

BANCO DE ESPAÑA

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

MADRID, JUNIO 2001

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

MADRID, JUNIO 2001

Depósito legal: M-24763-2001

Imprenta del Banco de España

Sres. Consejeros:

En julio del año pasado se producía el relevo del Gobernador, Luis Ángel Rojo, al expirar el mandato de seis años contemplado en la Ley de Autonomía del Banco de España. Durante su mandato y el del Subgobernador, Miguel Martín, el Banco de España vivió muy directamente una etapa de profunda reforma y modernización de nuestro sistema financiero, el proceso de convergencia económica con Europa y el momento histórico de nuestro acceso a la Unión Monetaria. Siendo esta la primera ocasión en la que me corresponde presentar el Informe Anual ante este Consejo de Gobierno, me gustaría empezar reiterando nuestro agradecimiento por el legado de independencia, credibilidad y rigor que el Subgobernador y yo hemos recibido de nuestros antecesores y manifestando que estos mismos valores inspirarán nuestras actuaciones los próximos años.

Lo habitual en este tipo de informes es dedicarlos al análisis del ejercicio pasado. Permítanme que rompa esa tradición y empiece refiriéndome al futuro, al año 2002, en el que, con la introducción física de los billetes y monedas en euros se culmina la transición a la Unión Monetaria y que puede servir para simbolizar una nueva etapa en la economía española basada en la estabilidad económica y financiera, la integración y las reformas. Principios que también orientarán el trabajo de este Banco en el futuro.

En la primera parte de esta presentación pretendo destacar los aspectos más relevantes de la evolución de la economía durante el año 2000 y primeros meses de 2001. En la segunda parte, dedicada al sistema financiero, mencionaré temas tanto macroprudenciales, como de estructura y comporta-

miento del sector. Finalmente, el tercer apartado lo dedicaré al papel y actividades del Banco de España en esta nueva etapa.

Economía mundial

La economía mundial experimentó en el año 2000 un crecimiento inusualmente elevado, del 4,8 %. Tanto las economías industrializadas, con la excepción de Japón, como las llamadas emergentes se beneficiaron de este clima de bonanza. Paralelamente, la inflación repuntó en los países industrializados, debido en parte al impulso alcista del precio del petróleo, y disminuyó en el conjunto de las economías emergentes. Pero el año 2000 fue también un año de inflexión, en el que la actividad económica fue perdiendo fuerza, poniendo de manifiesto vulnerabilidades que es preciso afrontar.

Al igual que en años anteriores, la economía norteamericana fue la principal protagonista de esta expansión. No obstante, aunque el año 2000 supuso para Estados Unidos el crecimiento medio anual más elevado de los últimos 16 años, marcó también el final del reciente período expansivo, caracterizado por una duración e intensidad excepcionales. Hacia el verano comenzaron a detectarse signos de desaceleración, que se fueron confirmando a medida que transcurría la segunda mitad del año. Antes, ya en el segundo trimestre, los mercados financieros habían dado señales de preocupación, a raíz de los primeros síntomas de descenso en los beneficios empresariales. La caída de las cotizaciones fue más intensa en los valores bursátiles más ligados a la nueva economía, y vino acompañada de un repunte en las primas de riesgo de los valores de renta fija de menor calidad crediticia.

Los primeros meses del año 2001 han estado caracterizados por una continuación de la desaceleración de la economía americana y por su extensión a otras áreas, especialmente aquellas con las que está más ligada comercialmente (Canadá, México, sudeste de Asia).

Este debilitamiento de la economía estadounidense contrasta con la fortaleza que ha venido manteniendo el dólar, no solo frente al euro sino también en términos efectivos. Probablemente, esta robustez, que está relacionada con las relativamente más favorables perspectivas de rentabilidad a medio plazo de las inversiones en los Estados Unidos, podría sin embargo re-

sultar excesiva, habida cuenta del déficit de la balanza corriente estadounidense y de que los mercados financieros pueden mantener en ocasiones, incluso durante espacios de tiempo prolongados, los tipos de cambio distantes de lo que parece justificar la evolución de los fundamentos.

En todo caso, persisten dudas sobre la intensidad, duración y perfil temporal de la presente fase de corrección económica en los Estados Unidos, ligadas a una serie de incógnitas, entre las que cabe destacar las siguientes: en primer lugar, en qué medida se restablecerán los ritmos de crecimiento de la productividad observados hasta los meses centrales del año 2000; una segunda incógnita es cuál será la profundidad de la caída del consumo, que si bien restablecería niveles del ahorro privado, posiblemente más equilibrados a largo plazo, también tendería a agudizar la pérdida de ritmo de la demanda; y, por último, la intensidad y duración del ajuste de los beneficios empresariales, en especial en el sector de nuevas tecnologías y, en relación con esto, el alcance de la corrección de las cotizaciones bursátiles. De la respuesta a estos interrogantes dependerá la magnitud y duración de la desaceleración en Estados Unidos.

Las perspectivas inmediatas de la economía mundial aparecen estrechamente ligadas a las de Estados Unidos, bien sea por su influencia directa o porque el resto de economías están expuestas a las mismas perturbaciones. Antes de pasar a la situación en Europa y España me gustaría mencionar rápidamente su influencia en América Latina.

La incidencia de la evolución económica estadounidense sobre América Latina discurre a través de dos canales: el real y el financiero. El canal real, por medio de los intercambios comerciales, es particularmente acusado en el caso de México, cuyas previsiones de crecimiento para el año 2001 se han revisado a la baja, siendo bastante más tenue en las otras dos principales economías del área, Argentina y Brasil. El canal financiero, en parte, compensa el efecto negativo del canal real, a través de la transmisión a América Latina del recorte de tipos de interés norteamericanos, de 2,5 puntos en los cinco primeros meses de 2001. En conjunto, la desaceleración de la economía norteamericana se espera que traiga consigo una aproximación entre las posiciones cíclicas de las principales economías latinoamericanas.

Zona euro

En la zona del euro, los resultados económicos alcanzados en el año 2000 han sido favorables tanto en términos de crecimiento como de creación de empleo. La pujanza de la economía norteamericana hasta mediados del año y la mayor competitividad, derivada de la depreciación del euro, han contribuido a esa evolución. Por contra, el aumento en los precios del petróleo ha afectado de forma negativa a la expansión económica en Europa.

La zona del euro no es inmune al aumento de la incertidumbre en la escena económica internacional. En particular, la desaceleración de la economía americana puede hacer que la senda de disminución del crecimiento en la Unión Económica y Monetaria (UEM), iniciada a finales del pasado año, se prolongue, dependiendo de la intensidad y duración de la ralentización en aquel país y del efecto que todo ello tenga sobre la confianza de los agentes y sobre los mercados financieros. En cualquier caso, cabe esperar que la actividad del área del euro mantenga su relativo dinamismo, en la medida en que el comportamiento de la demanda interna se vea apoyado por la evolución favorable de la renta y de las condiciones financieras.

En la primera parte del año 2000, la política monetaria fue adaptándose al deterioro de las perspectivas sobre la evolución de los precios, en un contexto de mejora de la situación económica, instrumentando subidas graduales de los tipos de interés, que, sin embargo, no impidieron que el tono monetario resultara propicio para la expansión económica en el conjunto del área y que fuera claramente holgado en algunos países que, como España, se encontraban en una fase más adelantada del ciclo y sufrían mayores tensiones de precios.

