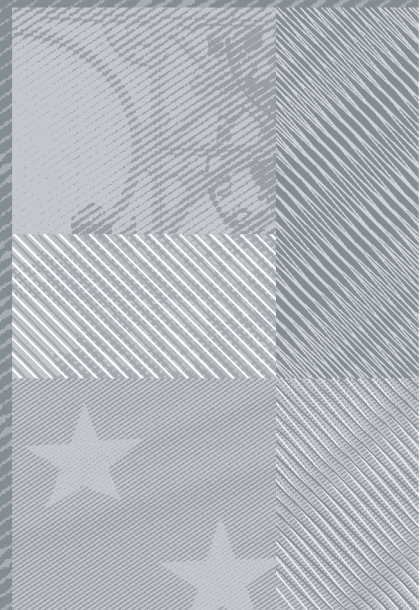


**PRESENTACIÓN
DEL INFORME ANUAL**

2004

**Discurso pronunciado
por el Gobernador ante el Consejo
de Gobierno del Banco de España**

BANCO DE ESPAÑA



DISCURSO DE PRESENTACIÓN DEL *INFORME ANUAL* ANTE EL CONSEJO DE GOBIERNO
DEL BANCO DE ESPAÑA

Jaime Caruana

GOBERNADOR

Discurso de presentación del *Informe Anual* ante el Consejo de Gobierno del Banco de España

Sres. Consejeros:

La economía mundial alcanzó en 2004 unos resultados excepcionales: el crecimiento superó el 5%, la tasa más elevada del último cuarto de siglo; la inflación se mantuvo bajo control, con la excepción de ligeros repuntes en algunos países emergentes; y los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento relativamente distendido, que permitió unas condiciones de financiación holgadas en la mayoría de los países. No se avanzó, sin embargo, en la corrección de los principales desequilibrios de la economía mundial, que tendieron a agravarse. A estos desequilibrios vino a sumarse, como elemento perturbador, un acusado encarecimiento del petróleo, que tiene mayores visos de permanencia que en episodios anteriores. De ahí que persistan riesgos y vulnerabilidades que si no se corrigen podrían poner en peligro la continuidad del crecimiento.

El dinamismo de la economía mundial descansó sobre todo en la aportación de la demanda procedente de Estados Unidos y, en mayor medida, de China, así como de otros mercados emergentes de Asia. También experimentaron un auge acusado de la actividad otras regiones emergentes, como América Latina y los países de Europa central y del este. Por el contrario, resultaron decepcionantes los resultados económicos de la zona del euro y Japón, cuyos ritmos de expansión quedaron por debajo de las previsiones iniciales, lo que parece confirmar la escasa flexibilidad de estas economías y su poca capacidad de adaptación a las cambiantes condiciones de los mercados mundiales.

Las pautas de crecimiento recientes han favorecido también una ampliación de las divergencias entre las tasas de crecimiento de las tres principales áreas desarrolladas, ya que aumentó el elevado ritmo de expansión de la economía americana y disminuyó o repuntó menos de lo previsto el de Europa y Japón. Todo ello tuvo un reflejo desfavorable sobre los desequilibrios globales, lo que se manifestó en la continuada ampliación del déficit por cuenta corriente norteamericano, cuya contrapartida estuvo en la intensificación del excedente de Japón, China y otras economías asiáticas, así como los países exportadores de petróleo, mientras que aumentó muy moderadamente el ligero superávit de la zona del euro.

El prolongado deterioro del saldo exterior norteamericano —vinculado a una política fiscal muy expansiva, que ha venido a sumarse en los últimos años al escaso ahorro del sector privado— tendió a configurar un clima de expectativas de depreciación del dólar en los mercados de cambios internacionales, materializadas de manera solo parcial y asimétrica. De esta forma, si bien la divisa norteamericana, hasta finales de 2004, se depreció significativamente frente al euro, se mantuvo muy estable respecto a las divisas asiáticas con las que se acumula la mayor parte de su desequilibrio exterior, de manera que su depreciación en términos efectivos fue de tan solo un 5% durante 2004.

Esta caída del dólar, en el período 2002-2004, no ha inducido un cambio de tendencia en la progresiva ampliación del déficit exterior norteamericano, bien porque, como es sabido, las depreciaciones solo tienden a corregir los déficits por cuenta corriente con retraso, bien por la asimetría antes señalada en la trayectoria del dólar frente a las principales monedas y el hecho de que el dólar apenas se haya depreciado frente a las divisas de los países que son contrapartida de este déficit. A su vez, en una situación de voluminosos excedentes por cuenta corriente y fuertes entradas de capitales, los países asiáticos con regímenes de tipo de cam-

bio fijo frente al dólar, de iure o de facto, continuaron acumulando cuantiosas reservas internacionales.

La necesidad de colocar estas reservas por parte de los bancos centrales asiáticos explica también, en parte, otro rasgo destacable de la evolución económica en 2004: el mantenimiento de los tipos de interés a largo plazo en niveles anormalmente reducidos. Este rasgo resulta imputable también, en buena medida, a la persistencia de bajas expectativas de inflación, en un contexto de elevada credibilidad de las políticas monetarias antiinflacionistas, y a la holgada situación de liquidez en la que se desarrollaron los mercados financieros internacionales. Durante gran parte del año, las rentabilidades de los bonos europeos mantuvieron una acusada sincronía con los tipos equivalentes americanos, a pesar de la distinta posición de los fundamentos de ambas economías. Sin embargo, a partir del mes de noviembre los tipos europeos experimentaron un descenso que los fue separando de los americanos, de manera que el diferencial de rentabilidad entre ambas áreas se ha ampliado considerablemente. Esta evolución más reciente resulta coherente con la incertidumbre sobre la recuperación económica en la zona del euro y las mejores perspectivas sobre la economía americana.

Pero, quizás, el rasgo más novedoso de la evolución económica internacional en 2004 fue el persistente ascenso del precio del petróleo, cuyo origen está sobre todo en la pujanza de la demanda procedente de Estados Unidos y China, en una situación de cierto estrangulamiento en la capacidad de producción y de refino, consecuencia de las limitadas inversiones realizadas en el pasado. En comparación con otros períodos recientes de elevación del precio del petróleo, como los picos alcanzados en 1990 y 2000, que vinieron ligados a tensiones geopolíticas, en esta ocasión el aumento de precios se trasladó en mucha mayor medida a los contratos de futuros a largo plazo, lo que sugiere que los mercados esperan que la cotización del crudo se mantenga en niveles elevados. A pesar de ello, y según los indicadores disponibles, el encarecimiento de la energía apenas incidió sobre las expectativas de inflación, lo que evitó que se produjeran los llamados efectos de segunda ronda —vinculados a la reacción de los salarios—, que son, según la experiencia histórica, los más perniciosos.

Aunque, hasta ahora, los efectos del aumento del precio del petróleo han sido sorprendentemente suaves, conviene que las políticas económicas permanezcan vigilantes ante posibles traslaciones a las expectativas de inflación, máxime cuando existen otros riesgos y vulnerabilidades en la economía mundial que, en algún aspecto, no solo no han disminuido sino que han tendido a aumentar. Cabe destacar, en este sentido, el necesario restablecimiento de un tono más normal de las políticas macroeconómicas de los principales países —que, en los últimos años, han venido imprimiendo un impulso anormalmente expansivo en la economía mundial— y su posible impacto sobre los mercados financieros.

Por lo que se refiere a las políticas monetarias, los países más avanzados en el ciclo económico han iniciado ya un proceso de adecuación de los tipos de interés a un nivel más coherente con un tono «neutral», y cabe esperar que los más rezagados en el ciclo se vayan incorporando paulatinamente a esta tendencia a medida que sus economías ganen impulso.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, es significativo que su deterioro se haya producido tanto en las áreas con ritmos de crecimiento más moderados, como Japón y algunos países de la zona del euro, donde se ha intentado utilizar la política fiscal con fines anticíclicos, como en otras economías especialmente dinámicas, como Estados Unidos, donde la pujanza de la demanda hubiera permitido objetivos más ambiciosos de consolidación fiscal. Las excepciones a esta pauta de deterioro de las posiciones presupuestarias hay que buscarlas en algunas economías emergentes, donde el endeudamiento público es relativamente elevado, como las

de América Latina, que han aprovechado la coyuntura favorable para mejorar sus superávits primarios. La importancia de avanzar en los procesos de consolidación fiscal a medio plazo en las economías más desarrolladas se pone de manifiesto, de manera aún más clara, si se tienen en cuenta los problemas de largo plazo ligados al envejecimiento de la población, mientras que las economías emergentes, con elevados niveles de endeudamiento, necesitan perseverar en el ámbito de la disciplina presupuestaria.

