía española, aunque sus efectos agregados se han visto difuminados por el comportamiento menos dinámico de otros tipos de inversión. Con vistas al futuro, la intensificación de la inversión en capital tecnológico requerirá fomentar la inversión en capital humano y en bienes de equipo, como elementos complementarios y factores de difusión de la innovación al conjunto de la economía.

En el terreno de las políticas orientadas a fomentar la flexibilidad y eficiencia de los mercados, debe profundizarse el impulso liberalizador de las reformas acometidas. El Informe Anual destaca la conveniencia de las reformas en el mercado del suelo, por sus implicaciones en la formación de precios y costes de activos inmobiliarios y por su incidencia en la movilidad geográfica del trabajo, así como la necesidad de avanzar en las políticas de liberalización y competencia en las industrias de red - telecomunicaciones, electricidad, transporte y distribución, etc.- , ya que los beneficios de su mejor funcionamiento se difundirán a todas las actividades productivas.

En el mercado de trabajo, la persistencia de elevadas tasas de temporalidad y la coexistencia de un nivel alto de desempleo - sobre todo entre ciertos colectivos- con escasez de mano de obra en algunos sectores y regiones ponen en evidencia la necesidad de continuar el

programa de reformas. En este sentido, resulta especialmente necesario avanzar en la mejora de los incentivos para la participación efectiva en el mercado laboral y en la descentralización de la negociación colectiva, de forma que se adapte mejor a los condicionamientos de las empresas y a las características de los trabajadores.

Quiero terminar esta parte de mi intervención subrayando la importancia que tiene consolidar el logro del equilibrio presupuestario alcanzado en el año 2001 mediante la introducción de mejoras en los aspectos estructurales de la actuación de las Administraciones Públicas. El gasto público tiene que ser cada vez más eficiente, de manera que contribuya a aumentar la dotación de capital y la productividad de la economía. Además, deben emprenderse los ajustes necesarios para que la debida atención a las demandas crecientes que llegarán al sector público como consecuencia del envejecimiento de la población - para cubrir pensiones, sanidad o cuidado de los mayores, etc.- no genere a largo plazo situaciones comprometidas para las finanzas públicas.

## **Estabilidad financiera**

Para empezar la segunda parte de mi intervención, dedicada a la estabilidad financiera, voy a comentar, desde esta perspectiva, las principales implicaciones de algunas de las perturbaciones sufridas por el sistema financiero internacional el pasado año, a las que ya me he referido.

Querría comenzar destacando algunas reflexiones que cabe extraer de las crisis que han experimentado determinados países emergentes. La primera se refiere a la importancia que reviste la coherencia entre el régimen de tipo de cambio elegido por cada país y el conjunto de sus políticas económicas y su estructura institucional, ya que no hay régimen cambiario que, por sí mismo, sea capaz de proteger a una economía frente a crisis financieras si no está acompañado de políticas adecuadas y coherentes.

La segunda reflexión es que la existencia y respeto a un marco institucional jurídicamente sólido, abierto, estable, respetuoso con los derechos de acreedores y deudores es el único camino para generar la confianza y el respaldo de los mercados financieros internacionales que permitan financiar eventuales situaciones de insuficiencia de ahorro interno.

La tercera reflexión plantea la necesidad de la existencia previa de unos criterios claros y creíbles para la distribución de los costes de las crisis, que incluyan una participación equilibrada de los acreedores privados, tanto interiores como exteriores.

No quiero cerrar este apartado dedicado a las perturbaciones experimentadas por el sistema financiero internacional el pasado año sin hacer referencia al conjunto de deficiencias puestas de manifiesto en el denominado caso ENRON, que trasciende del caso singular de dicha empresa y revela debilidades de carácter más institucional y sistémico. La trascendencia de estos hechos radica en haber puesto de manifiesto que, incluso en las economías con un desarrollo institucional más perfeccionado, son posibles comportamientos de gran potencial desestabilizador, no solo por su importancia cuantitativa sino, sobre todo, por su vertiente cualitativa, en la que han confluído una serie de prácticas de legalidad dudosa y que sobrepasan ampliamente el campo financiero en sentido estricto: conflictos de intereses, serias deficiencias del gobierno corporativo, prácticas contables excesivamente casuísticas que se alejaban de los principios de prudencia y representación apropiada de la realidad económica, manipulación informativa, etc., todo ello sin que funcionasen los necesarios mecanismos de control internos y externos a la entidad.