Aunque, debido a factores esencialmente transitorios, la inflación de la zona llegó a situarse por encima del 2 %, la desaceleración en el crecimiento económico estadounidense, y el consiguiente deterioro de las perspectivas económicas mundiales, moderaron los riesgos inflacionistas a partir del tercer trimestre, propiciando que en octubre se interrumpiera la serie de alzas en los tipos de interés oficiales. Desde entonces, el Banco Central Europeo (BCE), en su evaluación de los riesgos inflacionistas, ha adoptado un tono prudente, modificando gradualmente su valoración de las condiciones macroeconómicas del área en función de los desarrollos en su entorno exte-

rior y de los datos disponibles sobre su impacto en la zona del euro. Como consecuencia de ello, en mayo del presente año llevó a cabo una pequeña disminución de su tipo de interés principal, que se sitúa en la actualidad en el 4,50 %, al estimar que el menor crecimiento económico previsto para la UEM debe mitigar las presiones inflacionistas en el medio plazo.

En cualquier caso, el BCE sigue atentamente la evolución de la inflación en la UEM, pues aunque el clima económico menos expansivo tiende a moderar los incrementos de precios, todavía subsisten factores de riesgo —asociados, principalmente, al futuro de la moderación salarial y a la incertidumbre sobre el proceso de transmisión a los precios finales del encarecimiento de la energía y de otros inputs importados— que podrían ralentizar la disminución prevista de las tasas de inflación en el futuro próximo.

Una vez comentados los principales rasgos que han caracterizado la evolución económica internacional durante el pasado año, quisiera resaltar dos conclusiones que se derivan de dicha evolución y que, por su interés, merecen un comentario especial. La primera de ellas es que el progreso tecnológico no implica la desaparición de los desequilibrios macroeconómicos; la segunda es la diferente situación de las economías estadounidense y europea, tanto por lo que respecta a sus posiciones cíclicas, como a sus perspectivas de crecimiento a medio plazo.

El progreso tecnológico no presupone la ausencia de desequilibrios

La evolución económica de los Estados Unidos, en estos últimos años, ha estado poderosamente influida por la innovación tecnológica. Su efecto se ha dejado sentir, primero, en los sectores de la nueva economía, pero, poco a poco, se ha manifestado también en los sectores económicos tradicionales, a medida que estos han ido incorporando los avances tecnológicos a los procesos de producción y distribución. Como consecuencia de ello, no solo se ha observado un ritmo de crecimiento económico considerablemente más elevado que en las últimas dos décadas, sino que existe evidencia empírica, cada vez más sólida, de que se puede haber logrado una mejora en la tasa de expansión de la productividad tendencial.

Ahora bien, que el progreso tecnológico favorezca la capacidad de crecimiento de forma sostenida no implica, como la experiencia de estos últimos años en los Estados Unidos pone claramente de manifiesto, que con ello desaparezcan los desequilibrios macroeconómicos. Al contrario, las favorables expectativas económicas que ha traído consigo el progreso tecnológico han propiciado un fuerte incremento de las cotizaciones bursátiles y, a través del bajo coste del capital y del efecto riqueza, una expansión de la demanda interna que, a partir de cierto momento, ha rebasado el ritmo potencial de crecimiento del producto, incluso en el más optimista de los escenarios sobre los efectos de la nueva economía.

Fruto de estos desajustes han sido, la notable caída del ahorro financiero neto de las familias norteamericanas —hasta el -4% de la renta disponible—, el incremento significativo del endeudamiento de las empresas y, para el conjunto de la economía, la ampliación del ya elevado déficit por cuenta corriente hasta el $4,4\%$ del PIB, si bien financiado, en buena parte, por inversión directa.

Esta acumulación de desequilibrios, en un entorno en el que también comenzaban a percibirse señales de presiones alcistas sobre los precios, hacía, no solo inevitable, sino en parte deseable, la desaceleración del ritmo de expansión de la demanda agregada, hasta alcanzar tasas compatibles con el potencial de crecimiento económico, lo que necesariamente significaba un descenso transitorio de la productividad. Por tanto, de la experiencia reciente se puede extraer la conclusión de que el progreso tecnológico y los cambios estructurales que lleva consigo no implican la desaparición o moderación de los ciclos económicos. Lo que sí trae consigo el progreso tecnológico es una ampliación de los límites a la capacidad de crecimiento sostenido sin incurrir en tensiones inflacionistas.

Diferencias de la economía de la zona del euro

La economía del área del euro se ha visto, como he señalado, afectada por el deterioro del clima económico internacional y, en particular, por la brusca desaceleración de la economía norteamericana. Es esta una consecuencia lógica de la creciente interdependencia de las distintas áreas geográficas, favorecida por el incremento de los flujos comerciales y financieros in-

ternacionales. No obstante, sería un error trazar paralelismos excesivos entre economías que, al mantener posiciones cíclicas y características estructurales diversas, no disponen de las mismas perspectivas de crecimiento.

En particular, en la UEM no se dan gran parte de los desequilibrios macroeconómicos y financieros que se han ido acumulando en Estados Unidos. En Europa, aunque la inversión ha mantenido cierto dinamismo en los últimos años, no se vislumbra signo alguno de un exceso en la acumulación de bienes de equipo. Por otra parte, aunque la tasa de ahorro europea ha descendido en los últimos años, todavía se mantiene en niveles sensiblemente superiores a los vigentes en Estados Unidos. Finalmente, el sector privado goza de una situación patrimonial menos vulnerable, caracterizada por un menor endeudamiento relativo y por una menor exposición a las fluctuaciones en los precios de los activos financieros.

El mantenimiento de tasas de ahorro privado elevadas, y los esfuerzos de consolidación fiscal acometidos por los estados miembros de la UEM en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, han facilitado el logro de una posición exterior saneada del conjunto de la zona. Estos factores permiten esperar que la zona del euro pueda sostener, en el futuro próximo, un ritmo de crecimiento próximo a su potencial, aunque sujeto al impacto de la evolución del entorno internacional.

En este contexto, no debe resultar sorprendente que la evolución de la política monetaria haya diferido a ambos lados del Atlántico. Esta discrepancia creo que no obedece tanto a diferencias en los mandatos estatutarios de los bancos centrales respectivos, sino, más bien, a situaciones económicas de base dispares, que requieren acciones distintas.

Por otra parte, el cumplimiento del objetivo de ampliar la capacidad de crecimiento de la economía requiere el concurso de otras vertientes de la política económica distintas de la monetaria. A este respecto, se han producido avances en los últimos años por parte de los gobiernos europeos en el terreno de la consolidación fiscal, incrementando, de esta forma, el margen de manio-obra disponible en las cuentas públicas para hacer frente a circunstancias cíclicas adversas. Del mismo modo, deben destacarse los esfuerzos realizados para mejorar el funcionamiento de los mercados europeos de productos y de factores, dentro de los llamados procesos de Cardiff y de Luxemburgo, que han permitido avances significativos en su integración y eficiencia.

Pese a estos logros, los retos que tiene planteados a medio plazo la economía europea exceden, con mucho, el alcance de las medidas de política económica y de las reformas hasta ahora aplicadas.

Así, en un contexto donde las finanzas públicas deben estar preparadas para hacer frente a las previsibles consecuencias presupuestarias del envejecimiento de la población, se precisan, en general, medidas adicionales eficaces de contención del gasto, que ejerzan una influencia positiva permanente sobre las cuentas públicas. Del mismo modo, las prioridades presupuestarias deben asignarse de modo que se favorezcan los capítulos, como la educación, o los programas de I+D, que más pueden contribuir a ampliar, en el medio plazo, el potencial de crecimiento. Asimismo, existe en muchos países un amplio margen para aumentar la eficiencia de los sistemas impositivos vigentes. Ahora bien, con objeto de maximizar su eficacia, resulta preciso que las acciones encaminadas a mejorar la calidad de las finanzas públicas no impliquen una ralentización del proceso de consolidación fiscal.

