

BANCO DE ESPAÑA

**DISCURSO DE PRESENTACIÓN DEL INFORME ANUAL,  
PRONUNCIADO POR EL GOBERNADOR  
ANTE EL CONSEJO DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA**

MADRID, JUNIO 2003

**DISCURSO DE PRESENTACIÓN DEL INFORME ANUAL,  
PRONUNCIADO POR EL GOBERNADOR, JAIME CARUANA,  
ANTE EL CONSEJO DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA**

MADRID, JUNIO 2003

Depósito legal: M. 28940-2003

Imprenta del Banco de España

Señores Consejeros:

Hace un año, con motivo de la presentación del anterior *Informe anual*, tuve ocasión de destacar la importancia del año 2002 como paso final del proceso de sustitución de la peseta por el euro. Asimismo, se apreciaban entonces algunos de los rasgos que han caracterizado la evolución económica del pasado año: incertidumbre y crisis de confianza provocada por un conjunto amplio de perturbaciones a las que me referiré a lo largo de este discurso.

Posiblemente, esta conjunción de factores sea no tanto resultado del azar, como del hecho de que, en una economía globalizada, perturbaciones que antes podían tener efectos locales pasan ahora a ser transmitidas con rapidez e intensidad al conjunto de la economía mundial. En este entorno exterior adverso, conviene reflexionar sobre las condiciones que debe mantener nuestra economía para continuar con el proceso de convergencia hacia los niveles de renta de los países más avanzados. Como en ocasiones anteriores, comenzaré con un breve resumen del entorno económico internacional.

La economía mundial experimentó en el año 2002 una recuperación modesta, vacilante y desigual en su reparto por áreas. En un ambiente de notable incertidumbre, el crecimiento de las principales economías estuvo por debajo de lo esperado, sobre todo en la zona del euro, pero también en Estados Unidos, mientras que en Japón continuó el estancamiento. Algunas zonas emergentes, como Asia y Europa central y oriental, mostraron un mayor dinamismo, pero en América Latina los resultados económicos fueron muy pobres. Las tasas de inflación se mantuvieron, en general, en torno a niveles reducidos y se agudizaron los desequilibrios comerciales entre las principales áreas.

Parte de la incertidumbre que ha lastrado a la economía mundial estuvo asociada a una situación geopolítica complicada. Desafortunadamente, no es posible decir que todos los factores que han estado lastrando la reactivación internacional están ya superados. El rápido final del conflicto de Irak ha eliminado algunos de los principales

elementos de incertidumbre y ello, junto con el abaratamiento del precio del petróleo y la mejora de las cotizaciones bursátiles, debe contribuir al afianzamiento de un escenario que permita ritmos más vivos de crecimiento, si bien todavía moderados, aunque persisten dudas sobre su vigor en un clima de escasa vitalidad de la inversión privada.

Pero la crisis de confianza que ha aquejado a la economía mundial no fue solo consecuencia de la situación geopolítica. La afloración de una serie de manipulaciones en los estados financieros públicos de algunas grandes empresas, sobre todo en Estados Unidos, alimentó una notable desconfianza sobre la información suministrada a los mercados y puso en tela de juicio no solo las cifras de beneficios de las empresas, sino también lo adecuado de la propia regulación contable y la independencia de los auditores y bancos de inversión. Esta desconfianza, en un ambiente bursátil ya de por sí deprimido por la continuación de la corrección de la burbuja que afectó a los sectores de tecnología y comunicaciones, realimentó la tendencia a la baja en los mercados de acciones, lo que favoreció a los mercados de renta fija. Además, continuaron las crisis en ciertas economías emergentes, en especial en América Latina, que también contribuyeron al clima de escasa predisposición a asumir riesgo por parte de los inversores en los mercados financieros internacionales.

Un rasgo destacable en la evolución reciente de la economía mundial es que las perturbaciones señaladas, cuyo denominador común es su impacto sobre la confianza de los agentes, incidieron sobre todas las economías desarrolladas y algunas de las emergentes de manera casi simultánea, lo que pone de relieve que, en un mundo crecientemente globalizado, los canales de transmisión que discurren a través de las expectativas —y que inciden de manera especialmente destacada en los mercados financieros— son extraordinariamente rápidos. Todas las economías, sobre todo las más desarrolladas, están sometidas al impacto de este tipo de perturbaciones, cuyo origen puede ser muy remoto y cuya relación con los fundamentos de una determinada economía nacional puede parecer lejana.

La pérdida de confianza suscitada a raíz de las perturbaciones mencionadas se vio, a su vez, potenciada por una serie de desequilibrios arraigados en la economía mundial, que no se han corregido o incluso se han agravado, entre los que cabe destacar el déficit de la balanza corriente norteamericana y la persistente deflación en Japón. Estas debilidades subyacentes realimentaron la incertidumbre y el clima de desconfianza en diversos segmentos de la economía mundial, todo lo cual contribuyó también a frenar y posponer el inicio de la recuperación.

Dentro de este clima de estrecha interacción entre las diversas economías nacionales, cabe destacar la elevada dependencia del resto del mundo respecto de la

economía norteamericana, que resultó mayor de lo esperado, a pesar de que los resultados económicos en Estados Unidos no fueron particularmente boyantes. La constatación de esta dependencia suscita cierta inquietud, por ser los Estados Unidos, al mismo tiempo, la fuente de crecimiento principal para el resto del mundo y el principal captador de ahorro en el mercado internacional de capitales, una situación que resulta difícilmente sostenible a medio y largo plazo. Además, el desequilibrio entre ahorro e inversión en los Estados Unidos se ha visto reforzado recientemente por el sesgo claramente expansivo adquirido por las políticas monetarias y, sobre todo, fiscales.