El restablecimiento de un tono más normal en las políticas monetarias y fiscales debe hacerse de manera cuidadosa, evitando apartar a la economía mundial de la senda de recuperación con baja inflación. En particular, resulta especialmente importante limitar su posible impacto perturbador sobre los mercados financieros internacionales, que han venido desenvolviéndose en unas condiciones muy favorables caracterizadas por una elevada liquidez, unas reducidas primas de riesgo y una estructura temporal de los tipos de interés que ha favorecido el endeudamiento a largo plazo.

En este sentido, una adecuada política de comunicación por parte de las autoridades monetarias que acompañe a sus actuaciones encaminadas a salvaguardar la estabilidad de precios, así como la consistencia en la aplicación de las reglas y compromisos fiscales, son ingredientes necesarios para evitar una alteración brusca de las condiciones de los mercados financieros, que podría inducir reacciones exageradas. En particular, aunque seguramente los tipos de interés a largo plazo deben recuperar un nivel más acorde con la experiencia histórica y con la actual fase cíclica, resulta importante que este proceso sea ordenado y no genere efectos de propagación excesivos hacia las primas de riesgo de crédito en los mercados de deuda corporativa y de deuda soberana emergente, ni hacia los mercados de cambios.

Otro elemento de vulnerabilidad de la economía internacional reside, como ya he comentado, en los desequilibrios globales, cuya corrección exige, según un amplio consenso internacional, un aumento del ahorro público y privado en Estados Unidos, reformas estructurales que dinamicen las economías de la zona del euro y Japón, y una mayor flexibilidad de los tipos de cambio en Asia, especialmente en China. Estas políticas tenderían a corregir los actuales desajustes por cuenta corriente de manera gradual y tendrían que venir acompañadas de movimientos en los tipos de cambio tendentes a restablecer posiciones más cercanas a sus niveles de equilibrio a largo plazo.

Esta corrección de los actuales desequilibrios por cuenta corriente debería también, idealmente, restablecer una dirección de los flujos de capitales entre países desarrollados y emergentes más natural: frente a la anómala situación actual, en que estos flujos discurren de los segundos a los primeros, por el impacto combinado de la absorción que ejerce la economía americana y las políticas cambiarias en Asia, un funcionamiento más armonioso de la economía mundial debería canalizar los excedentes de ahorro, desde las economías más maduras, hacia aquellas otras donde la rentabilidad del capital es más elevada, por encontrarse en una fase de desarrollo más incipiente.

Conviene recordar que buena parte de los logros de la economía mundial en los últimos años, como ha sido situarse en una senda de crecimiento elevado sin inflación y dotar de mayor dinamismo a las zonas emergentes a fin de permitirles aproximar sus niveles de vida a los de los países más ricos, son consecuencia directa o indirecta de la creciente integración a escala global. Así, el proceso de globalización ha facilitado a la mayoría de los países un acceso a los mercados exteriores más fluido, al tiempo que les ha proporcionado incentivos para concentrarse en los sectores donde reside su ventaja comparativa y ha suministrado a sus consumidores una gama de productos más amplia y a precios más ventajosos. Ahora bien, no

debe olvidarse que la rigidez de las políticas cambiarias de algunos países ha terminado por desencadenar amenazas proteccionistas en algunos otros, que se ven negativamente afectados. Resulta imprescindible, por tanto, resistir estas tentaciones proteccionistas y perseverar en la liberalización del comercio internacional para que la economía mundial profundice en las tendencias que han permitido alcanzar los buenos resultados recientes.

Zona del euro

La economía de la zona del euro continúa atravesando una prolongada fase de atonía, manteniendo por cuarto año consecutivo un crecimiento del producto inferior al 2%. En el primer semestre de 2004 se vislumbró una trayectoria más dinámica, en línea con el mayor vigor de la economía mundial, lo que hacía presagiar el comienzo de una etapa de expansión más decidida. Sin embargo, desde entonces, se ha producido un notorio debilitamiento de la actividad, que no parece haberse superado en la primera mitad del presente año. No obstante, persisten las condiciones para que el ritmo de expansión del PIB pueda incrementarse gradualmente en los próximos trimestres, alentado por la continuidad de unas condiciones financieras relativamente expansivas y por el impulso de la coyuntura internacional.

El encarecimiento del petróleo y la apreciación del euro vienen lastrando el crecimiento de la zona del euro desde hace algún tiempo y se intensificaron en 2004. Sin embargo, no sería acertado achacar a esos factores el prolongado período de bajo crecimiento que presenta la zona del euro. De hecho, la UEM se ha beneficiado durante los últimos años de una expansión relativamente intensa de sus mercados de exportación, que le ha permitido compensar en gran medida el efecto negativo de la apreciación cambiaria. Además, la revalorización del euro, junto con los avances en la reducción de la dependencia de la energía petrolífera por parte de los países europeos, ha mitigado las consecuencias adversas del alza del crudo.

Las raíces de la persistente debilidad de la economía europea se encuentran, más bien, en los factores que obstaculizan el dinamismo sostenido del gasto interno y que incrementan su sensibilidad frente a los desarrollos en su entorno exterior. Así, llama la atención el escaso empuje del consumo y la inversión en los últimos años, un rasgo que indica la presencia de deficiencias estructurales que deprimen la confianza de los hogares y dañan las expectativas de beneficios de las empresas. Por ello, cuestiones como la incertidumbre, que rodea la viabilidad de los sistemas públicos de pensiones actualmente vigentes, o las restricciones, que impiden un mayor crecimiento de la productividad, no solo tienen repercusiones en el largo plazo, sino que también producen un efecto contractivo en la situación coyuntural.

Estas características globales de la economía del área no son predicables de todos los Estados que la integran, pues persiste una apreciable heterogeneidad en los ritmos de crecimiento, vinculada, en gran medida, a los diferentes grados de dinamismo que muestra la demanda interna. En medio de estas divergencias, España es uno de los países que ha venido mostrando de manera continuada tasas de expansión sustancialmente más elevadas que la media.

La política monetaria del Eurosistema ha seguido manteniendo un tono acomodante, sin modificar el nivel del 2% en el que situó el tipo de intervención en junio de 2003. Aunque el fuerte *shock* del petróleo ha entorpecido la reducción de la inflación, las expectativas de crecimiento de los precios a medio plazo han continuado en tasas compatibles con la definición de estabilidad de precios del Eurosistema, en parte como consecuencia de la sostenida moderación salarial. Esta favorable evolución de los costes de la mano de obra es una consecuencia lógica del entorno de debilidad de la actividad y de la creación de empleo, pero, también, refleja la credibilidad del objetivo antiinflacionista de la política monetaria. El Banco Central Europeo ha podido sostener unas condiciones monetarias propicias para el fortalecimiento de la actividad, aunque, como señalaba antes, han resultado hasta el momento insuficientes para

alcanzar un grado de dinamismo satisfactorio. Puede decirse, por tanto, que la zona del euro sigue sin explotar suficientemente los beneficios derivados de la integración económica y de la introducción de la moneda única.

En el período más reciente se aprecia la aparición de dificultades en el avance de la integración económica europea, como muestran los problemas que afectan al marco de disciplina fiscal, los retrasos acumulados en el cumplimiento de los objetivos de la Agenda de Lisboa y los obstáculos que todavía se oponen, en algunos sectores, al desarrollo del mercado único europeo.

En el Consejo Europeo de marzo de 2005, las autoridades trataron de corregir el grado insuficiente de ambición de las reformas estructurales y la escasa coherencia de las políticas presupuestarias con las reglas de disciplina establecidas, ajustando algunos de los mecanismos de coordinación de políticas. Sin embargo, solo una determinación más clara por parte de las autoridades para el cumplimiento de sus compromisos podría disipar el escepticismo que sugieren algunas de esas propuestas.