Por su parte, las políticas estructurales europeas deben profundizar en el logro de un funcionamiento más integrado, flexible y competitivo de los distintos mercados, y en remover los obstáculos que impiden el desarrollo y la utilización de las nuevas tecnologías. Es este un desafío importante que exige reformas profundas en ámbitos tan diversos como el sistema educativo, los mercados financieros, o los mecanismos de regulación de la actividad económica. Del éxito en este campo depende que Europa pueda aspirar a competir en los sectores con mayor futuro y a incrementar, de forma satisfactoria, la productividad general de la economía.

Gran parte de los elementos aquí señalados aparecen entre los objetivos incluidos por las autoridades europeas, en conclusiones como las del Consejo Europeo Extraordinario de Lisboa del pasado año. Pese a ello, recientemente se percibe una cierta sensación de fatiga en los procesos de consolidación fiscal y de reformas estructurales en algunos países. La envergadura e importancia de los retos planteados exige que las autoridades públicas no cedan a visiones excesivamente cortoplacistas, que hagan perder vigor a las reformas necesarias y que dificulten el progreso conjunto.

Economía española

La economía española culminó en el año 2000 una etapa de crecimiento prolongado, en la que ha seguido avanzando en el proceso de convergencia real con los restantes países europeos.

El año 2000 se cerró con una tasa de crecimiento del PIB real del 4 %, que supera en 6 décimas la registrada por el conjunto de países de la UEM. No obstante, el ritmo de crecimiento del producto se fue moderando en el transcurso del ejercicio como consecuencia de la sensible desaceleración de la demanda nacional, solo parcialmente compensada por la mejora en la contribución de la demanda exterior neta. El menor ritmo de expansión de la demanda se hizo especialmente patente en su componente de inversión en bienes de equipo, que reaccionó con prontitud al cambio en las expectativas.

El gasto de los consumidores se fue ralentizando también, en este contexto de mayor incertidumbre, de alzas de precios y de pérdida de riqueza financiera, pero conserva todavía un tono sostenido, como consecuencia del incremento del empleo. Las exportaciones de bienes y servicios, por último, han seguido dando muestras de un notable dinamismo, a pesar del menor crecimiento de los mercados exteriores. Esto permite ser razonablemente optimistas sobre el limitado alcance del cambio en el entorno internacional sobre nuestra economía. Pero ello dependerá, en gran medida, de la corrección de algunos desequilibrios incipientes que fueron percibiéndose a lo largo del pasado año.

Estos desequilibrios se han manifestado, fundamentalmente, a través del diferencial de precios y costes con los restantes países de la UEM, de la escasez del ahorro, de la pérdida de intensidad del proceso inversor y del aumento de la necesidad de financiación de la economía. Todos ellos, como se ve, son desequilibrios propios de una economía que, tras varios años de crecimiento ininterrumpido, se encuentra en una posición cíclica avanzada —por delante de la mayoría de los países de nuestro entorno— y cuya corrección se verá favorecida por la desaceleración de la demanda que ya se está produciendo. De hecho, la moderación del consumo ha detenido el descenso de la tasa de ahorro, y la ralentización de las importaciones ha reducido el deterioro del déficit exterior.

A pesar de su naturaleza eminentemente cíclica, estas tensiones ponen en evidencia, también, deficiencias de carácter estructural que siguen aquejando al funcionamiento de la economía. Los riesgos que generan estos desajustes deben abordarse a través de los instrumentos de política económica disponibles, teniendo en cuenta que la política monetaria ha dejado de ser un instrumento susceptible de utilizarse según los requerimientos domésticos.

Las condiciones monetarias vigentes en la zona del euro han sido excesivamente holgadas para la economía española, habida cuenta del contexto expansivo en el que se estaba desarrollando y de la intensidad del shock externo que supuso el aumento de los precios del petróleo. Aunque el tono de la política monetaria del Eurosistema se modificó a medida que lo hicieron las perspectivas inflacionistas del conjunto de la zona, los tipos de interés reales se mantuvieron bajos y los tipos a largo plazo disminuyeron. Además, la depreciación del euro solo se interrumpió ya bien avanzado el año, aunque, posteriormente, ha vuelto a dar signos de debilidad.

Todo ello se tradujo en un ritmo de expansión elevado del crédito bancario al sector privado residente, que el año pasado volvió a aumentar alrededor del 20 %, si bien ha comenzado a mostrar ciertos signos de moderación en los primeros meses del año 2001. El crecimiento fue especialmente pronunciado en los préstamos para la adquisición, construcción y comercialización de viviendas, en un contexto de tipos de interés reales históricamente bajos y fuerte competencia entre las entidades en este segmento del mercado. De este modo, además de favorecer el avance de la demanda interna, el comportamiento del crédito ha contribuido a configurar un marco propicio para el incremento de los precios en el sector inmobiliario.

Estas condiciones monetarias holgadas solo se vieron parcialmente contrarrestadas por la política fiscal, que tuvo un tono moderadamente restrictivo, alcanzando unos resultados mejores que los programados, lo que ha permitido que, para el año en curso, se haya previsto la consecución de un presupuesto equilibrado. El logro de unas finanzas públicas equilibradas, tan positivo para el desenvolvimiento de la economía, tenderá a consolidarse con los procedimientos de disciplina previstos en el Proyecto de Ley de Estabilidad Presupuestaria; cualquier margen adicional que la política presupuestaria pueda tener debería ser utilizado para mejorar el saldo de las finanzas públicas.

La presión de la demanda contribuyó a la aparición de tensiones inflacionistas que se vieron acentuadas por el incremento de los precios del petróleo, de forma que, al terminar el pasado año, la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) se situó en el 4 %. En los primeros meses de este año, el ritmo de aumento del IPC se ha estabilizado en torno a este valor, ya que las tensiones en el mercado del crudo no acaban de desaparecer. A ello, se han añadido las distorsiones que han tenido lugar en los mercados de productos cárnicos. Se trata, en ambos casos, de elementos en gran medida transitorios que deben remitir en los próximos meses. Esto, unido a la propia desaceleración de la economía, supone un cambio importante en las perspectivas de inflación hacia tasas más bajas y próximas a la definición de estabilidad de precios formulada por el BCE, que debería seguir siendo la referencia en el medio plazo para los agentes económicos. Existe, sin embargo, el peligro de que la traslación de las alzas de precios a los salarios a través de las cláusulas de revisión, inexistentes en la mayoría de los países europeos, retrase la desaceleración prevista de los precios de consumo y, al presionar sobre los costes de las empresas, reduzca el ritmo de crecimiento y de creación de nuevos puestos de trabajo.

La pervivencia de un diferencial de inflación con la media de la zona del euro es causa de preocupación, en la medida en que puede revelar la existencia de problemas de competitividad. En los sectores más expuestos a la competencia exterior, principalmente manufacturas, los incrementos excesivos de costes, al no poderse trasladar a los precios, generan pérdidas de rentabilidad relativa frente a competidores externos. Los sectores más cerrados a la competencia, buena parte de los servicios, pueden, en cambio, trasladar íntegramente los aumentos de costes a los precios e, incluso, aprovechar el dinamismo de la demanda para aumentar los márgenes, contribuyendo así a mantener los diferenciales de inflación. Este comportamiento perjudica, ante todo, la competitividad de la economía en su conjunto, pero también el desarrollo de los sectores que tratan de aprovecharse a corto plazo del poder de mercado que les brinda la limitada competencia.

La economía española está en condiciones de seguir una senda de expansión en torno al 3 % en los próximos años —superior a la media de la zona del euro—, aunque para ello es necesario afrontar adecuadamente los desequilibrios que han ido apareciendo después de una larga fase de crecimiento rápido. Si esto no se logra, se estaría comprometiendo la competitivi-

dad de la economía, lo que resultaría especialmente preocupante en un momento de pérdida de vigor de la economía mundial y de aumento de la incertidumbre.