En estas circunstancias, una corrección rápida del déficit exterior norteamericano, aunque sin duda deseable a medio y largo plazo, podría afectar muy negativamente en el corto plazo a numerosas economías del resto del mundo, al suponer una contracción de la demanda exterior en estas últimas, en unos momentos en que sus ritmos de actividad son bastante reducidos. Una enseñanza derivada de esta compleja situación es que, cuando los desequilibrios económicos internacionales se agrandan y llegan demasiado lejos, existe el riesgo de que su corrección se produzca en el momento menos oportuno y con costes significativos en términos de crecimiento y bienestar.

Durante el pasado año, las principales economías se adaptaron de manera muy distinta a las perturbaciones mencionadas. Así, Estados Unidos se benefició de la flexibilidad de su economía, que permitió una adaptación mejor y más rápida a un entorno más exigente, al tiempo que las políticas adquirieron un tono inequívocamente expansivo. La economía japonesa, en cambio, no dispuso ni de flexibilidad de adaptación, por las numerosas rigideces que la atenazan, ni de capacidad de estímulo por el lado de las políticas de demanda, cuyo margen de actuación se agotó, en lo sustancial, hace tiempo. Finalmente, la economía de la zona euro, aquejada también de rigideces estructurales, se mostró escasamente flexible, en tanto que el margen de maniobra de las políticas fiscales fue directamente proporcional, en cada país, a los esfuerzos de consolidación realizados en la anterior fase expansiva, siendo el margen mayor en el caso de la política monetaria única.

Por todo ello, la experiencia de estos últimos años muestra lo esencial que resulta aprovechar las fases expansivas del ciclo para acrecentar la flexibilidad de las economías, a fin de absorber más fácilmente el impacto de perturbaciones de carácter adverso y, por otra parte, para permitir que las políticas económicas cuenten con márgenes de maniobra suficientes en las fases contractivas. En este contexto, es sumamente importante que las políticas macro-prudenciales se mantengan especialmente vigilantes y reaccionen con prontitud y decisión ante posibles síntomas de debilidad en las parcelas del sistema financiero bajo su supervisión.

A raíz de las crisis habidas en los últimos años, un número cada vez mayor de economías emergentes llevó a cabo reformas estructurales tendentes a dotarlas de mayor flexibilidad con diverso grado de ambición y éxito. No obstante, estas mejoras no han impedido que hayan continuado las crisis en algunos de estos países, que en 2002 afectaron de manera particularmente virulenta a América Latina. En los últimos meses de 2002 y primeros de 2003, tanto las perspectivas económicas como la evolución de las variables financieras en América Latina han mejorado perceptiblemente, sobre todo a raíz de la evolución positiva observada en Brasil y Argentina.

Las crisis recientes han puesto de manifiesto deficiencias profundas en el entramado legal e institucional de dichos países. Ello ha llevado a poner el énfasis, no solo en la necesidad de mantener unas políticas favorecedoras de la estabilidad monetaria, financiera y fiscal, sino también en lo importante que resulta contar con un marco institucional que respete los derechos de propiedad y promueva la iniciativa privada, para favorecer los procesos de crecimiento de estos países.

Factores de naturaleza más global también han desempeñado un papel destacado en las crisis recientes, relacionados con una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, lo que ha inducido un retraimiento de los flujos de capitales canalizados hacia alguna de estas economías emergentes. Los mercados internacionales han tendido, no obstante, a ser más selectivos, de manera que se han producido menos episodios de contagio de las crisis de unos países sobre otros, aunque no puede decirse que el contagio haya desaparecido totalmente.

La recurrencia de estas crisis ha llevado a una reflexión sobre la llamada «arquitectura» del sistema financiero internacional, sobre la cual se han propuesto numerosas reformas y se han adoptado algunas, que en general se encuentran en una fase incipiente de aplicación. Queda, no obstante, mucho camino por recorrer en este ámbito, aunque resulta esperanzadora la aceptación de las emisiones de bonos soberanos, incorporando las denominadas cláusulas de acción colectiva, realizadas por Méjico, Brasil y Uruguay.

### *La zona del euro*

En un contexto internacional, como el descrito, de moderada expansión de la economía mundial y de una elevada tensión geopolítica, la zona del euro mostró en el año 2002 un ritmo de crecimiento marcadamente débil, de apenas un 0,8%, muy inferior al que se esperaba a finales del año anterior. Un comportamiento que ha

puesto de manifiesto la elevada exposición de la UEM a las perturbaciones globales y el lastre que suponen las deficiencias estructurales que todavía aquejan al área.

No obstante, aunque el dinamismo económico se ha reducido de modo generalizado, se han registrado notables diferencias en el crecimiento de los distintos Estados miembros. En particular, de los cuatro países más grandes del área, solo la economía española ha mantenido un moderado dinamismo en este entorno desfavorable, mientras que la de mayor tamaño, Alemania, ha experimentado un deterioro particularmente acusado. De este modo, aunque durante la última década se ha observado una sincronía elevada y creciente, esta todavía se encuentra por debajo de la que debe existir en un área económica completamente integrada. La persistencia de divergencias subraya la necesidad de perfeccionar el mercado único y reafirma el papel que corresponde a las políticas nacionales a la hora de asegurar el adecuado funcionamiento de cada una de las economías.