En el ámbito de la política fiscal, el Consejo Europeo aprobó una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, por la que, entre otros cambios, se introducen disposiciones que permiten prestar más atención a la situación particular de cada país a la hora de evaluar su situación presupuestaria y flexibilizar la aplicación de las medidas correctivas previstas en el Tratado. Como resultado de estos cambios, es posible que el Pacto cuente ahora con algunos elementos de mayor racionalidad económica, aunque seguramente se hayan incrementado también la complejidad y el margen disponible para la discrecionalidad en su aplicación. Las nuevas reglas contienen algunos aspectos positivos, pero suscitan dudas sobre su capacidad para garantizar la disciplina presupuestaria que requiere el adecuado funcionamiento de la unión monetaria. Con independencia de que la valoración completa del acuerdo alcanzado solo podrá hacerse una vez se conozca la forma en que este se plasme en los textos legales correspondientes, es imprescindible, para despejar las incertidumbres que el proceso de reforma ha suscitado, que las autoridades europeas realicen una aplicación inequívocamente estricta de las normas revisadas.

El Consejo Europeo también revisó la denominada Agenda de Lisboa, con la que se aspiraba a dinamizar la economía europea en la primera década del nuevo siglo. La evaluación de los resultados alcanzados a mitad del horizonte fijado ha sido decepcionante, pues la introducción de reformas ha sido insuficiente, y los mecanismos de coordinación europeos se han mostrado demasiado débiles para incentivar la adopción de las medidas adecuadas a nivel nacional. El Consejo ha intentado relanzar esta estrategia, concentrando sus objetivos en el crecimiento y el empleo, y modificando los procesos de coordinación entre el Consejo, los Estados miembros y la Comisión, con el fin de facilitar la adopción y seguimiento de las reformas a nivel nacional. Esta reorientación resulta apropiada, aunque hubiera sido deseable una mayor concreción, que otorgara un impulso político más decidido al proceso.

Esa determinación es la que hará falta, en particular, para vencer los obstáculos que dificultan el perfeccionamiento del mercado único, y que se han manifestado en la petición del Consejo Europeo a la Comisión para que revisara su propuesta de directiva para la liberalización de la prestación de servicios en la Unión.

Los retos a los que se enfrenta la economía europea son considerables y se enmarcan en un contexto institucional que se ha visto perturbado por los resultados contrarios a la ratificación del Tratado Constitucional en los referendos celebrados recientemente en Francia y Holanda.

Las dificultades para consolidar un crecimiento suficiente y consistente con el modelo europeo y con las expectativas de los ciudadanos han podido influir en los decepcionantes resultados en los referendos, pero esto es algo que tiene mucho que ver con las dificultades, a nivel nacional, para realizar las reformas necesarias y explicarlas de forma convincente.

Aunque no cabe infravalorar la relevancia e implicaciones de estos resultados, los mismos no deben suponer un freno para la integración europea, sino que, más bien al contrario, deben servir de acicate para seguir profundizando en la misma mediante políticas, tanto europeas como nacionales, que den respuesta a las demandas de los ciudadanos. En todo caso, el proceso europeo de integración tampoco ha sido lineal en el pasado, y confío plenamente en que la Unión Europea será capaz de superar estas dificultades tal y como lo ha hecho siempre que se han presentado obstáculos para el avance. En la situación actual, cuenta además en su activo con una moneda compartida por un buen número de países y con un banco central, organizado de una manera federal, que supone una referencia de estabilidad y ejemplifica la capacidad de los europeos para llevar a cabo de manera coordinada empresas ambiciosas que contribuyen de modo efectivo al bienestar colectivo.

Economía española

La economía española, como ya he dicho, se ha mantenido entre las economías de la UEM que han registrado mayores tasas de crecimiento, frente a la relativa atonía mostrada por el conjunto del área. Las nuevas estimaciones de la Contabilidad Nacional de España, correspondientes a la base 2000, que se han publicado hace pocas semanas, indican que el PIB español creció en el año 2004 a una tasa significativamente más elevada que la estimación anterior —del 3,1%, frente al 2,7%—, si bien con una composición más desequilibrada. Además, el ritmo de crecimiento ha seguido un perfil suavemente creciente, que ha continuado en el primer trimestre del ejercicio actual, cuando el producto se elevó un 3,3% en relación con los primeros meses de 2004.

Como se señala en el *Informe Anual*, aún no ha sido posible analizar en profundidad las nuevas series de la Contabilidad Nacional, aunque las primeras comparaciones realizadas con las estimaciones anteriores indican que ambos conjuntos de datos proporcionan un diagnóstico similar, en lo fundamental, del comportamiento de la economía. En particular, el mayor crecimiento que han puesto de manifiesto las nuevas cifras —disponibles, por el momento, desde el año 2000— ha venido a confirmar la continuidad de la larga fase de expansión registrada desde mediados de los años noventa. Una expansión que ha resultado de la confluencia del notable empuje experimentado por la demanda interna con una elevada capacidad para generar empleo y ampliar la oferta de la economía, fenómenos que se han reforzado entre sí durante estos años, proporcionando solidez al crecimiento.

La entrada de España en la UEM ha estado en el origen de los importantes impulsos expansivos experimentados por el gasto de las familias y las empresas. Los efectos del anclaje de las expectativas de inflación y del ajuste del nivel de los tipos de interés se han visto reforzados, en el período más reciente, por el tono holgado que han adquirido las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro. El progreso hacia la consolidación fiscal y el mantenimiento de unas finanzas públicas equilibradas han contribuido decisivamente a configurar un entorno de estabilidad, que ha favorecido la financiación del gasto privado y el crecimiento.

Desde el lado de la oferta, el dinamismo de la población y del empleo han proporcionado unas condiciones favorables para que los impulsos expansivos de la demanda se hayan traducido en un mayor crecimiento de la actividad y no en mayores presiones sobre la capacidad productiva, generadoras de desequilibrios, aunque ello no ha evitado, como señalaré posterior-

mente, que las carencias estructurales de la economía se hayan manifestado en tensiones alcistas sobre los precios y los costes y en un aumento del desequilibrio exterior.

La creación de empleo se está nutriendo de una expansión de la población activa, a la que contribuyen tanto la llegada de inmigrantes, en número cada vez más elevado, como la creciente participación de la población femenina. Las proyecciones de población, obtenidas a partir del censo 2001 y del padrón continuo, recogen un impacto de la inmigración que difícilmente podía haberse atisbado hace pocos años. En cualquier caso, la fuerte generación de empleo ha venido acompañada por ganancias muy modestas de productividad, una tendencia que se ha mantenido en 2004, cuando el empleo aumentó un 2,7%, frente al 2,5% de 2003, y el crecimiento de la productividad aparente del trabajo fue tan solo del 0,4%.

La demanda interna se aceleró en 2004 en casi un punto porcentual, creciendo un 4,6%. El ritmo de crecimiento se intensificó a medida que transcurría el año, alcanzando una tasa del 5,8% al inicio del ejercicio actual. Esta aceleración ha estado impulsada por un incremento más elevado del consumo privado y por el renovado dinamismo de la construcción, a los que ha venido a unirse una recuperación de la inversión en equipo. El gasto de los hogares se ha apoyado en la recuperación de su renta disponible, que se ha beneficiado del crecimiento más elevado del empleo y de una contribución comparativamente favorable de las Administraciones Públicas, a través del efecto neto de prestaciones e impuestos. Pero son, sobre todo, el aumento de la riqueza de las familias en los últimos años —ligado en gran medida a la revalorización de los activos inmobiliarios— y las favorables condiciones de financiación los factores que están suministrando un soporte más importante a las decisiones de consumo y de inversión residencial de las familias.

El comportamiento de la inversión productiva ha reflejado en los últimos años las oportunidades e incertidumbres que han ido jalonando esta etapa expansiva, muchas de ellas relacionadas con el contexto exterior. No obstante, a lo largo de 2004 la inversión empresarial ha ido incorporándose gradualmente al dinamismo de la demanda y ha iniciado el año actual con una tendencia más claramente expansiva. Las holgadas condiciones financieras, la posición saneada que han alcanzado las empresas con mayor potencial inversor, y las expectativas favorables sobre la evolución de la coyuntura están dando soporte a este repunte.

Frente al avance de la demanda interna, la demanda exterior ha ejercido una creciente influencia contractiva. Aunque en 2004 el comercio mundial se recuperó, las exportaciones de bienes crecieron por debajo de los mercados exteriores, mientras que las importaciones se incrementaron a ritmos muy elevados, aumentando su penetración en el mercado español. Por su parte, el turismo se está resintiendo de la competencia de destinos próximos, con ofertas similares a la española y muy competitivas. Así, la aportación negativa de la demanda exterior al crecimiento del producto ha continuado ampliándose a lo largo del pasado año, sin que se hayan apreciado indicios de cambio de tendencia en 2005. Más bien al contrario, según los datos de la Contabilidad Nacional del primer trimestre, el efecto contractivo de la demanda exterior neta se ha acentuado significativamente, en un marco de presiones de demanda interna más acentuadas, impulsadas por un elevado consumo y un fuerte gasto en construcción, al que se ha unido un despegue más claro de la inversión en bienes de equipo.