Se ha planteado, de esta forma, un catálogo amplio de graves problemas que afectan a muchos de los requisitos y complementos institucionales que resultan imprescindibles para el mantenimiento de la confianza, para la eficiente asignación de recursos, para el ordenado desarrollo de cualquier sistema financiero y para que su supervisión pueda ser efectiva.

Volveré sobre estos temas más adelante. Ahora, quiero destacar que, frente a las perturbaciones de todo tipo que acabo de comentar, el sistema financiero internacional ha mostrado el pasado año una capacidad de resistencia que hay que considerar altamente satisfactoria.

No resulta fácil evaluar qué factores han contribuido a incrementar, y en qué medida, esta capacidad de resistencia. Sin embargo, entre ellos, hay que mencionar la prioridad otorgada a la estabilidad por muchas de las autoridades monetarias y fiscales durante la larga fase de expansión precedente el mejor funcionamiento de unos mercados financieros internacionales más integrados, mejor informados y con sistemas de contratación continua cada vez más ágiles; los elevados niveles de solvencia, vía recursos propios y provisiones, conseguidos por las entidades bancarias durante la anterior fase alcista, que han facilitado la absorción de las pérdidas manifestadas ahora; y, finalmente, los avances que muchas entidades bancarias han introducido en materia de gestión de riesgos, que han permitido su mejor identificación y control, han facilitado su diversificación y favorecido su reasignación hacia los inversores finales, en unos mercados de derivados cada vez más eficientes.

Pese a esta capacidad de resistencia mostrada por el sistema financiero internacional, tanto los desarrollos autónomos que este presenta como los acontecimientos comentados, que han venido a perturbar a dichos mercados, tienen repercusiones en materia de supervisión

bancaria dignas de ser comentadas. No obstante, antes de hacerlo, resumiré algunos rasgos significativos de la situación financiera durante el pasado año en nuestro país.

## **Sistema bancario español**

Como no podía ser menos, durante 2001 el sistema financiero español se ha visto afectado, aunque de forma desigual, por las perturbaciones antes reseñadas. Así, la desaceleración económica registrada a lo largo del ejercicio se tradujo en un menor ritmo de actividad bancaria que en años anteriores, hasta llegar a un crecimiento del balance total del 7,3%, en términos consolidados. Aunque menor, el ritmo de crecimiento del crédito siguió siendo elevado, en especial el concedido con garantía hipotecaria, lo que hizo posible el aumento del nivel de endeudamiento y, a la vez, que los mercados crediticios ganaran peso relativo frente a los de valores.

El sistema bancario español apenas resultó afectado por las perturbaciones mencionadas anteriormente al describir el contexto internacional, con excepción de la crisis de Argentina, cuyas repercusiones se hicieron notar con mayor intensidad.

A pesar de ello nuestras entidades están siendo capaces de absorber adecuadamente el impacto de la crisis argentina mediante una adecuada y prudente política de saneamientos, que, aunque ha supuesto un menor incremento de los beneficios, no ha impedido que estos hayan seguido creciendo más que los de la mayoría de las grandes entidades bancarias internacionales.

El cambio en la fase del ciclo también se ha traducido en un incremento en la morosidad, que, por el crecimiento relativamente fuerte del crédito, no se ha reflejado en las correspondientes ratios, que han permanecido en mínimos históricos. Por su parte, la solvencia de las entidades españolas se ha visto reforzada el pasado año, lo que ha quebrado la tendencia que venía registrándose desde 1997, si bien esta mejora es imputable principalmente a recursos propios de segunda categoría. Como consecuencia de ello, la ratio de solvencia de las entidades de crédito ha llegado a presentar un excedente de tres puntos porcentuales sobre el mínimo regulatorio, calculado de acuerdo con nuestra normativa, y de casi cinco puntos porcentuales, según los criterios del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

El menor ritmo de actividad bancaria unido al impacto de la crisis de Argentina, a las consecuencias de la plena implantación de la provisión estadística y al mal comportamiento de los mercados bursátiles, ha llevado a que, en el año 2001, el resultado neto atribuible después de impuestos disminuyese su crecimiento hasta alcanzar un 6,9%. Aunque este

crecimiento representa tan solo un tercio del registrado el año anterior, hay que considerarlo satisfactorio en términos comparativos con los países de nuestro entorno. Esta evolución ha sido posible gracias a la favorable contribución del negocio tradicional en España, segmento en el que, en contra de la tendencia de años anteriores, se ha recuperado ligeramente el margen de intermediación, a la vez que disminuían los gastos de explotación. Como consecuencia de todo lo anterior, la caída en la rentabilidad de los recursos propios ha sido más amortiguada que la del resultado neto.