Ello exige que los agentes sociales adecuen su comportamiento a los patrones de estabilidad nominal que inspiran el funcionamiento de la UEM, prolongando la pauta de moderación y estabilidad que ha presidido los primeros años de la Unión Monetaria. Se trata, por tanto, de consolidar una nueva cultura, en la que la negociación de salarios, alquileres y otras rentas, y la fijación de precios no basculen, como en el pasado, sobre una determinada tasa positiva de inflación en el conjunto de la economía, sino sobre las posibilidades que ofrece la evolución de la oferta y la demanda en cada caso concreto.

El año 2001 resulta especialmente importante para asentar las posibilidades de crecimiento sobre una continuidad de las pautas de estabilidad que han hecho posible la actual fase de expansión. Es necesario, por tanto, que las diferentes vertientes de la política económica potencien el grado de flexibilidad de la economía y mejoren el funcionamiento de los mercados.

De este panorama alentador, pero no exento de riesgos, me parece relevante entresacar dos temas: en primer lugar, los aspectos positivos y vulnerabilidades del patrón de crecimiento intensivo en creación de empleo que estamos siguiendo; y en segundo lugar, la importancia de fomentar unas condiciones apropiadas para aumentar el potencial de crecimiento a medio y largo plazo.

Patrón de crecimiento intensivo en empleo

El patrón de crecimiento de la economía española durante los últimos años se ha caracterizado por una intensa creación de empleo y, en consecuencia, por un moderado aumento de la productividad aparente del trabajo. Durante el período 1997-2000, el crecimiento medio anual del PIB real de nuestra economía ha sido del 4,1 % y el del empleo, del 3,5 %; el aumento de la productividad del trabajo ha sido, por tanto, del 0,6 %. Estos datos contrastan con los que tuvieron lugar en la etapa precedente, 1980-1996, en la que las tasas de crecimiento del producto y del empleo fueron del 2,5 % y del 0,6 %, respectivamente, con lo que el aumento de la productividad llegó al 1,9 %.

Para una economía como la española, que todavía tiene un bajo nivel de ocupación del factor trabajo, parece conveniente seguir un patrón de crecimiento intensivo en creación de empleo, aunque ello implique pasar por una fase de escaso aumento de la productividad aparente del trabajo, siempre que los ritmos de la inversión y de la innovación sean elevados y creen las bases para una mejora posterior; de hecho, esto es lo que ocurrió en la economía americana.

El caso de la economía de Estados Unidos resulta, en este sentido, ilustrativo. Como se recordará, este país vivió, hasta mediados los años noventa, un período en el que su crecimiento estuvo basado en el empleo, registrándose tasas de aumento de la productividad del trabajo que apenas superaron el 1 % anual. La flexibilidad de su mercado laboral permitió un mayor desarrollo relativo del sector servicios, caracterizado por el uso intensivo de mano de obra, a costa de la industria manufacturera tradicional, donde los requerimientos de empleo por unidad de producto son inferiores. Los importantes aumentos en la productividad del trabajo —consecuencia de la fuerte y continuada tasa de inversión y de la difusión de los procesos de innovación tecnológica— solo se manifestaron de forma clara cuando la economía norteamericana alcanzó, prácticamente, una situación de pleno empleo.

Si se compara este proceso con el que ha tenido lugar en Europa durante las últimas décadas, se aprecia que la mayor rigidez de los mercados de trabajo europeos ha inducido una orientación de la inversión hacia sectores relativamente intensivos en capital y ha ralentizado la expansión del sector servicios. De hecho, hoy día, el sector terciario ocupa el 60 % de la mano de obra europea, frente al 76 % en Estados Unidos. Esta menor capacidad europea para la generación de empleo se tradujo en unas tasas de paro elevadas —que, en promedio, duplican la de Estados Unidos— y en un incremento de la productividad aparente del trabajo relativamente más elevado, en aquellos momentos, superior al 1,5 %. Por tanto, las economías europeas —y entre ellas la española— se enfrentan actualmente a una etapa que Estados Unidos ya superó con anterioridad y que debe ir encaminada a reducir las altas tasas de paro existentes.

El reto consiste, precisamente, en hacer compatibles los actuales procesos intensivos de creación de empleo con aumentos de la inversión que incorporen los avances tecnológicos recientes y permitan un mejor uso de los re-

cursos productivos. Los aumentos de la productividad que origine este proceso se irán haciendo efectivos y evidentes, cada vez con mayor intensidad, a medida que se absorban las tasas de desempleo existentes. A su vez, la baja productividad hace a la etapa actual de crecimiento especialmente vulnerable a los incrementos salariales, que, al no poder ser compensados, se trasladan a mayores costes laborales unitarios.

Aumentar el potencial de crecimiento

La conveniencia temporal de seguir un modelo de crecimiento intensivo en la creación de empleo no debe llevar a infravalorar la importancia que tiene el impulso de los factores en los que se asienta el aumento del crecimiento potencial de la economía, para lo cual no basta con utilizar plenamente y con eficacia los recursos disponibles. Además, es necesario aumentarlos cuantitativa y cualitativamente a lo largo del tiempo, a través de las inversiones en capital humano, productivo y tecnológico, proceso en el cual la innovación empresarial y la incorporación de las nuevas tecnologías de la comunicación y de la información desempeñan un papel primordial.

Todo ello requiere estructuras económicas flexibles que exigen continuar con la política de reformas en diversas áreas. En el mercado de trabajo, en el que tras las reformas recientes conviene incidir especialmente en la negociación colectiva, para conseguir una articulación más eficiente que facilite que los salarios puedan crecer de forma diferenciada y así adaptarse a las condiciones particulares de las empresas. A su vez, este crecimiento diferenciado de los salarios incentivará la movilidad laboral entre empresas, sectores y zonas geográficas con diferentes condiciones de empleo. Igualmente, deben potenciarse las políticas encaminadas a aumentar la participación en el mercado laboral, sobre todo de aquellos colectivos que tradicionalmente se han mantenido al margen del mismo. También la reforma del mercado del suelo, caracterizado por su escasa competencia y transparencia, ayudaría a eliminar trabas a la movilidad geográfica del empleo. En el área de la educación, es necesario intensificar las inversiones en formación y en la mejora de la capacitación de los trabajadores, en especial facilitando su adaptación a las nuevas tecnologías, como forma de reducir la escasez de mano de obra en ese sector. Finalmente, hay que aumentar el stock de capital productivo —pri-

vado y público— a través del mantenimiento de tasas de inversión elevadas, que doten al país de las infraestructuras y del capital necesarios para aumentar su productividad de forma sostenida.

Se trata, pues, de continuar la política de reformas y de seguir las directrices recientemente aprobadas en las Orientaciones Generales de Política Económica. Todo ello es especialmente importante para la continuidad del proceso de convergencia con los niveles de renta per cápita de la UEM, que hasta ahora se ha asentado principalmente en el fuerte dinamismo del empleo. Conforme nos vayamos acercando a las tasas europeas de ocupación, las diferencias solo se podrán seguir acortando si el incremento de nuestra productividad supera al de la UEM.

Debemos aspirar a conseguir, a medio plazo, una combinación de dinamismo en la creación de empleo con altas tasas de productividad, lo que significa ser capaces de mantener un elevado ritmo de crecimiento de forma duradera, sin que ello dé lugar al surgimiento de presiones alcistas de costes, márgenes y precios. Pero esto solo es posible si tenemos una economía mucho más flexible en el funcionamiento de sus mercados y de sus instituciones de lo que lo es en la actualidad.

Estabilidad financiera

Pasando a las cuestiones relativas a la estabilidad financiera, uno de los fenómenos más destacables de los últimos años es la creciente importancia de los mercados financieros y su cada vez mayor interrelación con la economía real.