Es importante, asimismo, señalar que el escaso crecimiento de la UEM en 2002 se ha basado, en su mayor parte, en la contribución del sector exterior, de modo que las perturbaciones que ha sufrido la economía europea han incidido, especialmente, sobre la demanda interna, que mostró una considerable atonía a lo largo del año; un rasgo que puede lastrear el crecimiento futuro, una vez que el euro ha superado su pasada etapa de debilidad y se ha apreciado considerablemente frente el dólar.

En todo caso, el empeoramiento de las perspectivas sobre el empleo y el deterioro de la riqueza financiera favorecieron el aumento de la tasa de ahorro de las familias, reduciendo, en consecuencia, su propensión al consumo. El escaso vigor del gasto afectó, lógicamente, a los planes de inversión, que, a su vez, se vieron desalentados por la caída de las cotizaciones bursátiles, la reestructuración de los balances de las empresas más endeudadas y el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito por parte de las entidades en algunos países.

La limitada capacidad de ajuste de la economía europea se manifestó en la relativa insensibilidad de los salarios nominales a la desaceleración económica, lo que perjudicó la creación de empleo, sobre todo en la última parte del año. Esta falta de flexibilidad también dificultó, junto a las rigideces que existen en la formación de precios de los sectores menos expuestos a la competencia, la moderación de las tasas de inflación, condicionando, de este modo, las decisiones de política monetaria del Banco Central Europeo.

Resulta llamativa la pérdida de vigor del proceso de reformas que se ha producido en 2002, si se tiene en cuenta que la economía europea se encuentra aún lejos



de alcanzar los objetivos establecidos en materia de flexibilización e integración de los mercados de bienes y de factores, y de fomento de la innovación y de la incorporación de las nuevas tecnologías a los procesos productivos.

En general, las políticas de demanda contribuyeron a moderar el alcance de la desaceleración, aunque a lo largo del pasado año se pusieron de manifiesto las limitaciones con que estas políticas pueden tropezar. En particular, la insuficiente consolidación de las finanzas públicas en algunos países en la anterior etapa expansiva ha dañado sensiblemente la capacidad estabilizadora de la política fiscal en la actual fase cíclica. De este modo, bastantes países tuvieron que limitar la actuación de los estabilizadores automáticos y algunos llegaron a incurrir en déficit públicos por encima del 3% del PIB, lo que supuso el inicio de los correspondientes procedimientos de déficit excesivo. Aunque es evidente que la evolución económica desfavorable está poniendo a prueba los mecanismos de vigilancia multilateral de las políticas presupuestarias, el informe elaborado por el ECOFIN, a partir de una propuesta de la Comisión, que ha suscrito recientemente el Consejo Europeo, ha contribuido a reforzar la necesaria vigencia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y a clarificar su aplicación.

La política monetaria única, por su parte, también ha reaccionado a la fase de desaceleración cíclica, manteniendo unas condiciones propicias para el desarrollo de la actividad económica, al tiempo que afianzaba la credibilidad de su compromiso con la estabilidad de precios. Sin embargo, la permanencia de presiones inflacionistas, en parte ligadas a las rigideces señaladas en los mecanismos de formación de precios y salarios, ha limitado, lógicamente, el alcance de la relajación efectuada del tono de la política monetaria. En todo caso, el tipo de interés principal del BCE se sitúa hoy en el 2 %, 125 puntos básicos por debajo del vigente hace un año, lo que constituye una actuación ajustada al debilitamiento de la actividad económica y a la mejora observada en las perspectivas sobre la evolución de la tasa de inflación en el período transcurrido, facilitada por la sensible apreciación del tipo de cambio del euro.

El entorno económico ha experimentado un alivio sensible en los últimos meses como consecuencia de la rápida resolución del conflicto bélico de Irak y, en particular, de su impacto favorable sobre los precios del petróleo y las cotizaciones en los mercados bursátiles. No obstante, la incertidumbre sobre la capacidad de la economía europea para iniciar pronto una senda de recuperación sostenida no se ha disipado suficientemente. En particular, la vacilante evolución de la economía norteamericana, el agravamiento de sus déficit exterior y público, el mantenimiento de algunas incógnitas sobre la situación política internacional y la volatilidad actual de los

mercados financieros y cambiarios pueden afectar a las perspectivas de crecimiento de la economía europea, dada su dependencia del entorno exterior. Junto a estos factores, existen otros, más específicos del área —como la debilidad de la inversión empresarial, las dudas acerca del alcance de las repercusiones de la crisis bursátil sobre la demanda, y la persistente debilidad de algunas de las grandes economías integrantes—, que podrían retrasar la esperada aceleración de la actividad en la zona del euro, que, con toda probabilidad, crecerá en 2003 por debajo de su ritmo potencial por tercer año consecutivo.