Entre los factores que inciden en este comportamiento negativo de la demanda exterior neta, sobre cuyas causas y repercusiones volveré más adelante, se encuentra la persistencia de diferenciales de inflación. De hecho, el diferencial de inflación con la zona del euro se amplió a lo largo del año 2004, reflejando un impacto relativamente más intenso del encarecimiento del petróleo sobre los precios españoles. Además, aunque los costes laborales moderaron su

ritmo de crecimiento, siguieron registrando aumentos relativamente elevados. De esta forma, el incremento interanual de los precios de consumo, tras alcanzar el 3,2% en diciembre, se ha elevado hasta el 3,5% en el pasado mes de abril, aunque se espera que se modere en los próximos meses, como de hecho ya lo indica el avance del IAPC de mayo, que ha registrado una tasa del 3,1%.

La economía española ha iniciado el año 2005 con elevado dinamismo, que sigue estando basado en el impulso del gasto interior — como ya he dicho — y en una elevada creación de empleo. Aunque es posible que algunos de los factores que sustentan el gasto de los hogares moderen su impacto en los próximos trimestres, la mayor parte de los elementos que han operado en el pasado reciente seguirán proporcionando un sostén a la demanda interna y, en particular, a la inversión productiva. Asimismo, en la medida en que se recuperen los mercados europeos y se moderen y absorban los efectos de la pasada apreciación del euro durante 2004, se podría frenar la influencia contractiva de la demanda exterior. En este escenario, las perspectivas de la economía a corto plazo apuntan hacia una prolongación de la etapa expansiva, con tasas sostenidas de crecimiento del PIB, similares a la observada en 2004.

Estas previsiones están sujetas, no obstante, a algunos elementos de riesgo, que plantean retos importantes a la política económica, sobre todo a la hora de promover la sostenibilidad del dinamismo económico a más largo plazo, bajo los condicionamientos que se derivan de la participación en la UEM. Existen algunos riesgos de origen externo, cuya incidencia potencial sobre nuestra economía es significativa, pero frente a los cuales la capacidad de actuación de la política económica es limitada. Tal es el caso de los peligros que se derivan de la debilidad de la UEM, del encarecimiento de los precios del petróleo y de la apreciación del euro. Lo que puede hacer la política económica frente a ellos está en línea con los requerimientos que plantean los riesgos de origen interno, que son, sin duda, los más relevantes para el diseño de las políticas, por lo que me voy a detener en el análisis de su naturaleza y de sus posibles repercusiones.

Los factores de riesgo de origen interno se derivan, en gran medida, de la propia prolongación de una larga etapa de expansión basada en el empuje de la demanda interna y se pueden agrupar en torno a dos grandes áreas. Por una parte, las pérdidas de competitividad acumuladas en el contexto, ya descrito, de diferenciales de inflación y de ganancias de productividad muy reducidas, que podrían terminar frenando la generación de valor añadido y la creación de empleo. Y, por otra parte, el aumento del endeudamiento de las familias que ha acompañado a la expansión del consumo y de la inversión residencial, lo que podría llegar a limitar su capacidad para gastar, particularmente si la evolución del mercado de la vivienda introdujera alguna incertidumbre sobre el valor de la riqueza del sector, que está fuertemente concentrada en la tenencia de activos inmobiliarios. Aunque ambas áreas de riesgo están relacionadas entre sí, abordaré por separado cada una de ellas.

En el terreno de la competitividad, existen indicios de que los riesgos sobre los que el Banco de España ha venido alertando en el pasado ya se han empezado a materializar. El significativo drenaje del crecimiento que ha ejercido la demanda externa en el último año y la considerable ampliación del desequilibrio exterior de la economía española apuntan en esa dirección. Es cierto que estos resultados reflejan, en parte, la incidencia de algunos factores de origen externo, como el encarecimiento del petróleo y la apreciación del euro, que han limitado el impacto positivo derivado de la recuperación internacional. Como también lo es que dicho desequilibrio está también parcialmente influido por las divergencias cíclicas que existen entre España y la UEM. Sin embargo, estos factores no son suficientes para explicar ni la magnitud alcanzada por el déficit ni la rapidez de su incremento, por lo que no deben ocultar la existen-

cia de un deterioro genuino relacionado con las pérdidas de competitividad acumuladas en los últimos años, como trataré de ilustrar a continuación.

Pero antes quiero dedicar unas palabras al significado y alcance del desequilibrio exterior cuando se participa en una unión monetaria, para matizar interpretaciones, según las cuales, este habría dejado de ser motivo de preocupación. Es cierto que en la nueva situación no existe el peligro de que un abultado déficit exterior genere tensiones financieras o cambiarias que actúen como desencadenantes de un ajuste brusco de la economía, porque variables fundamentales, como el tipo de interés y el tipo de cambio, están determinadas a nivel del área en su conjunto. Pero ello no quiere decir que la economía sea inmune a los problemas de competitividad. Al contrario, cuando dentro de una unión monetaria aparece un abultado déficit exterior como consecuencia de las dificultades para competir, puede llegar a plantearse un dilema muy costoso, porque, o bien se ajustan frontalmente los costes nominales, o bien la pérdida de competitividad frenará la generación de valor añadido y la creación de empleo.

Un primer indicio de la presencia de problemas de competitividad se encuentra en las crecientes dificultades que experimentan los productos españoles para mantener su presencia en los mercados a los que se dirigen. Las cuotas de las exportaciones españolas en los mercados exteriores, que se habían mantenido estabilizadas desde el inicio de la Unión Monetaria, tendieron a reducirse a lo largo del último año, incluso en el mercado europeo. Y en la misma línea apunta el retroceso observado en el mercado turístico. Aunque existen factores específicos que podrían explicar parte de este comportamiento, el ímpetu de la creciente penetración de las importaciones en el mercado interior tiende a confirmar el diagnóstico de una merma de la capacidad competitiva de los productos españoles en los mercados tanto internos como externos.

La simultaneidad del incipiente retroceso de las cuotas de exportación con el continuado avance de la penetración de las importaciones refleja, en primer lugar, el encarecimiento relativo que han venido sufriendo los productos españoles como consecuencia de los persistentes diferenciales de inflación y de la más reciente apreciación del euro, como lo muestra la evolución negativa de los indicadores tradicionales de competitividad precio, incluso cuando se calculan con los deflatores de las exportaciones que recogen la contracción de márgenes con la que el sector más abierto al exterior ha ido afrontando la creciente presión competitiva.

Detrás del continuado empeoramiento de la competitividad precio se encuentra un encarecimiento relativo de los costes laborales unitarios, que refleja tanto unos incrementos salariales todavía más elevados en España, a pesar de la moderación registrada en comparación con etapas anteriores, como unas ganancias muy reducidas de la productividad del trabajo. La existencia de mecanismos de determinación salarial que establecen un suelo a su crecimiento nominal superior al de otros países e indican su comportamiento dificulta la rápida absorción de los *shocks* externos de precios, y tiende a obstaculizar la plena convergencia con las pautas que se requieren dentro de un área de estabilidad macroeconómica.

Los problemas que plantea la inercia salarial se ven agravados por el comportamiento poco dinámico de la productividad. Como he señalado en otras ocasiones, esta evolución refleja, en parte, un crecimiento intensivo en la generación de empleo, que ha resultado muy beneficioso para la consolidación del ciclo expansivo de la economía y para utilizar de manera más eficiente la oferta de trabajo disponible. Sin embargo, el débil crecimiento de la productividad total de los factores —cuya posición relativa con respecto a la UE se ha seguido deteriorando— indica la presencia de otros factores más preocupantes, que parecen estar frenando la incorporación de las innovaciones y del progreso técnico a los procesos productivos.

El escaso dinamismo innovador del aparato productivo tiende a lastrar la eficiencia global de la economía y su capacidad de crecimiento a largo plazo. Los indicadores disponibles para aproximar la evolución del *stock* de capital tecnológico apuntan al mantenimiento de un considerable desfase. No cabe duda de que determinadas características del patrón de especialización productiva de la economía española — que en el ámbito de las manufacturas está muy sesgado hacia la producción de bienes de contenido tecnológico intermedio y bajo, y, en el de los servicios, hacia las actividades turísticas— pueden explicar, parcialmente, este fenómeno. Pero existen también algunas carencias que están limitando la capacidad del tejido empresarial para incorporar los avances en el conocimiento, y para adaptar los procesos productivos, la gestión de los recursos humanos y las estrategias corporativas a un entorno de presiones competitivas crecientes.