En Europa, el desarrollo de los mercados de capitales está conduciendo a un modelo banca-mercados más equilibrado. La tenencia de acciones por parte de las familias en la Unión Europea ha aumentado en los últimos años: si en 1995 suponían un 26 % de sus activos financieros, este porcentaje era ya del 37 % en 1999. A ello hay que sumar las tenencias indirectas a través de fondos de inversión, fondos de pensiones y otras formas de inversión colectiva, cuya popularidad ha aumentado visiblemente.

Una implicación inmediata de estos cambios es la de aumentar la conexión entre los mercados financieros y el sector real. Que una porción creciente de la riqueza se mantenga en forma de valores, cuyo precio puede oscilar 24 horas al día en los mercados mundiales, tiene implicaciones evidentes para la dinámica de la renta disponible y del consumo. Añadido a este canal directo, está el relativo al coste del capital y su influencia en la inversión de las empresas. Por último, los mercados de valores desempeñan un papel también muy importante en la formación de expectativas de consumidores y empresarios, quienes, gracias a los constantes flujos de información procedentes de dichos mercados, ajustan continuamente su valoración del entorno económico.

Los canales de transmisión del sector financiero al sector real son, pues, cada vez más ágiles, rápidos y complejos. En los debates sobre este tema han surgido dos cuestiones relevantes e interrelacionadas: la primera, es en qué medida la volatilidad de los mercados financieros se está transmitiendo, también de manera más intensa y rápida, a la economía real; la segunda, se refiere a si los mercados financieros amplifican las fluctuaciones de la economía real. Dicho de otra forma, considerando en conjunto ambas cuestiones, lo que se está debatiendo es en qué medida el comportamiento de los mercados financieros añade volatilidad y prociclicidad a la economía real.

Respecto a la primera cuestión, existen ejemplos recientes que apuntan en sentidos opuestos. Ha habido episodios de intensa transmisión de las perturbaciones financieras al sector real, como, por ejemplo, la pasada crisis asiática. Sin embargo, también debe reconocerse que las economías desarrolladas han mostrado un grado notable de resistencia a determinadas turbulencias financieras. En este caso, buena parte de la evolución estable de las variables reales, en un entorno financiero tan volátil, hay que atribuirla, por un lado, a la existencia de sistemas financieros saneados y dotados de márgenes de maniobra suficientes para absorber el impacto de perturbaciones de diversa naturaleza; por otro, a una mayor diversificación de tenedores de instrumentos financieros y de operadores financieros; y, finalmente, a la pronta reacción de las autoridades. Por el contrario, cuando estas condiciones no se han dado, las tensiones en el sector financiero han tendido a transmitirse de forma relativamente intensa al sector real.

Pasando a los posibles factores explicativos de esta eventual amplificación del ciclo en el sector financiero, estos son múltiples y complejos. La creciente competencia en el sector bancario y en los mercados financieros, que en la fase de auge induce estrategias más arriesgadas que solo se corrigen cuando el aumento de fallidos pone en evidencia sus consecuencias; cierta tendencia de los agentes económicos a sobrereaccionar ante cambios en el entorno; su inclinación a comportarse ocasionalmente de forma gregaria, reforzando tendencias; el uso de herramientas de valoración y de gestión del riesgo comunes y una visión cortoplacista del «valor para el accionista» son, todos ellos, factores que inducen fluctuaciones más acusadas en el precio de los activos. Por su parte, también las propias regulaciones prudenciales han podido, en ocasiones, favorecer un excesivo énfasis en el corto plazo a la hora de valorar los riesgos.

¿Qué pueden hacer las autoridades para contrarrestar estas tendencias? En este terreno, todavía abierto a la discusión, se apuntan varias opciones. En primer lugar, es esencial fomentar en las entidades un mejor conocimiento de los riesgos asumidos, una orientación a largo plazo de sus análisis y, en consecuencia, una gestión más prudente. En segundo lugar, es conveniente promover una mayor heterogeneidad de los participantes en los mercados financieros, que evite comportamientos miméticos. En tercer lugar, es aconsejable una mejor comprensión y evaluación del comportamiento de la liquidez en los mercados, tanto por parte de los participantes en ellos como por parte de los supervisores. Finalmente, corresponde a las autoridades reguladoras introducir reglas que no promuevan estrategias cortoplacistas, sino que incentiven comportamientos anticíclicos. Esta cuestión resulta especialmente relevante en la discusión de la nueva regulación de los recursos propios mínimos propuesta por el Comité de Basilea, que, por su mayor sensibilidad al riesgo, es susceptible de introducir elementos de prociclicidad.

La provisión estadística, introducida por razones prudenciales en el año 2000 por el Banco de España, está en sintonía con el deseo de atenuar comportamientos procíclicos. Esta provisión parte del principio fundamental de que las entidades deben empezar a reconocer las pérdidas esperadas asociadas a un crédito desde el momento mismo de su concesión, al existir una probabilidad no nula de impago. Una provisión de este tipo introduce elementos anticíclicos en el comportamiento de las entidades de crédito, al favorecer una valoración más correcta de las carteras crediticias

Antes de pasar a comentar la evolución de los mercados financieros el año pasado, quiero recalcar la idea de que una economía saneada y dinámica solo es posible con instituciones financieras solventes y mercados financieros resistentes. En Europa, además de las cuestiones generales mencionadas anteriormente, el logro de este objetivo pasa necesariamente por el avance decidido en el proceso de integración de los mercados financieros.

Mercados financieros

La introducción del euro constituye un elemento catalizador de la competencia e integración de los mercados de la UEM, pero existen todavía impedimentos que hacen que el proceso de integración de los mercados financieros continúe a un ritmo inferior al deseable. Quizás los dos ejemplos extremos sean, por un lado, el mercado monetario, representativo de un mercado europeo integrado, y, por otro, el mercado de banca detallista, como ejemplo de poca integración.

Dos son las iniciativas que han intentado afrontar el escaso avance registrado hacia el mercado único financiero. La primera de ellas es el Plan de Acción de Servicios Financieros de la Comisión Europea, por el que se ha dado impulso político a cambios legislativos en materia de mercado de valores, de pensiones y de protección del inversor, con el objeto de dar un sustrato legislativo permanente al mercado único financiero. La segunda iniciativa, derivada de las dificultades encontradas en la ejecución del citado Plan de Acción, es el llamado Informe Lamfalussy. Este Informe, en vista de lo lenta y costosa que resulta la promulgación de directivas en el ámbito de valores, propone una auténtica revolución normativa, consistente en promover directivas cuyos aspectos técnicos puedan ser modificados por la Comisión Europea, sobre la base de recomendaciones de un comité de representantes europeos, oída la opinión de los supervisores de valores. Este esquema, que en el futuro podría trasladarse a otros ámbitos financieros, se considera una buena vía para lograr un mercado financiero único realmente integrado.

Con estos temas pendientes, en el año 2000 ha continuado la integración entre los distintos mercados financieros europeos, aunque esta tendencia se ha visto modulada por algún fracaso, como la ruptura de la fusión de las Bolsas de Londres y Frankfurt, mientras otros mercados europeos de va-

lores han suscrito alianzas, tanto en el ámbito de la contratación, como en el de registro, compensación y liquidación. En España, los pasos que se están dando para integrar tanto la plataforma de negociación, como los sistemas de compensación y liquidación pueden, en un futuro inmediato, llevar a una organización unificada más eficiente y mejor preparada para poder desenvolverse con éxito en un sector de gran relevancia para nuestra economía y llamado a atravesar, en el futuro, un período de intensa transformación a nivel internacional.

El Banco de España siempre ha alentado este movimiento de integración de los dispersos mercados financieros españoles. En consecuencia, respalda y participa en este tipo de iniciativas, que buscan dotar de mayor competitividad a nuestros mercados de valores y otorgar un mayor protagonismo, en la gestión de los mismos, a las entidades que aportan el bloque más significativo de su negociación.