Por tanto, las entidades españolas han superado con éxito un año relativamente difícil. Sin duda, han contribuido a ello las mejoras experimentadas durante la prolongada fase de expansión, tanto en materia de gestión, general y de riesgos, como en la contención de costes y en el fortalecimiento de la solvencia, mejoras en las que es necesario seguir avanzando. Quiero destacar el importante papel estabilizador que ya ha empezado a representar la denominada provisión estadística, diseñada para potenciar que las pérdidas esperables generadas por el riesgo de crédito se provisionen en el momento en el que se asume este riesgo y no cuando, años después, dichas pérdidas llegan a materializarse, frecuentemente en la fase descendente del ciclo, cuando la actividad es menor y las cuentas de resultados se encuentran debilitadas.

Para cerrar este apartado, y en relación con la situación de los mercados de valores españoles en 2001, solo me queda por mencionar, aparte de la caída de los índices y de la contratación de la renta variable a favor de la renta fija, el importante avance experimentado en materia de integración, que cristalizó en la creación de un holding que agrupa a todos los mercados secundarios y derivados existentes, así como a todos los sistemas de compensación y liquidación de valores. Este proceso de integración vertical deberá permitir aprovechar las indudables economías de escala y de alcance que ofrece la industria de valores en nuestro país, y mejorar así su eficiencia, así como fortalecer su posición competitiva en el escenario internacional.

## **Supervisión bancaria**

Este resumen de lo sucedido el pasado año, tanto en el sistema financiero internacional como en el español, constituye el punto de arranque para la última parte de mi intervención, dedicada a la supervisión bancaria.

Dada la rapidez con la que se producen los cambios en el entorno financiero, la supervisión debe realizar un esfuerzo continuado de mejora y adaptación a esta realidad cambiante. Ello implica adecuarse a sus innovaciones, desarrollos y tendencias, pero implica también

desplegar una mayor atención y sensibilidad a los cambios que se producen en la demanda de la sociedad hacia el sistema financiero y sus supervisores.

En consecuencia, los supervisores debemos contrastar principios, teorías y procedimientos con la realidad de lo que sucede en los sistemas financieros. El último año ha proporcionado, tanto fuera como dentro de nuestras fronteras, casos representativos de fragilidades que no dejan margen para la autocomplacencia y que requieren reflexión y respuestas renovadoras. A estos aspectos dedicaré el resto del discurso.

Me gustaría empezar destacando que ningún impulso renovador que se pretenda emprender en este campo puede plantearse de forma aislada, sino enmarcado en un doble contexto. En primer lugar, el de la coordinación internacional, ya que, en unos mercados tan interrelacionados como los actuales, la estabilidad y comportamiento del sistema tienen dimensión internacional. En segundo lugar, su dimensión multidisciplinar, dado que, como ha puesto de manifiesto la diversidad de problemas que he comentado al tratar el caso ENRON, cada vez resulta más evidente que no cabe esperar que ningún modelo de supervisión bancaria resulte eficiente si no funciona adecuadamente el resto del aparato institucional que sustenta la lógica de la economía de mercado.

Entre estos soportes institucionales quiero destacar dos, que, aunque afectan a todas las empresas, considero de especial importancia para el funcionamiento de las entidades de crédito y para su adecuada supervisión.

El primero de ellos es la necesidad de reforzar la disciplina de mercado para que, a partir de una información pública suficiente, veraz y actualizada, elaborada por las empresas, debidamente verificada por auditores independientes e imparcialmente evaluada por los analistas y las empresas calificadoras, ejerza simultáneamente una acción disuasoria y penalizadora frente a comportamientos imprudentes, inadecuados o simplemente equivocados.

El segundo se refiere a la potenciación del buen gobierno de las entidades. La supervisión bancaria no puede ni debe sustituir a los administradores y altos gestores de las entidades en el desempeño de las funciones ni en la asunción de las responsabilidades que les corresponden. Es lógico, por tanto, que la aportación de los administradores y altos gestores de las entidades bancarias sea fundamental para el logro de sistemas más sólidos, estables y eficientes.