Particular importancia tienen los desajustes que persisten entre el grado de cualificación y de formación de la oferta de trabajo y las necesidades de las empresas, y, sobre todo, las rigideces en el funcionamiento de los mercados de factores y productos, que desincentivan la adopción de estrategias más innovadoras. Quiero llamar la atención sobre estas limitaciones de la economía española en un momento en el que se está produciendo una importante desaceleración de la inversión directa extranjera, que ha sido uno de los principales canales de propagación de los avances tecnológicos, y en el que, a pesar del fuerte avance de la penetración de las importaciones, el peso de las de mayor complejidad tecnológica continúa siendo muy reducido.

La prolongación de las tendencias actuales podría llevar a las industrias más expuestas a la competencia exterior a tener que ajustar sus niveles de empleo para mantener sus márgenes empresariales. De ahí la importancia que tiene la creación de un marco favorable a la innovación tecnológica y al aumento de la productividad, al que me referiré más adelante.

La segunda área en la que han surgido riesgos a raíz de la prolongada fase de expansión de la economía está relacionada, como ya he señalado, con el continuado dinamismo del gasto de los hogares en consumo e inversión residencial, que se ha visto favorecido por la notable holgura de las condiciones de financiación y ha dado lugar a la aparición de algunas tensiones en el ámbito de la posición financiera de las familias españolas. Como ya es conocido, el año pasado el endeudamiento de los hogares mantuvo la trayectoria alcista que viene siguiendo desde mediados de la pasada década, superando con claridad el nivel del 100% de la renta bruta disponible del sector. Esta nueva cota supone un alejamiento de los niveles medios de la UEM y comienza a aproximarse a la de países como Estados Unidos.

Aunque los bajos niveles de los tipos de interés y los largos plazos medios de vencimiento de los pasivos mantienen la carga financiera dentro de unos márgenes moderados, el colchón de ahorro disponible, una vez descontados los pagos por intereses y amortización, se ha reducido hasta hacerse prácticamente nulo para el conjunto de las familias españolas, al final de 2004. Sin embargo, los efectos del mayor endeudamiento y de este menor ahorro sobre el patrimonio de los hogares se han visto más que compensados, de nuevo, por el notable avance de su riqueza inmobiliaria, fuertemente ligado a la revalorización de la vivienda, de forma que la posición financiera de las familias españolas, globalmente considerada, continúa siendo sólida.

La fortaleza patrimonial del conjunto del sector se refleja, asimismo, en la información microeconómica que proviene de la Encuesta Financiera de las Familias, elaborada recientemente por el Banco de España. Aunque esta encuesta identifica un segmento de hogares que se encuentra en una situación más vulnerable de la que cabe deducir de los indicadores agregados, el tamaño de este segmento es reducido.

Ahora bien, aunque los notables cambios experimentados por el balance de las familias no se han traducido en un debilitamiento de su posición patrimonial, sí ha aumentado, por distintas vías, la exposición de este sector a un conjunto relativamente amplio de posibles perturbaciones, incrementando la sensibilidad del consumo y de la inversión residencial a las mismas. Entre ellas, ocupan un lugar destacado las que pudieran afectar al comportamiento del empleo, variable que, como ya he señalado, condiciona en buena medida el comportamiento del gasto de las familias. También es muy relevante, obviamente, la evolución de los tipos de interés. Sin embargo, donde se encuentran las mayores incertidumbres es en las posibles implicaciones de los desarrollos en el mercado inmobiliario.

Este mercado se encuentra inmerso en una fase expansiva, de la que no se vislumbran aún signos claros de maduración, pese a su extraordinaria duración e intensidad. El año 2004 se cerró con importantes avances de la oferta, que, sin embargo, resultaron insuficientes para reducir una tasa de crecimiento de los precios, que volvió a superar el 17% nominal. Los cambios estadísticos que subyacen en la información oficial correspondiente al año en curso dificultan la interpretación de los datos más recientes, aunque parece que continúan sin mostrar síntomas de una desaceleración significativa. Tasas de crecimiento tan elevadas son difícilmente justificables, en su totalidad, sobre la base de la evolución reciente de la renta o de los tipos de interés, o como respuesta a los cambios demográficos que está experimentando el país. En consecuencia, la sobrevaloración que se viene detectando en este mercado desde hace ya algunos años continuó ampliándose en 2004, aunque es preciso señalar que la dimensión de esta brecha resulta difícil de cuantificar con precisión.

Con las lógicas cautelas que se derivan de esta falta de precisión, los análisis realizados en el Banco de España indican que el nivel actual de sobrevaloración no resulta incompatible con una corrección gradual de la misma, como las observadas en el pasado, en este y en otros países. Sin embargo, un banco central debe considerar no solo los escenarios que sean más probables sino también las consecuencias de aquellos otros que, aun siendo poco verosímiles, pudieran afectar de manera significativa al comportamiento de la economía. En este sentido, resulta importante constatar que la economía española cuenta con resortes suficientes de estabilidad, que le permitirían mitigar el impacto de una sensible corrección del precio de la vivienda sobre el gasto de las familias, en el caso poco probable de que esta se produjera.

La solidez de las entidades de crédito españolas, apuntalada por unos elevados niveles de solvencia y unas ratios de cobertura holgadas —tema sobre el que volveré más adelante en el marco más general de la situación del sistema financiero—, minimiza la posibilidad de que eventuales ajustes bajistas en el precio de la vivienda, de ocurrir, pudieran deteriorar de manera significativa su capacidad para continuar financiando eficientemente las decisiones de gasto de empresas y familias. Además, los hogares españoles, a diferencia de lo que ocurre en otros países, no se han adentrado significativamente en la utilización de la revalorización de sus activos inmobiliarios para financiar directamente planes de consumo corriente.

En todo caso, es evidente que, tanto las pérdidas de competitividad, como los niveles alcanzados por el endeudamiento familiar y el precio de la vivienda, entrañan riesgos para la continuidad de la etapa expansiva. Las políticas económicas que están bajo soberanía nacional tienen, por tanto, un importante cometido que desempeñar para prevenir la materialización de estos riesgos y proporcionar un soporte sólido al crecimiento. En particular, dado que lo más probable es que las condiciones monetarias y financieras continúen siendo relativamente holgadas para las necesidades de la economía española en el horizonte previsible, a la política fiscal le seguirá correspondiendo la responsabilidad de contribuir a establecer un tono macroeconómico global que ayude a mitigar las presiones del gasto. No obstante, la limitación

de los instrumentos disponibles para incidir en la demanda agregada otorga un gran protagonismo a las políticas de corte microeconómico y de reforma estructural que pueden incidir sobre el comportamiento de la oferta, creando las bases para una mayor eficiencia de los mercados y de las instituciones y para el incremento de la productividad.

En 2004, la política fiscal alcanzó los resultados previstos, al situar el saldo de la cuenta de las Administraciones Públicas próximo al equilibrio presupuestario —o en un modesto superávit, si se descuenta el efecto de la asunción de deuda de RENFE— y lograr un nuevo descenso de la ratio de deuda pública con respecto al PIB. A pesar de ello, se produjo un cierto deslizamiento en el gasto corriente primario, que fue compensado, un año más, por el gran dinamismo de los ingresos públicos. Desde una perspectiva más general, es necesario que no se pierda el impulso a las mejoras del saldo estructural, que indicaría una ralentización del esfuerzo fiscal realizado en los últimos años.

En las circunstancias que he descrito, resulta altamente recomendable realizar un esfuerzo fiscal superior al programado en los planes presupuestarios en vigor, al menos por dos tipos de razones. En primer lugar, porque, como ya he apuntado, una política fiscal algo más ambiciosa reforzaría su papel estabilizador y de contención de la demanda interna en el corto plazo, actuando como contrapunto de las condiciones monetarias y financieras. En segundo lugar, porque mejoras más decididas del saldo estructural situarían a las finanzas públicas en una posición más ventajosa para afrontar el incremento del gasto que se derivará del envejecimiento de la población, incluso en un escenario de elevados flujos de inmigración. La estabilidad presupuestaria y la disciplina fiscal son activos fundamentales de la política económica española, que, sin embargo, no son siempre fáciles de gestionar, como muestran los avatares a los que está sometido el marco fiscal en el ámbito europeo. Tiene gran importancia, por tanto, que la revisión de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y del sistema de financiación autonómica no conduzca a un debilitamiento de la disciplina fiscal.