En el plano institucional, durante el año 2003 se han producido hechos de elevada significación para el proceso de construcción europea. La firma del Tratado de Adhesión a la UE de diez nuevos países, que tuvo lugar el pasado mes de abril y que será efectiva en mayo de 2004, supone el inicio de una etapa de transformaciones profundas que plantean importantes retos para la competitividad y la cohesión del área y para el reforzamiento de la eficacia de las instituciones europeas. En esta línea, en las próximas semanas la Convención Europea tiene previsto anunciar su propuesta de redacción del futuro Tratado Constitucional Europeo, que deberá ser acordado en la Conferencia Intergubernamental que se convoque en 2004. En el terreno de la política monetaria de la Unión, el Consejo de Gobierno del BCE ha recomendado recientemente, con el fin de adaptar los esquemas de funcionamiento de la UEM a la posible entrada de nuevos miembros, una modificación de los procedimientos de votación de su Consejo de Gobierno, de acuerdo con las disposiciones del Tratado de Niza. La recomendación propuesta fue aprobada por el Consejo Europeo de 21 de marzo de 2003 e introduce un sistema de rotación por el que el número de gobernadores con derecho a voto en cada momento se limita a quince, divididos en tres grupos, según su frecuencia de votación. Sin entrar en los detalles de la fórmula aprobada, sí me gustaría destacar que los criterios de representatividad utilizados en la determinación de los derechos de voto de cada miembro del Consejo permiten que el Gobernador del Banco de España se encuentre dentro del primer grupo de gobernadores que tendrán la facultad de votar en el Consejo de Gobierno del BCE de forma más frecuente, en igualdad de condiciones con Alemania, Francia e Italia.

### *La economía española*

La nota más destacada de la evolución de la economía española, en el contexto externo adverso que ha caracterizado el período analizado en el *Informe anual*, fue la notable capacidad que mostró para mantener un ritmo de crecimiento comparativamente elevado, del 2%, y seguir generando empleo, variable que aumentó un

1,3%. De este forma, un año más, se siguió avanzando en la convergencia real con los niveles medios de producto *per capita* de la Unión Monetaria.

Este comportamiento ha venido a confirmar un nuevo patrón de reacción de la economía española durante las fases de debilidad cíclica, situaciones que en el pasado solían dar lugar a ajustes bruscos de la actividad y del empleo, tras la previa acumulación de fuertes desequilibrios. Este cambio de comportamiento de la economía está relacionado, en parte, con la persistencia de los efectos expansivos que se han derivado de la incorporación de España a la Unión Monetaria, en términos de bajadas sustanciales de tipos de interés y de un recorte significativo de las expectativas de inflación. Pero, sobre todo, la mayor capacidad de resistencia de la economía española frente a la desaceleración exterior se ha debido al régimen de estabilidad macroeconómica en el que ahora se desenvuelve y a las reformas estructurales emprendidas.

En particular, quiero subrayar los efectos beneficiosos derivados de la política fiscal, que ha permitido no poner en peligro el equilibrio en las cuentas públicas en la fase descendente del ciclo. Por otra parte, son también destacables las mejoras en el funcionamiento del mercado de trabajo, que, unidas al avance moderado de los salarios reales, han seguido propiciando una elevada generación de empleo. Este ha sido uno de los rasgos más positivos de la evolución económica reciente, que ha dado solidez a las decisiones de gasto de los agentes y ha sustentado el proceso de convergencia real, principalmente a través del aumento de la tasa de ocupación.

La composición del crecimiento observado en 2002 ha sido una prolongación de las tendencias que ya eran visibles en 2001, y se ha basado en la fortaleza del gasto de los hogares y en el impulso a la construcción de infraestructuras. Como se explica con detalle en el *Informe anual*, frente a la significativa desaceleración experimentada por las exportaciones y al retroceso de la inversión en equipo, el consumo de los hogares creció a un ritmo cercano al 2% en 2002. Este crecimiento estuvo apoyado en el avance de la renta disponible, al que contribuyeron, a su vez, el juego de transferencias netas de las AAPP hacia los hogares y el aumento del empleo. Además, la revalorización del patrimonio inmobiliario de las familias —al que me referiré más adelante— también ayudó a mantener el consumo, compensando las pérdidas de riqueza financiera, ocasionadas por los fuertes descensos bursátiles.

La adquisición de viviendas, el otro componente del gasto de los hogares, ha crecido en los dos últimos años a tasas inferiores a las observadas hasta el año 2000. En el período más reciente, este componente del gasto ha recibido influencias contrapuestas: por una parte, los aumentos de precios experimentados por estos activos

han podido desalentar a los demandantes de vivienda habitual; pero, por otra parte, el hecho de que la rentabilidad de la inversión residencial se haya mantenido muy por encima de la que proporcionaban otras formas de colocación de riqueza —y, en particular, los activos financieros— ha fomentado su adquisición. En cualquier caso, la inversión en vivienda ha seguido sosteniendo el avance de la construcción, al que también han contribuido —y con fuerza— las inversiones en infraestructuras, tanto las ejecutadas por las Administraciones Públicas como por sociedades no financieras relacionadas con ellas.

Aunque este patrón de crecimiento, centrado en el consumo y en la construcción, ha proporcionado un soporte adecuado al progreso de la convergencia real, es probable que algunos de los elementos en los que se ha fundamentado no tengan continuidad en el futuro. En particular, cabe esperar una pérdida de intensidad de los efectos expansivos del importante descenso de los tipos de interés y de la revalorización inmobiliaria, factores ambos en los que, junto con el empleo, se ha apoyado el dinamismo del gasto de las familias. Además, el hecho de que en el pasado los hogares hayan expandido su gasto y reducido su ahorro —aumentando simultáneamente su endeudamiento, como comentaré más adelante— hace previsible y deseable un comportamiento más moderado en el futuro, orientado hacia una recomposición de su tasa de ahorro, como de hecho ha empezado ya a observarse en el año 2002.