Alcanzar estándares adecuados de buen gobierno contribuye a la buena marcha de las empresas, aumenta la confianza de los mercados y promueve la eficiencia de la economía en



general. Entre los aspectos básicos del buen funcionamiento de las sociedades que deben ser promovidos por los legisladores, los supervisores y, sobre todo, por las propias empresas, hay que señalar la transparencia en la gestión, la veracidad e integridad de la información contable, la protección de los accionistas, el adecuado tratamiento de las situaciones de conflicto de intereses. También resulta fundamental la asunción responsable de sus funciones por el Consejo de Administración, su adecuada composición y reglas de funcionamiento, la garantía de que las decisiones claves se adoptan por los órganos colegiados adecuados, se registran debidamente y se transmiten al mercado con suficiente transparencia, la creación de comisiones de auditoría, remuneraciones o nombramientos con objetivos y criterios de actuación bien definidos para garantizar su eficacia.

Para ser eficaz, la adopción de cualquier código en esta materia debe apoyarse en estructuras y procedimientos adecuados y requiere una elevada participación y dedicación de los miembros del consejo y directivos de la entidad. En concreto, quiero destacar la importancia que para el buen gobierno de las sociedades tiene la creación de una Comisión de Auditoría o de Control, con una composición y dedicación adecuadas en la que tengan mayoría los consejeros sin funciones ejecutivas.

Como complemento a unas buenas estructuras de gobierno, es necesario dotar a las entidades de crédito de una sólida cultura del riesgo que impregne el diseño y funcionamiento de su organización y sus criterios, sistemas y métodos de gestión; que se apoye en procedimientos de control, de fiabilidad debidamente contrastada; que su aplicación sea vigilada por departamentos dotados de suficiente poder y autonomía; y que todo ello sea verificado por los auditores internos y externos y que resulte altamente transparente ante el mercado.

Finalmente, me gustaría destacar la necesidad de que todo tipo de entidades financieras apliquen la diligencia debida al conocimiento de sus clientes y al seguimiento sistemático de sus operaciones, con el objetivo de prevenir, y en, su caso, atajar, no solo el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, sino también cualquier intento de utilizar el sistema financiero con fines ilegales o poco éticos. Más allá de la obligación de acatar y cumplir las leyes que tenemos todas las personas físicas y jurídicas, quiero resaltar que las buenas prácticas en este terreno tienen una importante dimensión supervisora, ya que desempeñan un papel decisivo a la hora de prevenir o atajar riesgos tan graves, como por ejemplo, el reputacional o el legal.

Pese a la indudable importancia de la disciplina del mercado y el buen gobierno de las entidades, estas son complementos de la supervisión bancaria y, por tanto, no pueden sustituirla en el desempeño de su función esencial de "promover el buen funcionamiento y

estabilidad del sistema financiero", que literalmente establece el artículo 7 de nuestra Ley de Autonomía. Sin sobrepasar el contenido de este mandato legal, su adecuado cumplimiento exige, como antes he dicho, que la supervisión bancaria sea capaz de adaptarse a los cambios de su entorno.

Un primer grupo de estos cambios abarca aspectos tales como la innovación financiera, procesos de concentración o internacionalización, esto es, todos los desarrollos presentes en el sistema y sus tendencias, que la supervisión bancaria debe saber captar e interpretar, con el triple fin de incentivar sus aspectos positivos; de eliminar, o al menos minimizar, los que puedan resultar perjudiciales; y de adaptar sus propios procedimientos a las nuevas realidades. Solo de esta forma la supervisión bancaria, respetando al máximo la lógica del sistema y la iniciativa de sus agentes, será capaz de evitar o corregir, con los menores costes posibles, las imperfecciones del mercado, en especial las externalidades que puedan perjudicar a terceros.

El segundo grupo de cambios, no menos importantes, a los que debe adaptarse la supervisión bancaria, se refiere a las exigencias que le plantea la sociedad, de las que quiero destacar dos, que considero especialmente relevantes. La primera consiste en la creciente demanda social de que la supervisión impulse no solo sistemas financieros sólidos, estables y eficientes sino, además, sistemas regidos por códigos de conducta cada vez más estrictos que generen prácticas y comportamientos sometidos a estándares cada vez más elevados. Consecuencias prácticas de esta exigencia son, entre otras, las mejoras en la transparencia, en el gobierno de las sociedades y en el conocimiento de la clientela, que acabo de mencionar.