En una situación en la que es necesario avanzar simultáneamente en la generación de empleo y en la obtención de ganancias de productividad, el papel de las políticas de oferta orientadas a mejorar el funcionamiento de la economía y a ampliar su crecimiento potencial resulta crucial. Uno de los mensajes más importantes que se desprenden del *Informe Anual* que hoy presento es, precisamente, que resultará cada vez más difícil que la economía española siga aumentando en sus niveles de bienestar si no logra progresar paralelamente en ambos frentes. El mantenimiento de ritmos elevados de creación de empleo es, y seguirá siendo, una vía muy potente para ampliar el potencial de crecimiento, pero será imposible mantener el dinamismo económico a largo plazo si la economía no mejora su posición competitiva en el cada vez más dinámico contexto internacional, y para ello es imprescindible mejorar significativamente el pobre comportamiento de la productividad.

Desde este enfoque, la reforma del mercado de trabajo ocupa un lugar preeminente en la agenda de las transformaciones necesarias. Un mercado de trabajo más flexible y eficiente es necesario para vencer las distorsiones que están contribuyendo al deterioro de la competitividad y para ofrecer un marco propicio para que las empresas encuentren estímulos suficientes para la creación de empleo, la introducción de nuevas tecnologías, el uso eficiente de los factores de producción y el incremento de la productividad.

En este ámbito, la persistencia de una elevada temporalidad, que parece haber encontrado un suelo en tasas superiores al 30%, con las consecuencias negativas que ello tiene sobre la productividad y la acumulación de capital humano, aconseja revisar la eficacia del conjunto de incentivos a la contratación permanente que ha estado vigente en los últimos años, redefiniendo

do las medidas orientadas a reducir los costes no salariales vinculados a este tipo de empleo, e introduciendo incentivos que racionalicen el uso de la contratación temporal. Igualmente, es preciso impulsar una reforma de la negociación colectiva que flexibilice los mecanismos de determinación salarial, de forma que las remuneraciones se adecuen a las condiciones concretas del sector productivo y de las empresas y a las características de los trabajadores, y que elimine o, al menos, reduzca el énfasis en los mecanismos de indicación salarial.

El aumento de la inversión en formación, en capital físico y en capital tecnológico, en línea con los objetivos de la Agenda de Lisboa, resulta fundamental para impulsar la productividad. España tiene, como he señalado, notables carencias en el terreno de la innovación y de su incorporación y difusión al aparato productivo, que demandan el diseño de políticas específicas orientadas a este objetivo, así como la adaptación del marco institucional y regulatorio para que el buen funcionamiento de los mercados impulse la innovación y el desarrollo de nuevas actividades, que orienten la estructura productiva hacia sectores de mayor demanda y mayor valor añadido.

Con la puesta en marcha del nuevo Plan de dinamización de la economía y de fomento de la productividad, se han adoptado algunas medidas de fomento de la competencia —de naturaleza sectorial—, que incidirán, sin duda, en una mejora de la productividad. Desde el Banco de España son particularmente bienvenidas las que afectan al sistema financiero. No obstante, lo importante es que este Plan sirva para orientar de forma clara las prioridades de las políticas de reforma en la dirección adecuada y para mantener un impulso reformador. Es necesario que los compromisos anunciados se instrumenten con ambición y se complementen con otras actuaciones dirigidas a promover mejoras en el capital tecnológico y humano y en el funcionamiento de los mercados y las instituciones.

No es este el marco adecuado para hacer una revisión pormenorizada y exhaustiva del abanico de medidas y reformas que requiere la economía española. Me he referido solo a algunas de las más necesarias, pero esta relación quedaría incompleta si no mencionara las posibles actuaciones para mitigar los efectos potenciales del endeudamiento familiar y del encarecimiento de la vivienda sobre la sostenibilidad del crecimiento. Las medidas orientadas a aumentar la oferta de viviendas y la accesibilidad a la misma no serán suficientemente eficaces si no se aborda una reordenación del mercado del suelo, que sigue siendo una de las grandes asignaturas pendientes de la economía española. Igualmente, un tratamiento fiscal más neutral de la vivienda en propiedad y la profundización de las medidas encaminadas a desarrollar el alquiler podrían mejorar el funcionamiento de este mercado. Existen también implicaciones para el comportamiento de los intermediarios financieros, que abordaré a continuación, en el marco de una revisión de los principales rasgos de la evolución reciente del sistema financiero español.

Sistema financiero

El sistema financiero internacional se benefició en 2004 de las tendencias favorables ya iniciadas en 2003, y que han tenido continuidad en los primeros meses de 2005. Así, tanto el entorno de muy bajos tipos de interés a largo plazo y la estabilidad de los diferenciales de tipos, bien de países emergentes, o bien del sector de empresas, como la evolución de los principales índices bursátiles, los reducidos niveles de volatilidad y la existencia de un entorno de liquidez holgada configuran un escenario relativamente distendido, que contrasta con las dificultades sufridas al principio de la década.

A pesar de este favorable entorno, la coyuntura financiera incorpora ciertas complicaciones que no deben ser ignoradas. En primer lugar, el negocio financiero se caracteriza por su creciente complejidad, tanto en términos de demanda como de gestión. Así, el entorno de bajos

tipos de interés ha aumentado el apetito por el riesgo y facilitado el desarrollo de nuevos productos financieros, como los derivados de crédito, y de nuevos intermediarios, como los *hedge funds*. A su vez, estas nuevas posibilidades aumentan la necesidad de una gestión del riesgo por parte de las entidades mucho más sofisticada, dadas las características singulares de estos productos e intermediarios financieros, en especial su complejidad y opacidad.

Si a esto unimos las lógicas dudas sobre la sostenibilidad de ese escenario, no tanto en su continuidad como en la intensidad de su benignidad, es evidente que el adecuado comportamiento de los mercados e intermediarios financieros no debería llevar a la autocomplacencia, sino a reforzar la solidez de las entidades ante posibles cambios en los escenarios centrales favorables.

Las entidades de depósito españolas no han sido ajenas a estos desarrollos. Es más, a los elementos favorables ya señalados debemos añadir, en nuestro caso, un escenario macroeconómico muy favorable, con un crecimiento diferencial respecto al núcleo central europeo tanto en materia de producto como de empleo. Esto, junto con la buena posición de partida en términos de eficiencia y competitividad de nuestras entidades, ha permitido que se refuerce la solidez de nuestro sistema financiero y su liderazgo internacional. Así, las entidades han podido atender las mayores demandas de productos y servicios bancarios, tanto en volumen como en complejidad, reforzando al tiempo su rentabilidad. Pero, lógicamente, lo predicado sobre el escenario internacional y la necesidad de que los mercados y entidades sigan manteniendo su solidez operativa se aplica igualmente a nuestras entidades.

Así, en 2004 las entidades de crédito españolas han alcanzado, de nuevo, niveles de rentabilidad muy elevados, medidos tanto en crecimiento respecto al año anterior como en términos de ROE, situándose, al superar un 14%, por encima de los niveles medios alcanzados por sus competidores internacionales. Los elevados volúmenes de actividad, que compensan incluso de más los efectos negativos de los bajos tipos de interés sobre el margen de intermediación, y el estrecho control de los gastos de explotación, que permite un nuevo avance de la ratio de eficiencia, son los dos factores básicos que explican esa favorable evolución. Además, el aumento de la actividad se ha realizado precisamente mediante instrumentos que permiten a las entidades disponer de activos con garantías reales, en concreto inmobiliarios, que se caracterizan por unas menores tasas de morosidad. Por último, esa favorable evolución de los resultados es también producto de una diversificación de las fuentes de ingresos, con una importancia creciente de las asociadas a la prestación de servicios de cobros, pagos e intermediación de productos no bancarios.

En cuanto a la solvencia, esta permanece en niveles cómodamente por encima de los mínimos regulatorios, si bien el fuerte crecimiento del negocio y, por tanto, de la exigencia de recursos propios ha hecho que la ratio de solvencia de la banca decrezca ligeramente en 2004 respecto al año anterior. Esta solvencia se ve reforzada, en el caso español, por la política rigurosa en materia de provisiones de insolvencias.