En el terreno de la formación bruta de capital, la inversión en infraestructuras ha desempeñado el principal papel en la ampliación del *stock* del capital productivo de la economía, adquiriendo un protagonismo que no puede prolongarse indefinidamente, por lo que cobra especial importancia la superación del estancamiento que ha sufrido la inversión empresarial y, en particular, el gasto en bienes de equipo, en los últimos años, dificultando las ganancias de productividad y la incorporación de innovaciones tecnológicas. En principio, las condiciones de elevada rentabilidad ordinaria de las empresas y de bajos costes financieros son propicias para la recuperación del dinamismo inversor, conforme se vayan clarificando las expectativas.

Por su parte, en el frente de los precios, algunos factores transitorios, como la puesta en circulación física del euro y el encarecimiento del petróleo, alentaron, en el contexto de un crecimiento relativamente sostenido de la demanda de consumo, aumentos de precios internos, dando lugar a un repunte de la tasa de inflación, que finalizó el año 2002 en tasas del 4%. Este aumento de la inflación ha revertido ya en parte, gracias a la mejoría observada en los últimos meses, que ha permitido recortar dicha tasa en torno a un punto porcentual. No obstante, el episodio alcista del año pasado se transmitió parcialmente a los salarios, poniendo de manifiesto la importan-

cia de reforzar las bases de la moderación salarial. De hecho, el diferencial de inflación con la UEM, a pesar de la reciente reducción, ha seguido mostrando cierta persistencia, lo que puede suponer un peligro para la evolución futura de la competitividad.

En la formación de precios, resultan asimismo preocupantes las diferencias que siguen observándose en la evolución de los márgenes empresariales, según se trate de sectores expuestos o no a la competencia. En los primeros, principalmente los dedicados a la exportación, los precios han experimentado tasas de variación prácticamente nulas desde hace más de un año, reflejo del esfuerzo que deben realizar las empresas exportadoras para competir en unos mercados que atraviesan una situación particularmente delicada. Paralelamente, otros sectores, menos abiertos a la competencia, siguen registrando ampliaciones considerables en sus márgenes de explotación.

La resistencia mostrada por la economía española frente al adverso contexto exterior durante el año 2002 tiende a abrir mejores perspectivas para la evolución a corto y medio plazo, puesto que ello la ha colocado en una buena situación de partida para secundar un crecimiento más dinámico a medida que vaya mejorando el clima internacional. Sin embargo, los impulsos expansivos que se han derivado de la entrada en la Unión Monetaria tenderán a contar cada vez menos, mientras que la economía tendrá que abordar nuevos retos derivados de la mayor competencia que provocará la ampliación de la UE.

En consecuencia, el patrón de crecimiento no podrá descansar tanto en el consumo y en la construcción, sino que deberá fundamentarse en mayor medida en la inversión y en las exportaciones, lo que implica que el dinamismo dependerá, especialmente, de su competitividad y rentabilidad. Las políticas económicas nacionales deberán encaminarse, por tanto, a fortalecer esos resortes, promoviendo la estabilidad macroeconómica, la rentabilidad empresarial y la competitividad del sistema productivo.

Como ya he señalado, la política presupuestaria ha contribuido a la estabilidad interna mediante la consolidación fiscal y el control del déficit público. Si en el futuro persistiesen —en un marco en el que las condiciones monetarias europeas seguirán siendo relativamente holgadas para los requerimientos de la economía española— presiones de demanda que contribuyeran a sostener un diferencial de inflación no justificado por el proceso de convergencia real, podría ser conveniente avanzar hacia una situación de superávit presupuestario. Ello ayudaría, además, a afrontar los problemas de sostenibilidad a largo plazo del sistema de pensiones.

El mantenimiento de la competitividad, que es uno de los principales retos a largo plazo, requiere la continuidad de la moderación salarial y la generación de ganancias más elevadas de productividad. Para ello es preciso introducir algunos cambios en el sistema de negociación colectiva para que sus resultados guarden una mayor relación con la situación concreta de las empresas. También es necesario profundizar en los estímulos a la contratación estable de trabajadores, reduciendo la segmentación y la dualidad que impone la todavía elevada tasa de temporalidad, a pesar de que se ha venido reduciendo en los últimos años. En este sentido, las reformas de las modalidades de contratación que se han realizado en el pasado han ido en la dirección adecuada, al reducir las diferencias de costes entre ambos tipos de contrato.

Por su parte, la intensificación de la inversión en bienes de equipo y el establecimiento de unas condiciones propicias para la incorporación de los avances tecnológicos, especialmente los vinculados a la información y las comunicaciones, son factores necesarios para impulsar las ganancias de productividad en la economía. No obstante, como ha puesto de manifiesto la experiencia de otros países —y, en particular, la de Estados Unidos—, para que se obtengan todos los beneficios potenciales de la incorporación de nuevas tecnologías a través de la inversión es necesario también establecer un funcionamiento de la economía más flexible, profundizando en el programa de reformas estructurales y liberalizadoras, y en el diseño de un marco regulatorio apropiado.

No debe pensarse que las reformas estructurales dirigidas a favorecer la flexibilidad, la innovación, la formación del capital humano y la competitividad solo tienen efectos a medio y largo plazo. La historia reciente de la economía española ilustra la relativa rapidez con que se han hecho visibles sus efectos, cuando se han aplicado con perseverancia y coherencia, ya que modifican las expectativas de los agentes, que pasan a incorporar en sus comportamientos el nuevo marco con bastante inmediatez.