A partir de estos postulados, y en el marco de coordinación internacional al que antes me he referido, sistemas bancarios tan internacionalizados, interdependientes, liberalizados, dinámicos y complejos como los actuales precisan una regulación cada vez menos intrusiva y más incentivadora, junto con una supervisión cada vez más preventiva. A lograr estos objetivos estamos dedicando, a nivel nacional e internacional, cada vez más recursos.

La relevancia de todos estos temas ha encontrado eco en los trabajos de distintos grupos a nivel internacional, en sus diferentes aspectos contables, de regulación financiera y de estructuras de gobierno de la empresa. Así, podemos citar en el marco de la Unión Europea las acciones previstas en el Plan de Acción de Servicios Financieros, o el trabajo de grupos como el High Level Group of Company Law Experts y, en el ámbito internacional, los trabajos en el seno del International Accounting Standards Board. En nuestro país, la Ley Financiera, que actualmente se está tramitando, adelanta numerosas mejoras, de entre las que me gustaría destacar una que resulta especialmente significativa para la supervisión bancaria: la

posibilidad de considerar como infracción de las normas de ordenación y disciplina el que la solvencia y viabilidad de una entidad de crédito se vea amenazada por deficiencias en su organización administrativa o contable, o en sus procedimientos de control interno, incluidos los relativos a la gestión de sus riesgos.

La metodología denominada Supervisión de la Actividad Bancaria bajo el Enfoque Riesgo en la que el Banco de España viene trabajando, proporciona un marco adecuado para dar respuesta a los retos que los aspectos mencionados anteriormente plantean a la supervisión bancaria española. El Banco de España dedicará más recursos a complementar la supervisión tradicional con la evaluación de los aspectos cualitativos antes mencionados y, entre ellos, los códigos, procedimientos y estructuras de buen gobierno. Los resultados de tal valoración formarán parte de nuestra determinación del perfil de riesgo de cada entidad.

Me gustaría terminar este apartado refiriéndome a la mayor demanda de información y transparencia hacia los supervisores por parte de la sociedad. La obligación de secreto profesional que las normas internacionales y nacionales nos marcan a los supervisores y la necesaria discreción que precisa una supervisión bancaria de carácter constructivo son compatibles con una mayor transparencia de la actuación supervisora, que permita un mejor conocimiento y, por lo tanto, control de cuáles son, en cada momento, sus objetivos prioritarios, los problemas que se le presentan, los procedimientos con los que los afronta, los medios que dedica a ello y las actuaciones en las que se concreta todo lo anterior. A satisfacer esta demanda, que considero plenamente legítima, se encamina la elaboración, que se encuentra muy avanzada, de una Memoria de Supervisión Bancaria que próximamente hará pública el Banco de España y la nueva publicación Revista de Estabilidad Financiera iniciada en septiembre del año pasado y que pretende ser instrumento de difusión y debate sobre estos temas.

En relación con las actividades del Banco de España, el año 2001 hemos continuado avanzando por la senda de futuro que ya trazábamos el año pasado, como un banco central que forma parte del Eurosistema y que tiene encomendadas funciones adicionales de gran importancia. Asimismo, se han iniciado importantes transformaciones en las áreas de gestión de recursos humanos y de tecnología y se han reorganizado las oficinas de Supervisión, Auditoría Interna, Administración y Obras, Emisión y Caja e Intervención General.

En todos estos trabajos, la colaboración prestada por el personal del Banco ha sido excelente. Por ello, me gustaría agradecer al subgobernador y a los directores generales su apoyo y colaboración, y, en nombre de todos, manifestar nuestra profunda gratitud a todo el personal del Banco por su actitud y su trabajo. Especial reconocimiento merecen este año

todos aquellos que, de forma directa o indirecta, han participado en la introducción física del euro, sin su dedicación y esfuerzo, no hubiera sido posible el éxito alcanzado.

Finalmente, quiero expresar mi gratitud a todos los miembros de este Consejo por su inestimable apoyo y colaboración. Sus aportaciones han sido un elemento fundamental para garantizar un proceso de toma de decisiones colegiado y, por tanto, más rico y profundo.