Este proceso de integración de mercados en España no es solo una vía para garantizar una asignación más eficiente de los flujos de ahorro hacia la inversión más productiva. En un mercado financiero único, no solo compiten las entidades bancarias, sino que también lo hacen los mercados. De que se entienda el profundo cambio del entorno operativo de nuestros mercados y la competencia que se avecina dependerá el futuro de los mismos.

Antes de pasar al sistema bancario español, permítanme una reflexión sobre la banca en Europa. En claro contraste con la integración de mercados monetarios y de valores, la banca minorista europea sigue fragmentada, y en los años pasados se han podido apreciar las dificultades que los diversos entornos regulatorios y supervisores imponen a las entidades que desean expandir sus actividades. Esta es una situación que contrasta con el compromiso de lograr un mercado financiero único y que, por tanto, habrá que afrontar.

Sistema bancario

En lo que al sistema bancario se refiere, durante el año 2000, en un contexto internacional algo más incierto y con un grado de competencia creciente, las entidades españolas han reafirmado su madurez y mostrado una

evolución positiva. No obstante, los retos que tienen delante y las menores expectativas de crecimiento requieren un diseño cuidadoso de las respuestas más apropiadas a medio y largo plazo.

Destaca, en primer lugar, el crecimiento de los balances bancarios, un 13 % sobre datos consolidados, con comportamientos muy diferentes del negocio interior y exterior. Mientras que en el mercado interior el sistema bancario ha crecido en torno a un 6 %, el negocio exterior ha aumentado un llamativo 48 %, como consecuencia de la adquisición de bancos extranjeros. Como antes he mencionado, ha tenido lugar un intenso crecimiento en el crédito, compensado en parte por un retroceso del endeudamiento bancario del sector público. El resto se ha financiado con un incremento notable de los depósitos, en particular a plazo (gracias al favorable impacto de la reforma del IRPF), con un incremento del 14 % de los recursos propios y, finalmente, acudiendo al endeudamiento en el mercado interbancario de la zona euro y a las emisiones de valores en mercados internacionales. Ya en el año 2001, el nuevo sistema de gestión de la tesorería del Estado, puesto en marcha de forma conjunta por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y el Banco de España, ha supuesto una nueva fuente de liquidez para las entidades españolas, que ha permitido reducir su endeudamiento en el mercado interbancario europeo alrededor de un 20 %

Esta expansión del negocio ha permitido mantener unos niveles adecuados de rentabilidad, que han sido posibles, no solo por el mantenimiento del margen de intermediación, tras años de intenso estrechamiento, sino también por el creciente recurso al cobro de comisiones. Frente a estos factores, ha continuado la resistencia a la baja de los gastos de explotación, la gran asignatura pendiente de la cascada de resultados de nuestras entidades de crédito.

Esta evolución del negocio y de la cuenta de resultados se ha producido en un momento de solidez de los recursos propios de las entidades y de tasas de morosidad situadas en mínimos históricos.

No obstante, las fuerzas impulsoras del cambio en los sistemas financieros siguen presentes, lo cual plantea retos a los que se enfrentan tanto las propias entidades como el supervisor. Se plantean varias reflexiones:

La primera de ellas se refiere al creciente grado de competencia que caracteriza tanto el mercado de depósitos como el de créditos. Ante esta situación, las entidades han tratado de eludir la presión sobre los márgenes mediante la búsqueda de mayor rentabilidad o, lo que es equivalente, mediante la asunción de estrategias más arriesgadas.

Una segunda reflexión se centra en la heterogeneidad de las actuaciones de las distintas entidades en su búsqueda de mayor rentabilidad. Así, algunas entidades han optado por expandir su balance, aun a costa de menores márgenes, mientras que otras han preferido contener su actividad y centrar sus esfuerzos en una mejora de los márgenes. En otros casos, han sido las participaciones industriales la vía preferida de búsqueda de mayor rentabilidad. Alcanzar el tamaño óptimo mediante fusiones y adquisiciones ha sido otro de los caminos seguidos. Por último, la internacionalización de la actividad ha constituido otra forma de respuesta encaminada, no solo al logro de un mayor tamaño, sino también a acceder a entornos financieros menos maduros, con márgenes de intermediación más favorables. El aumento del riesgo y la diversidad de soluciones adoptadas ponen de manifiesto la necesidad de que, de acuerdo con su peculiar estrategia, todas las entidades se esfuercen al máximo en mejorar sus sistemas de gestión y de control de riesgos.

La tercera reflexión se refiere a la morosidad. El crédito en España ha venido creciendo a un ritmo muy elevado en los últimos años. Buena parte de la cartera es, pues, relativamente reciente y concedida en la parte alta del ciclo económico. Suele decirse, con razón, que los problemas de morosidad se generan durante el período de bonanza económica, cuando el excesivo optimismo provoca una relajación de las políticas crediticias de las entidades.

Las cifras de morosidad observada y de provisiones específicas no reflejan de forma apropiada los riesgos derivados de la morosidad latente en carteras de crédito, que han crecido en los últimos años muy rápidamente. Es por ello que se introdujo la provisión estadística, que trata de incentivar una mejor gestión de riesgos y de aproximar la provisión media necesaria a lo largo de un ciclo sobre una base histórica corregida. Su impacto sobre las cuentas de resultado, reduciendo beneficios en épocas buenas, como la actual, y devolviéndolos en períodos de morosidad elevada, es significativo.

Hay dos aspectos adicionales del perfil de riesgo de las entidades que merecen ser destacados. En primer lugar, el riesgo de concentración. Es ne-

cesario que las entidades vigilen estrechamente el grado de concentración, tanto a nivel de grupos económicos, como a nivel sectorial, y que sus gestores presten especial atención a una adecuada diversificación.

El segundo aspecto es el de los costes. Si se quiere que las entidades dispongan de una cuenta de resultados sana en el futuro, el esfuerzo para racionalizar y recortar costes de estructura debe seguir siendo un elemento de atención primordial para sus gestores. Esta racionalización no es solo necesaria en los costes asociados a la red, sino que también debe abarcar una revisión de los costes de los servicios centrales. Este recorte es plenamente compatible con el refuerzo continuado de áreas tales como la gestión de riesgos, la adopción de nuevas tecnologías, la mejora en la calidad de los servicios, etc.

La última reflexión se refiere a la calidad de los recursos propios. Las entidades de crédito españolas han venido emitiendo con creciente frecuencia acciones preferentes. Este recurso a las acciones preferentes es lógico y resulta aceptable, siempre que sus niveles no lleven a deteriorar la calidad de los recursos propios y siempre que en su comercialización minorista se tengan en cuenta elementos a veces tan imprecisos como los posibles costes reputacionales futuros.

Para terminar este apartado, voy a referirme a cómo el continuo cambio del entorno operativo de las entidades hacia una mayor complejidad está afectando a la definición del marco regulatorio y contable a nivel internacional. Dos son las principales iniciativas que recientemente se han producido en este campo, ambas con profundas implicaciones para la gestión y estrategia de las entidades: el nuevo acuerdo de adecuación del capital de Basilea, y el proceso de implantación de los IAS (International Accounting Standards) en la Unión Europea.

La nueva propuesta del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea sobre adecuación de capital de las entidades bancarias, que viene a sustituir al acuerdo sobre capitales de 1988, en vigor en más de cien países, tiene como principales características, en primer lugar, reconocer una mayor diferenciación entre los distintos niveles del riesgo de crédito, plantear un menú de métodos alternativos para el cálculo de los recursos propios y dar más importancia a los sistemas internos de las entidades, introduciendo incentivos a una mejor gestión y control de riesgos.

En segundo lugar, y merced a una mayor sensibilidad ante los riesgos asumidos, la nueva propuesta de Basilea facilita la convergencia entre el capital económico (el nivel de capital considerado adecuado por los gestores y accionistas del banco) y el capital regulatorio (el exigido por el supervisor).