Todo ello cobra especial relevancia ante los retos que plantea la ampliación de la UE. Las similitudes en la especialización productiva de nuestra economía y la de los países en vías de acceso, unidas a los reducidos costes y elevado grado de formación de su mano de obra, plantean un reto a la economía española, que tiene que afrontar una difícil competencia en aquellos sectores en los que España se encuentra más especializada. Será necesario reforzar la capacidad competitiva de la estructura productiva española mediante estrategias de diferenciación de productos y de aumentos de la calidad y mejorando la dotación de capital tecnológico y humano, y desarrollando los sectores tecnológicamente más avanzados. Pero también será ne-

cesario que las empresas españolas pongan en marcha estrategias que les permitan aprovechar las oportunidades de la ampliación, incrementar su presencia en las nuevas áreas del mercado único, orientando, también hacia allí, sus esfuerzos de inversión directa en el exterior.

### *Aspectos financieros de la economía española*

Algunos rasgos financieros de la evolución reciente de la economía española revisten particular relevancia. Como ya he dicho, las condiciones monetarias y financieras continuaron siendo holgadas en la economía española y, en consonancia con ello, la financiación recibida por las familias y las empresas creció el pasado año en torno al 14%. Este aumento, muy superior al promedio de los registrados en los países de la UEM, se tradujo en un nuevo avance de las *ratios* de endeudamiento del sector, que, en unos pocos años, han alcanzado los niveles medios del área del euro.

Es importante destacar que el recurso continuado de las sociedades y, sobre todo, de los hogares españoles al endeudamiento, con objeto de financiar niveles más elevados de inversión y de consumo, refleja principalmente el impacto favorable sobre las expectativas de los agentes del nuevo entorno de estabilidad macroeconómica, que permite un mayor crecimiento sostenible de las rentas y del empleo.

Una de las implicaciones más claras de la evolución reciente de los flujos financieros de la economía española ha sido la contribución que han prestado a limitar el alcance de la reciente fase de desaceleración cíclica de la economía española, al favorecer que el sector privado haya podido mantener el dinamismo del gasto sobre la base, no solo de sus ingresos corrientes, sino también de sus expectativas de renta futura.

Además, la trayectoria descendente que ha caracterizado el comportamiento de los tipos de interés en los últimos años, y que se mantuvo en 2002, ha posibilitado que el paulatino crecimiento de los pasivos de las empresas y las familias españolas haya venido acompañado de un avance menos acusado de la carga financiera asociada a esas deudas. En relación con la renta del sector, dicha carga tendió a estabilizarse el pasado año en torno a niveles que cabe calificar de normales, en términos de comparación internacional.

No puede descartarse, sin embargo, que los volúmenes de deuda acumulados pudieran llegar a afectar en el futuro al ritmo de la recuperación económica, dado que limitan el margen disponible para que las empresas y las familias puedan conti-

nuar incrementando su recurso a la financiación ajena. Por ello, es deseable que se modere el ritmo de crecimiento de la deuda, de manera que las decisiones de gasto del sector tiendan a estar más alineadas con la evolución de las rentas corrientes, preservándose así la solidez de la posición patrimonial de las sociedades y los hogares españoles. Debe tenerse en cuenta, además, que las mayores cotas de endeudamiento alcanzadas han tendido también a incrementar la sensibilidad de las decisiones de gasto de los agentes a la evolución de las variables que determinan el coste efectivo de la financiación.

En el caso de los hogares, la mayor parte de la financiación recibida ha tenido como destino la adquisición de viviendas, principal componente de la riqueza de las familias, lo que ha fortalecido la inversión residencial y propiciado un rápido crecimiento en el precio de los activos inmobiliarios.

Un breve repaso del comportamiento que han mostrado en el pasado las variables habitualmente consideradas como los determinantes básicos del precio de este activo real ayuda a comprender mejor su trayectoria reciente. Así, la evolución de la pirámide poblacional, el aumento de la inmigración, el crecimiento de la demanda de segundas residencias por parte de residentes y no residentes, y, sobre todo, el continuado crecimiento de la renta y el pronunciado descenso de los tipos de interés, son factores que contribuyen a explicar el crecimiento tendencial del precio relativo de la vivienda en España. Adicionalmente, la desfavorable evolución de las cotizaciones bursátiles en los últimos tres años ha incrementado el atractivo de oportunidades alternativas de inversión, como las que ofrecen los activos reales.

Ahora bien, en un mercado como el inmobiliario, en el que, por su propia naturaleza, la oferta tiende a ajustarse de una manera relativamente lenta, presiones de demanda, como las que se derivan de los factores señalados, pueden provocar reacciones excesivas de los precios, que tienden a corregirse con posterioridad. Esta parece ser la situación actual en nuestro país, en donde, incluso con un significativo incremento del ritmo de viviendas producidas, el valor de los inmuebles podría haber sobrepasado los niveles coherentes con la trayectoria de sus determinantes. En tal situación, resulta probable y deseable que las tasas de crecimiento del precio de la vivienda comiencen a reconducirse de una manera progresiva y ordenada hacia registros más acordes con la evolución de sus fundamentos.