Ahora bien, cuanto más optimista y favorable es el escenario central, tanto más necesario es prestar cuidadosa atención a las potenciales fragilidades. Aplicando este criterio a nuestras entidades, nos vamos a centrar en las tres líneas de defensa de las entidades frente a posibles dificultades: la gestión de los riesgos, que permite minimizar ex ante las dificultades, la rentabilidad y la solvencia, que facilitan la absorción de los riesgos una vez que se materializan.

Por lo que respecta a los riesgos, es indudable que los bajos niveles de morosidad alcanzados responden no solo a la favorable evolución financiera y macroeconómica, sino que reflejan

mejoras de los procedimientos de identificación, medición y control de dichos riesgos. El fuerte aumento de la actividad plantea, no obstante, algunas características sobre las que conviene reflexionar. En primer lugar, aun cuando los instrumentos con mayores crecimientos son los asociados con garantías reales, la concentración de estos en torno al mercado inmobiliario, junto con el creciente endeudamiento de las familias, son elementos que deben ser tenidos en cuenta por los gestores, pues ambos elementos (concentración sectorial y endeudamiento crecientes) llevan aparejados un mayor riesgo ante escenarios alternativos, que debería estar siendo analizado en el marco de la estrategia financiera de la entidad a medio y largo plazo, y teniendo en cuenta sus condiciones de equilibrio financiero.

En segundo lugar, conviene insistir en la necesidad de que los sistemas de gestión aplicados incorporen la realización periódica de pruebas de esfuerzo en escenarios adversos, considerando hipótesis de variaciones de precios de los activos inmobiliarios, evolución de los tipos de interés y otras modificaciones eventuales de los datos macroeconómicos. Este análisis favorecerá la revisión periódica de las estrategias de cada entidad y determinará la conveniencia de establecer medidas de control interno y un mecanismo de modulación del riesgo residual en que se incurre. Especial atención requieren aquellos segmentos del mercado, como la financiación de actividades de promoción inmobiliaria, que en el pasado han mostrado un perfil más arriesgado.

Además, las garantías reales han de ser valoradas, tal y como establece la normativa de tasaciones, como un valor de mercado calculado de forma prudente y sostenible en el tiempo, esto es, puede ser que la experiencia de pérdidas potenciales en situaciones adversas de los últimos veinte años no responda a las características de la situación actual. Este elemento deberá ser tenido en cuenta por las entidades a la hora de computar los consumos de capital de los créditos inmobiliarios en los enfoques avanzados de Basilea II. Pero esta necesidad de una valoración prudente no se limita a las entidades de crédito: las tasadoras juegan un papel clave en nuestro sistema financiero, y por ello es imprescindible que realicen su labor de acuerdo a las claras directrices de prudencia que emanan de su regulación específica.

La sostenibilidad de los resultados, su recurrencia, la diversificación de fuentes de ingresos y la continua búsqueda de eficiencia son elementos necesarios para reforzar la línea de defensa que representa la elevada rentabilidad de nuestras entidades. A este respecto, no debemos ignorar también la evolución por el lado del pasivo bancario. Así, la financiación de este elevado volumen de actividad ha sido posible gracias al acceso a mercados financieros eficientes tras nuestra pertenencia al euro, lo que ha permitido suplementar la financiación tradicional vía depósitos, insuficiente, a pesar de su fuerte dinamismo para financiar la actividad crediticia. Aunque el apalancamiento es consustancial al negocio financiero, ese creciente acceso a mercados financieros internacionales lleva aparejado un mayor coste de financiación, que presiona al alza el coste medio del pasivo y afecta negativamente al margen, algo que hay que tener en cuenta en las estrategias de futuro.

La última línea de defensa la constituyen los recursos propios y, dentro de estos, en especial, los de primera categoría. En efecto, solo las acciones ordinarias, las reservas y las participaciones preferentes permiten tanto la absorción de posibles pérdidas como la continuidad del negocio bancario. Esto, junto con su permanencia a largo plazo en los recursos propios, explica que los supervisores y los mercados presten una especial atención a estos elementos constitutivos de los recursos propios regulatorios. Respecto a las participaciones preferentes, tanto su capacidad de permanencia, y su preferencia en la absorción de pérdidas, como la no participación en la distribución de dividendos, han motivado que el Banco de España permita que su volumen sobre los recursos de primera categoría alcance el 30%. Además, las características de estos títulos y su frecuente distribución a través de la red han motivado que el

Banco de España haya venido recordando a las entidades la especial precaución que deben tener a la hora de distribuir entre sus clientela minorista un producto tan complejo, dados los riesgos reputacionales en los que pueden incurrir.

De cara a los próximos años, es conveniente reforzar esta política. Por ejemplo, sería claramente conveniente que cuando las emisiones fueran comercializadas entre la clientela minorista, los mecanismos de fijación de precios se apoyen en la intervención de inversores institucionales. Por otra parte, como reconocimiento a los procesos de innovación financiera, se debería considerar la adopción de un tratamiento más flexible en cuanto a las características de los denominados instrumentos innovativos de la primera categoría, básicamente participaciones preferentes con un aumento de la remuneración transcurridos 10 años (*step up*), hoy no aceptados dentro de los recursos propios de primera categoría por parte del Banco de España. Esta posibilidad debería venir acompañada, en cualquier caso, de un descenso del peso de las participaciones preferentes desde el 30% actual hacia un 15%, con el objeto de reforzar la importancia de los elementos constitutivos básicos de los recursos propios de primera categoría, las acciones ordinarias y las reservas.

Pasando a los desarrollos en materia de regulación, 2004 ha sido un año especialmente activo y, por qué no decirlo, difícil y complejo. Así, durante el mismo vieron la luz dos proyectos con impacto directo sobre las entidades de crédito: las normas internacionales de contabilidad (o IFRS, International Financial Reporting Standards) y el Nuevo Acuerdo sobre Adecuación del Capital, o Basilea II.

La Unión Europea tomó la decisión de que las cuentas consolidadas de los grupos con valores cotizados en cualquier mercado regulado de la Unión se elaboren, desde enero de 2005, utilizando las normas de internacionales de contabilidad. El objetivo no era otro que apoyar la creciente integración del mercado único europeo, garantizando que los inversores tengan acceso a una información financiera que goce del mayor grado de homogeneización posible. Además, se refuerza la integración del sistema financiero internacional, pues la naturaleza plurinacional de las normas internacionales de contabilidad facilita la convergencia de estas con los estándares contables norteamericanos.

El Banco de España, de acuerdo con sus competencias en materia de regulación contable de las entidades de crédito españolas, decidió acometer el proyecto de extender el uso de las NIC desde los estados consolidados hacia los individuales, los regulatorios y los reservados, evitando así los costes e incertidumbres de la existencia de diversos criterios contables, esfuerzo que tuvo su plasmación en la nueva Circular contable 4/2004. Con ello, reconoce y comparte los beneficios derivados de los esfuerzos encaminados a lograr un mayor grado de armonización contable, al tiempo que, como supervisor, mantiene un legítimo interés en la calidad de los estándares contables y en su efectiva implementación.

Asimismo, y a la vista de que el proceso de aprobación y adopción de los nuevos estándares internacionales se caracterizaba por su complejidad y existían ciertas dificultades de calendario, a través de la nueva Circular contable el Banco de España ha pretendido también otorgar, en la medida de lo posible, un mayor grado de certidumbre al proceso.

La complejidad que incorporan los nuevos estándares contables no viene solo del proceso al que acabo de hacer referencia, sino básicamente de las propias modificaciones contenidas en ellos, ya que suponen cambios notables en numerosos aspectos muy relevantes para la gestión de las entidades e imponen nuevas responsabilidades sobre los gestores en materia de elección de políticas contables.

Si bien es pronto para hacer una evaluación detallada de la implantación de las nuevas normas contables, que tan solo llevan en vigor unos pocos meses, la valoración inicial de este proceso que hace el Banco de España es positiva, y hay que reconocer, asimismo, el importante esfuerzo y el trabajo que están realizando las entidades financieras.