Finalmente, el aspecto que considero más importante del nuevo Acuerdo de Basilea es la integración en un solo paquete de cuatro elementos básicos: los recursos propios con varios sistemas de cálculo; la calidad de la gestión, haciendo hincapié en la necesidad de buenos sistemas internos de gestión de riesgo; la supervisión que debe validar sistemas, siendo respetuosa de la responsabilidad de la gestión de las entidades, y, por último, la transparencia para que el mercado pueda actuar bien informado.

Creo que el Nuevo Acuerdo, actualmente en fase de consulta, supone un paso adelante que merece ser apoyado, si bien hay que continuar trabajando para que el proceso de calibración de sus parámetros dé como resultado el cumplimiento de los objetivos propuestos, es decir, mantener el capital de forma global y proporcionar incentivos correctos.

La adaptación al nuevo acuerdo es una tarea exigente para todas las entidades de crédito de cualquier país, pero creo que el buen nivel de estas en España les permite estar entre las mejores posicionadas para este cambio.

Los retos que el nuevo acuerdo de Basilea plantea a los supervisores no son menores que los que implica para las entidades. Así, su puesta en marcha, prevista para el año 2004, supone para los supervisores un nuevo esquema del capital regulatorio, que va a ser mucho más exigente que el actual en cuanto a medios humanos y en cuanto a conocimientos técnicos, al hacer necesaria la objetivación de elementos cualitativos de las entidades y sus sistemas.

Dada la diversidad de regulaciones y prácticas supervisoras a nivel internacional, y la necesidad de un campo de juego equilibrado no solo entre países y tamaños, sino también entre la banca de inversión y la comercial, el nuevo acuerdo exige un cierto equilibrio en el diseño y un aumento de la coordinación internacional entre supervisores.

Por lo que respecta a la implantación de los International Accounting Standards (IAS) en la Unión Europea, el objetivo buscado es incrementar la convergencia de las prácticas contables de los distintos países europeos. Sin duda, es una meta deseable, que va a facilitar el avance hacia la creación de

un mercado financiero único. La experiencia práctica de supervisión bancaria de los últimos veinte años en nuestro país ha demostrado que la regulación contable ha sido un elemento fundamental para lograr un sistema financiero sólido y estable y una supervisión eficiente. Además, una normativa contable basada en criterios de prudencia y principios conservadores, no solo es vital para la supervisión prudencial, sino también para los inversores individuales, que tienen así la garantía de estar recibiendo una información construida sobre bases sólidas. De ahí que considere sumamente importante que se logre reconciliar los principios contables con las buenas prácticas bancarias, con las modernas técnicas de gestión de riesgos y con la naturaleza y horizonte temporal de las operaciones de todo tipo de banca.

El Banco de España en el nuevo contexto

Los cambios experimentados por la economía española en los últimos quince años han modificado su posicionamiento en el mundo. Resultan reveladores los datos de la internacionalización de la empresa española, el aumento de los recursos financieros que se desplazan desde España hacia el exterior, en especial hacia América Latina, y el aumento de nuestra presencia en el entramado institucional del orden económico internacional. Todo ello está convirtiendo a nuestro país en un protagonista con cada vez más peso en el proceso de globalización.

La evolución del papel que el Banco de España debe jugar en el futuro es consecuencia del nuevo marco institucional derivado de la Unión Monetaria (pérdida de la soberanía monetaria y pertenencia al Eurosistema) y también de la nueva posición de la economía española en el contexto mundial.

Los objetivos y competencias que el Banco de España tiene asignados por ley, se pueden agrupar en torno a dos grandes categorías: los relacionados con la estabilidad económica y los relacionados con la estabilidad financiera, a los que habría que añadir funciones adicionales importantes como la gestión de reservas, emisión de billetes, etc.

Entre las actividades relacionadas con la estabilidad económica, se encuentran las derivadas de la participación en el Eurosistema y las funciones de seguimiento, análisis y asesoramiento sobre la economía española. Estas

últimas seguirán siendo un punto fundamental de las tareas que tenemos encomendadas.

El seguimiento y análisis de la economía española que tradicionalmente ha venido desempeñando el Banco de España, como base para el ejercicio de sus competencias, adquieren una nueva dimensión con la pertenencia al Eurosistema. En el nuevo contexto, estas tareas de estudio e investigación deben contribuir, por un lado, a la consolidación de un marco analítico sólido para la toma de decisiones en materia de política monetaria y al perfeccionamiento continuo de la estrategia y de los instrumentos y procedimientos empleados por el Eurosistema para el ejercicio de sus funciones; y, por otro, al análisis de las implicaciones que para la economía española se derivan de la política monetaria común.

Esto obliga a abordar nuevos temas y a enfocar con nueva perspectiva cuestiones tradicionales. Entre las nuevas preocupaciones que se han incorporado a la agenda para su estudio me gustaría destacar tres. En primer lugar, las relaciones entre las economías nacionales incorporadas al área del euro, lo que incluye las convergencias y divergencias, las peculiaridades en los mecanismos de transmisión de la política monetaria y el margen de maniobra de las autoridades nacionales.

En segundo lugar, los problemas que plantea la medición adecuada de la inflación, que es una variable clave tanto para la toma de decisiones como para el comportamiento de los agentes y que puede estar distorsionada por una infravaloración de las mejoras de calidad incorporadas en los bienes y servicios. Este sesgo puede ser especialmente significativo en aquellos productos que están sometidos a mejoras tecnológicas continuas, como los productos informáticos, los bienes de equipo, los medios de transporte, etc. En este sentido, estamos colaborando con el Instituto Nacional de Estadística en el estudio de las técnicas que se podrían introducir para corregir dicho sesgo en algunos sectores españoles.

Un tercer aspecto es la continua mejora en la información referente a los flujos y saldos financieros de la economía española y el comportamiento de los diversos sectores institucionales.

En todo caso, aunque el quehacer cotidiano obliga a un esfuerzo continuo de reflexión, no olvidamos que el objetivo principal de todo el trabajo analítico es mejorar el bagaje con el que afrontar los riesgos y problemas a medio plazo. Tal es el caso, por ejemplo, de las condiciones necesarias para aumentar la productividad y la capacidad de crecimiento potencial, o de la sostenibilidad financiera de las pensiones, que tan estrechamente depende de la propia productividad y de la eficiencia del mercado de trabajo.

Ahora bien, el proceso de internacionalización que la economía española ha emprendido durante estos últimos años ha desbordado el ámbito europeo para asentarse en otras áreas y, en particular, en América Latina. Esta presencia internacional de España, cada vez mayor, ha hecho aún más urgente y necesario extender y hacer más visible la participación del Banco de España en los principales foros económicos y financieros internacionales. Es en estos foros donde se discuten regularmente y deciden cuestiones que, por su trascendencia y repercusiones a escala mundial, resultan de capital importancia para los intereses de nuestro país. De ahí que se hayan reforzado las competencias y responsabilidades relacionadas con el análisis de las cuestiones económicas y financieras internacionales, en el marco de una estrategia orientada decididamente a impulsar las relaciones internacionales del Banco de España.

Buen ejemplo de esta creciente presencia internacional es nuestra incorporación al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, donde se están discutiendo iniciativas de gran relevancia para nuestra actividad supervisora, que ya he comentado y que enlazan con el segundo grupo de actividades del Banco, que se podrían reunir bajo el título genérico de estabilidad financiera. En él se incluyen labores relacionadas con la regulación y supervisión bancaria, las relacionadas con el sistema de pagos y sus competencias en materia de mercados de valores, especialmente las referentes a la deuda pública.