Esta reconducción, que debería discurrir en paralelo con una paulatina moderación de la apelación a la financiación crediticia por parte de las familias y de las sociedades más directamente involucradas en el negocio inmobiliario, impediría que el precio de la vivienda acabara alejándose excesivamente de su valor de equilibrio y



reduciría, por tanto, la probabilidad de que terminasen produciéndose ajustes más bruscos en un mercado tan influyente en el funcionamiento global de la economía. El mejor funcionamiento de los complejos mercados de suelo y vivienda requerirían al menos dos bloques de actuaciones. De una parte, las dirigidas a incidir en los determinantes del precio de la vivienda; y, en particular, sobre las regulaciones y prácticas que restringen la oferta de suelo. De otra, las dirigidas a corregir las distorsiones que determinan el marcado sesgo que en el mercado español presenta la vivienda en propiedad frente a la de alquiler.

Por lo que respecta al sistema financiero, el año 2002 fue, de nuevo, un año especialmente complicado. A los habituales impactos de todo proceso de desaceleración económica, y de corrección de los excesos acumulados en la fase alcista del ciclo, se les han unido otros elementos, como los mencionados fallos empresariales y contables, de carácter estructural, y que han puesto en duda los mismos cimientos institucionales de los mercados. Esta crisis de confianza fue extraordinaria, sobre todo, por las dudas que ha arrojado sobre elementos tan básicos como la contabilización de operaciones en empresas cotizadas, la corrección de la información suministrada a los inversores, los conflictos de interés tanto dentro de las empresas como entre estos y sus principales agentes financieros o sus empresas de auditoría, o los mecanismos más elementales de la gobernanza empresarial.

Dentro de este panorama complejo, dos elementos positivos deben ser destacados. En primer lugar, un elemento altamente positivo de la evolución reciente de la economía mundial, que ya tuve oportunidad de destacar en el discurso que acompañó la presentación del *Informe anual* del año pasado, es la resistencia mostrada, en general, por el sistema financiero en los países industriales, que ha limitado los efectos negativos sobre el sector real de las perturbaciones adversas. Esta resistencia se mantuvo en el año 2002, aunque comienzan a detectarse signos de que la sucesión de perturbaciones y la pertinacia de algunos desequilibrios podrían haber ido erosionando la solidez de ciertos segmentos del sistema financiero global en algunos países. Esta capacidad de resistencia no hubiera existido de no ser tanto por las mejoras en la gestión del riesgo introducidas en los últimos años como por los márgenes de manobra que se habían acumulado en los más favorables años de la expansión. En segundo lugar, la reacción de las Administraciones Públicas, en su triple aspecto de poder ejecutivo (incluyendo aquí los diversos supervisores), legislativo y judicial, ha sido expeditiva y ha permitido corregir muchas de las deficiencias en los fundamentos del mercado que se habían puesto de manifiesto con la crisis. Iniciativas tales como la Sarbanes-Oxley Act de los Estados Unidos, o las modificaciones que introduce en nuestro país la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, el impulso a la convergencia internacional en materia contable entre Europa y los Estados Unidos,

sobre la base de primar los principios más que las reglas detalladas, el refuerzo de la supervisión de los auditores, el renovado impulso a las mejoras en el Gobierno Corporativo, etc., han permitido un cierto avance en la mejora de la confianza.

En este incierto panorama, las entidades de depósito españolas mostraron los mismos rasgos de resistencia, junto con mayores fortalezas en áreas como la contabilidad, los recursos propios o las provisiones. Esto, unido al diferencial de crecimiento del que todavía goza la economía española, ha permitido a las entidades españolas sortear las dificultades del año 2002 con un limitado impacto sobre los beneficios, y ello a pesar de las dificultades en los mercados latinoamericanos. A su vez, los niveles de morosidad en el mercado interior, históricamente bajos, a pesar de la fuerte expansión del crédito en los últimos años y la fortaleza de los recursos propios, permiten afirmar que, por el lado financiero, no se han planteado restricciones al proceso de recuperación económica.

En este contexto, la superación de una coyuntura financiera internacional compleja pone de manifiesto la importancia de que las entidades continúen sus esfuerzos por mejorar la eficiencia y solvencia de nuestro sistema. Es necesario que refuercen el rigor en los procesos de análisis, concesión y seguimiento de las operaciones de crédito y que agilicen los procedimientos de recobro. La elevada competencia existente en el sector bancario español, con los consiguientes beneficios en términos de eficiencia para los clientes de activo y pasivo, unida a un entorno de tipos de interés históricamente bajos, va a demandar de las entidades un importante esfuerzo de racionalización de costes, con el objetivo de aumentar la eficiencia.

Los retos de la coyuntura cíclica no deben llevar a olvidar otros retos de carácter más estructural y de medio plazo que afectan a las instituciones financieras y, en concreto, a bancos, cajas y cooperativas. Entre estos destacan, por sus profundas implicaciones sobre la práctica del negocio bancario, el nuevo acuerdo sobre adecuación del capital y la implantación de las normas internacionales de contabilidad (IAS).

En relación con ambos retos, conviene recordar que estas novedades regulatorias van más allá de una mera alteración de leyes, decretos o circulares del Banco de España. Representan auténticas innovaciones, que afectarán no solo a la rúbrica del capital o a los estados contables, sino también a las estrategias de negocio, a la gestión de riesgos, etc.

Tomemos, por ejemplo, el tema de transparencia, tanto en Basilea II como en las IAS. No se trata solo de revelar al mercado una información determinada. Las

exigencias en esta materia representan una revisión profunda de la forma de elaborar la información financiera, que va a afectar no solo a los estados contables, sino, además, a los esquemas decisorios de la empresa bancaria, revisión que indudablemente conllevará la modificación de los sistemas de captura de la información, tanto cuantitativa como cualitativa.