En cuanto a Basilea II, en junio de 2004 se publicó el texto definitivo del *Marco revisado de convergencia internacional de medidas y normas de capital*, entre cuyas novedades se encuentra la posibilidad de que las entidades utilicen metodologías internas de medición de riesgos si cumplen unos requisitos mínimos y son aceptadas por el supervisor. La posibilidad de acceder a las metodologías más avanzadas dependerá del desarrollo de sistemas de gestión de riesgos, de la integración efectiva de dichos sistemas en la gestión, de la adaptación del entorno tecnológico y de la disponibilidad de bases de datos de información histórica consistentes e íntegras. Aunque el Acuerdo no entrará en vigor hasta 2007, ya ha comenzado el largo y complejo proceso de desarrollo, implantación, validación interna por las entidades y revisión por el Banco de España de dichas metodologías, con ritmos que serán inevitablemente diferentes en función del distinto grado de preparación de las entidades. Por otro lado, en Europa se está discutiendo una directiva en el Parlamento Europeo que supondrá la implantación legal, con las adaptaciones oportunas, del marco de Basilea II a las especificidades institucionales y de mercados en la UE.

Es difícil resumir en unas pocas palabras lo que supondrá el nuevo Acuerdo. Quizás se puedan destacar las tres ideas básicas que subyacen a los tres pilares: un reconocimiento en la regulación de las buenas prácticas en materia de gestión del riesgo, junto con un incentivo a las mismas; un reforzamiento del juicio del supervisor, como elemento añadido de seguridad; y la importancia de la disciplina de mercado, esto es, del activo escrutinio del mercado, de los accionistas y de los acreedores, lo que implica un continuo reforzamiento de la transparencia. Es este último aspecto, el relativo al Pilar III, el que puede considerarse como el más desconocido y, a pesar de ello, el de mayor potencial a medio plazo como elemento de extensión de las mejores prácticas en materia de gestión de riesgos.

Por supuesto, la conclusión de Basilea II no es sino el inicio del proceso de implantación, no ya en las entidades de crédito, sino también en los propios supervisores. A este respecto, creo que tanto nuestras entidades como nuestro modelo de supervisión se encuentran en una magnífica posición para liderar en materia de calidad el proceso de implantación, proceso que redundará tanto en entidades mejor gestionadas como en una supervisión más eficaz.

Estos dos grandes hitos regulatorios conducen a algunas reflexiones adicionales. En primer lugar, los desarrollos de las NIC y Basilea II obligan a reforzar la cooperación internacional en materia de supervisión y regulación. Por un lado, la expansión internacional de la banca española y su presencia en un mayor número de jurisdicciones con características muy variadas hace necesario el establecimiento de relaciones bilaterales más intensas con autoridades de otros países, con el objetivo de lograr el mejor desempeño de las respectivas responsabilidades. Por otro lado, la nueva legislación europea de los conglomerados financieros profundiza también en la necesidad de una mayor cooperación. En concreto, la UE ha apostado por una solución cooperativa entre los supervisores como la más apropiada, e imprescindible. De hecho, esta es la línea que prevalece en la actualidad, a través, por ejemplo, del Comité de Supervisión Bancaria del BCE, o del recientemente creado Comité Europeo de Supervisores Bancarios, un comité de nivel tres en la aplicación al sector bancario del conocido como enfoque Lamfalussy. El Comité Europeo de Supervisores Bancarios mantiene entre sus atribuciones la de favorecer la convergencia de las prácticas supervisoras de los Estados miembros de la Unión Europea, así como la de aumentar y mejorar la cooperación entre supervisores.

Esta creciente cooperación de los supervisores será más necesaria cuanto más avance el ineludible proceso de integración del mercado financiero único. A este respecto, no podemos ignorar que el ritmo de integración dista mucho de ser homogéneo. Así, la integración del mercado interbancario puede calificarse como plena, especialmente en el área del euro, y muy elevada por lo que respecta a los mercados mayoristas, de emisiones y financiaciones de grandes empresas y bancos. En cambio, el mercado minorista sigue teniendo un marcado carácter local, y la integración solo se realizará a medida que vayan desapareciendo las barreras culturales e idiosincrásicas propias del mismo.

Lo mismo ocurre con la actividad transfronteriza. Así, las fusiones y adquisiciones de entidades de crédito de los últimos años han elevado a cuarenta el número de instituciones con actividad en varios países de la UE. En la medida en que se den las condiciones de rentabilidad oportunas, es predecible que esta tendencia se mantenga y que las entidades europeas sigan explorando las posibilidades que en términos de rentabilidad y menores costes ofrece este tipo de operaciones. A pesar de ello, las más de 8.000 entidades de depósito presentes en la UE siguen teniendo una marcada vocación localista.

En definitiva, la cooperación en materia supervisora en la UE deberá atender a los principios de pragmatismo y flexibilidad. Pragmatismo, que supone reconocer tanto el papel que las autoridades competentes nacionales deben jugar en la supervisión de un mercado único con muy distintos niveles de integración en las diferentes áreas del negocio como el protagonismo, cada vez mayor, que corresponderá a la autoridad del país de origen de las instituciones paneuropeas. Flexibilidad, para adaptar los niveles de cooperación al ritmo que exija la evolución de la integración de los distintos segmentos del mercado único.

Finalmente, en el terreno de los cambios que estamos viviendo, una importante fuente de modificaciones está proviniendo del intenso proceso regulador al que últimamente está sometido el sector bancario. La adaptación a las nuevas normas contables emitidas por el IASB, en el caso español concretadas en la nueva Circular contable, y la preparación para la implantación del nuevo acuerdo de capital son dos grandes proyectos que, sin duda, están requiriendo grandes esfuerzos por parte de las entidades europeas. Esfuerzos que están absorbiendo cuantiosos recursos y que merecen todo nuestro apoyo. En este sentido, creo en la conveniencia de que, después de un intenso proceso de cambios regulatorios, concentremos nuestros esfuerzos en lograr una buena implementación y permitamos una moderación en la intensidad regulatoria en estas áreas. Se trata, de este modo, de posibilitar una cierta digestión de las profundas modificaciones introducidas recientemente y de garantizar una adecuada implementación de las nuevas normas.

Desde un punto de vista diferente, permítanme una última reflexión, a través de la que pretendo reiterar la importancia de proporcionar una información adecuada al usuario de servicios financieros. Las entidades han de contribuir a que los clientes entiendan los productos que les son ofrecidos, a que los evalúen adecuadamente y a que, para ello, identifiquen los riesgos asociados a cada producto y los pongan en relación con su grado de tolerancia y con su capacidad para asumirlos.

En este sentido, el Banco de España siempre ha reconocido que el buen funcionamiento del sistema financiero precisa de consumidores bien informados y capaces de tomar sus decisiones de forma responsable. Por este motivo, en febrero de este año, se ha creado un portal de Internet dedicado a los clientes bancarios que está recibiendo cerca de 2.000 accesos diarios. A través de él no se pretende dar consejos ni hacer recomendaciones, sino orientar a los consumidores en su relación con las entidades de crédito, contribuyendo a que estos dispongan

de una mayor información. Un consumidor bien informado, junto con una actitud transparente por parte de las entidades, contribuye a aumentar la disciplina de mercado, con el consiguiente efecto favorable sobre la competencia y la eficiencia del sistema bancario español.

No quiero terminar sin transmitir un mensaje de confianza en nuestro sistema financiero. Estoy seguro de que las entidades españolas demostrarán, como lo han venido haciendo en el pasado, que son capaces de afrontar todo el conjunto de retos a los que me he referido. Y, por tanto, espero que los gestores de las entidades se comporten de un modo profesional y prudente, diseñando estrategias de negocio sostenibles a medio y largo plazo. De este modo, no solo contribuirán al funcionamiento estable de las entidades de las que son responsables, sino también al del conjunto del sistema financiero.

La incorporación, a partir del año pasado, de un capítulo dedicado a los aspectos de gestión del Banco de España me permite ser breve y destacar que el año 2004 se pudieron completar los planes de reestructuración de sucursales, el plan de renovación y redimensionamiento de la plantilla y el plan de prejubilaciones, y que se logró cerrar la negociación del convenio colectivo 2002-2004. Todas estas reformas hacen posible que podamos acometer de forma apropiada nuestras importantes competencias y funciones en el entorno de la Unión Monetaria, y han sido posibles gracias al esfuerzo y dedicación de todo el personal del Banco, a quienes quiero agradecer su actitud y su trabajo.

Finalmente, quiero expresar mi gratitud a todos los miembros de este Consejo por su inestimable apoyo y colaboración, y me gustaría terminar dedicando un recuerdo a dos personas que han fallecido el año pasado: Ángel Pardillos, que fue una de las víctimas de los atentados del 11 de marzo, y Eugenio Domingo, que compartió, en esta mesa, muchas sesiones de este mismo Consejo, antes y después de su estancia en el Banco Central Europeo.

Muchas gracias.