La creciente complejidad y diversidad de los nuevos productos, la constante evolución de los riesgos en que incurren las entidades, la innovación tecnológica, la apertura de canales de distribución antes desconocidos, los procesos de concentración mediante fusiones, adquisiciones y alianzas, la expansión internacional y los cambios en el entorno normativo internacional, son factores que están contribuyendo a una creciente complejidad y sofisticación del negocio bancario. Esta evolución viene obligando a las entidades a un esfuerzo continuo de adaptación y mejora de sus sistemas de gestión y

control, que lógicamente ha de tener su equivalente en el área de supervisión.

En un entorno operativo crecientemente complejo e internacional, no parece que la supervisión deba estar basada en exclusiva en las clásicas normas y circulares, sino que, además, ha de ser capaz de incorporar elementos más flexibles, en forma de recomendaciones o códigos de buenas prácticas. Un buen ejemplo lo constituyen las áreas de gobierno corporativo y control de riesgos de las entidades. El Banco de España está alentando el establecimiento y cumplimiento de códigos de buen gobierno en las entidades de crédito, coticen o no en mercados de valores, y también incentivando la implantación de modernos sistemas de gestión de riesgos que sean respaldados por la alta administración y comprendidos y utilizados por toda la organización de manera integral y racional.

En cuanto a la supervisión prudencial, creo que hay algunas características necesarias para que pueda afrontar los presentes retos. En primer lugar, creo que la labor reguladora y supervisora estará cada día más orientada a incentivar la buena gestión de entidades, especialmente favoreciendo estructuras, sistemas y cultura de gestión del riesgo. En segundo lugar, deberá ser capaz de combinar las técnicas tradicionales de supervisión, apoyadas en la valoración de activos y la verificación contable, con nuevas técnicas de contenido más cualitativo, basadas en el denominado enfoque riesgo. En tercer lugar, y en función de las prioridades derivadas del perfil de riesgo de las entidades, deberá seguir combinando el seguimiento a distancia de las entidades con las inspecciones in situ. En cuarto lugar, será clave mantener un elevado grado de coordinación con supervisores de otros sectores financieros y de otros países, tanto mediante relaciones bilaterales, como a través de foros multilaterales. En quinto lugar, deberá incentivar un adecuado nivel de transparencia que permita la labor de escrutinio de los mercados. Finalmente, resultará básica la inversión en recursos tecnológicos y de capital humano. Todo ello supone profundizar en la colaboración y diálogo con las entidades, ya que, respetando la autonomía de sus competencias, supervisores y supervisados comparten el interés en lograr sistemas financieros estables y sólidos.

En este contexto se inscribe el esfuerzo que el Banco de España viene realizando para robustecer sus técnicas de supervisión y complementar los métodos tradicionales con análisis dinámicos de la calidad de la gestión y de

los mecanismos de asunción, seguimiento y control de riesgos por parte de las entidades. Sin abandonar nuestro estilo de supervisión, basado en el contacto estrecho, directo y continuo con las entidades, hemos emprendido la tarea de profundizar más en los análisis de aspectos cualitativos y de control que ya veníamos realizando, sistematizando dichos análisis e integrándolos más estrechamente en el proceso supervisor.

Para afrontar esta mejora del enfoque supervisor, en el Banco de España estamos formalizando una metodología que hemos denominado SABER, que, además de ser el acrónimo de Supervisión de la Actividad Bancaria bajo el Enfoque Riesgo, indica que la finalidad del supervisor no solo es obtener un conocimiento lo más completo posible de la situación presente de cada entidad, sino también contar con la máxima capacidad predictiva de su evolución futura.

El Banco de España es asimismo consciente de que los nuevos tiempos implican una mayor transparencia del supervisor. En este sentido, el Banco de España está poniendo en marcha canales adicionales para la comunicación y dialogo sobre sus procedimientos de supervisión y sobre las medidas, regulatorias y supervisoras, vigentes y en proyecto.

En lo relativo a los sistemas de pagos, tras la puesta en funcionamiento de TARGET, el sistema de pagos transeuropeo gestionado por los bancos centrales de la Unión Europea, del que forma parte nuestro Servicio de Liquidación, el Banco de España está enfocando su actividad hacia otros aspectos menos operativos, pero no por ello de menor interés. En concreto, me gustaría destacar dos: la vigilancia de los sistemas de pago, especialmente con relación a la liquidación en tiempo real de las principales divisas y a los nuevos instrumentos de pago basados en medios electrónicos, y la cooperación con otros países, fundamentalmente en América Latina.

Sustitución de monedas nacionales por el euro

La introducción de las nuevas monedas y billetes en euros es un proyecto político de enorme importancia, ya que, por primera vez desde el inicio de la Unión Monetaria, su símbolo, el euro físico, llegará a todos los segmentos de población de la Unión. Es también un proceso logístico sin preceden-

tes, que ha requerido de una atención permanente por parte del Eurosistema y del Banco de España en coordinación tanto con el Ministerio de Economía como con las entidades de crédito y el resto de sectores implicados. Así, a lo largo de los doce últimos meses se ha elaborado el plan que regula la distribución de euros, cuyo objetivo último es el acercamiento de los billetes y monedas a sus destinatarios últimos (industria, comercio y público), de forma que buena parte de las transacciones puedan hacerse en euros desde los primeros días de enero de 2002 y que el proceso de cambio termine a finales de febrero, tal y como se ha planificado.

Los trabajos de producción y distribución de billetes y monedas marchan de manera satisfactoria, siguiendo los plazos previstos. La Fábrica Nacional de Moneda y Timbre está cumpliendo escrupulosamente su programación y, para garantizar una distribución fluida, el Banco de España ya ha comenzado a trasladar los miles de toneladas de billetes y monedas en euros desde los depósitos centrales hasta cada una de sus sucursales en todas las provincias.

El éxito final del proceso dependerá del concurso de todos: el Ministerio de Economía, el Banco de España y el sistema financiero, cada uno en sus competencias, llevando con eficacia el proceso logístico; los empresarios, especialmente en el sector de distribución, asumiendo la importancia del momento histórico y actuando con altura de miras; los consumidores, en definitiva, comprometiéndose con este esfuerzo último de adaptación y vigilando y premiando a las empresas y productos que mejor faciliten el cambio.

El Banco de España, al igual que los distintos bancos pertenecientes al Sistema Europeo de Bancos Centrales, está realizando una campaña explicativa de las nuevas monedas y billetes con el objeto de educar al público en el proceso de canje al euro y en los aspectos técnicos y de seguridad de los nuevos billetes, campaña en la que se presta una especial atención a los tramos de población más desprotegidos, como son los ancianos y los niños.

* * *

A lo largo de este, me temo ya extenso, discurso, he querido destacar algunos rasgos y retos de la economía española y el importante papel a jugar por los agentes económicos. Dentro del ámbito financiero, he insistido en

que una economía saneada y dinámica solo es posible con instituciones financieras solventes y mercados financieros resistentes. Déjenme terminar reconociendo nuestro compromiso con estas ideas de estabilidad económica y financiera.

En mi toma de posesión en julio del año pasado, en nombre del Subgobernador y en el mío propio pedía y agradecía de antemano la colaboración y dedicación de todo el personal del Banco de España. Los meses transcurridos desde entonces han constituido un período intenso en el que la colaboración entonces solicitada ha sido modélica; por ello, quiero reiterar hoy mi solicitud de colaboración y de nuevo adelantar mi agradecimiento. Creo que todos somos conscientes de la gran labor realizada hasta ahora por el Banco de España y de que, para que esta labor continúe, es necesario adaptarnos a los nuevos tiempos. Estoy seguro de que, entre todos, lograremos desarrollar con éxito los cambios necesarios.

Quiero, finalmente, expresar mi gratitud y reconocimiento a todos y cada uno de los miembros del Consejo de Gobierno, por su valiosa aportación a la continuidad de la institución en el momento de relevo de gobernador y subgobernador, y por su colaboración y apoyo en estos primeros meses de mandato.