Se requiere, por tanto, preparar a la organización bancaria para las consecuencias que tendrá el mayor escrutinio público sobre la forma de hacer negocio. Esto supone no solo dar más información, sino también explicar la toma de decisiones y afrontar las consecuencias que esa mayor transparencia puede tener sobre las relaciones de los gestores con los inversores actuales y potenciales, analistas, depositantes, agencias de calificación crediticia, auditores, y también con los supervisores.

En el caso de las IAS, aunque el Banco de España, como supervisor con intereses legítimos sobre la contabilidad bancaria, va a continuar ejerciendo un papel activo en la configuración de la normativa contable aplicable a las entidades de crédito, es imprescindible que las entidades asuman los cambios cualitativos que impone este nuevo entorno contable. En concreto, el mundo contable de las IAS impone una mayor responsabilidad, lógico resultado de su flexibilidad, sobre los gestores bancarios, algo que contrasta con el estado actual, donde la precisión de la norma contable limita en gran medida la discrecionalidad.

En cuanto a las opciones más avanzadas de Basilea II (como los sistemas internos de calificación crediticia), existe a veces una visión excesivamente mecanicista de lo que supone. No se trata de una fórmula más compleja para computar el requerimiento de capital. Lo que los enfoques más avanzados de Basilea exigen, y reconocen, son sistemas internos más sofisticados de gestión de los riesgos. Por tanto, y como la propia palabra «gestión» indica, deben ser sistemas efectivamente utilizados e integrados en el análisis y toma de decisiones diaria de la entidad a todos los niveles.

Los requerimientos de capital calculados de un modo más sofisticado, e incentivador de mejores técnicas de gestión del riesgo, deben fundamentarse en una política de recursos propios adecuada. No basta con tener un volumen global de capital suficiente, e incluso holgado: debe existir una estrategia de recursos propios, que tenga en cuenta elementos como la permanencia y calidad de los recursos propios, la capacidad de acceso al mercado y el equilibrio entre la remuneración al accionista y la capitalización de la entidad. Con excesiva frecuencia se acude a fórmulas de aumento de recursos propios mediante uso de financiaciones subordinadas o instrumentos híbridos para financiar expansiones del negocio, mientras que al tiempo se

modera la acumulación de reservas provenientes de beneficios no distribuidos. Es imprescindible que las entidades valoren las decisiones sobre nivel y composición del capital desde una perspectiva estratégica y de medio plazo.

No podemos abandonar esta reflexión sobre los retos que deben afrontar las entidades de crédito sin abordar el buen gobierno de las entidades de crédito, área en la que el Banco de España tiene un especial interés por considerar que es la base en la que se debe asentar una buena gestión de riesgos y a la que está dedicando recursos y esfuerzos adicionales. Lejos de ser una moda pasajera, la mejora de la gobernanza empresarial debe ser un área de atención prioritaria por parte de las entidades. No solo por los elementos habitualmente citados, sino también porque el nuevo entorno de transparencia asociado a las IAS y a Basilea II va a implicar, simultáneamente, un mayor escrutinio del mercado, una mayor capacidad de acción de los gestores bancarios y, en suma, una agudización de la responsabilidad de los mismos.

Señores Consejeros, permítanme que mis últimas reflexiones vayan dirigidas a los propios cambios internos del Banco de España, capítulo en el que el año 2002 también ha sido importante, por las reformas iniciadas, que deberán continuar en los próximos ejercicios. El pasado año, el Banco de España afrontó, con éxito, el reto logístico que ha supuesto el canje de pesetas por euros, que, aunque perdiendo intensidad, se ha prolongado a este año. Me gustaría reiterar el agradecimiento al personal del Banco de España por su esfuerzo y dedicación, que han estado a la altura de la importancia histórica de este acontecimiento.

Asimismo, el pasado año se inició un ambicioso proyecto de reestructuración de nuestra red de sucursales, ubicadas en todas las capitales de provincia de nuestro país. Esta reestructuración supone reconocer una realidad ya existente, y es que buena parte de los servicios que prestan las sucursales, principalmente por las nuevas tecnologías, no requieren presencia física, y los que requieren presencia física pueden organizarse de manera más eficiente en torno a un grupo más reducido de centros logísticos mejor dotados. La reestructuración supone el cierre progresivo y negociado con la representación de los trabajadores de 30 sucursales en tres años, habiéndose ya cerrado las diez primeras, al tiempo que se mejora la dotación de las que permanecen.

Con esta reestructuración, que avanza en la necesaria reorganización del Banco para adaptarnos mejor a nuestras responsabilidades y retos futuros, se ha tratado de encontrar un equilibrio entre la necesidad de eficiencia en la gestión de intereses públicos y la conveniente presencia institucional en el ámbito regional del Banco de

España. El acuerdo alcanzado con la representación de los trabajadores muestra nuestro objetivo de compatibilizar la necesidad de la reforma con el merecido respeto y reconocimiento al trabajo del personal en todas las sucursales que se cierran. Me gustaría, por ello, expresar mi agradecimiento a todos los trabajadores del Banco, por su excelente trabajo, y, muy especialmente, dedicar unas palabras de gratitud a todos los que nos han abandonado, o lo harán en un futuro próximo, después de muchos años dedicación al Banco de España.

Finalmente, mi gratitud a ustedes, Señores Consejeros, por sus aportaciones, colaboración y apoyo.