

**PRESENTACIÓN
DEL INFORME ANUAL**

2005

**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 pujanza de la economía mundial en 2005 confirmó que la actual fase expansiva está siendo una de las más dinámicas de las últimas décadas, con ritmos medios de crecimiento, en estos últimos años, que no se alcanzaban desde finales de la década de los setenta. Hay dos rasgos de esta expansión que me parecen especialmente destacables: por un lado, a diferencia de lo sucedido en períodos de auge anteriores, la economía mundial se ha beneficiado de una aportación muy destacable de las economías emergentes; y, por otro, este elevado ritmo de crecimiento ha venido acompañado de tasas de inflación muy moderadas, lo que constituye una evolución particularmente notable por su coincidencia con un encarecimiento acusado y persistente del precio del petróleo.

Las vicisitudes del precio del petróleo han venido ocupando, en efecto, un lugar central en la coyuntura económica internacional de los últimos años. El empuje de la demanda mundial de energía, combinado con una oferta en lenta expansión y bastante volátil, a causa de las tensiones geopolíticas y diversas perturbaciones climáticas, han presionado al alza el precio del crudo durante todo el año 2005 y los primeros meses de 2006, hasta situarlo en máximos históricos a comienzos del pasado mes de mayo. A su vez, otras materias primas, entre las que destacan los metales industriales, han experimentado una importante revalorización. Aunque la economía mundial ha absorbido bien, hasta el momento, el impacto del aumento en los precios del petróleo y las materias primas, esta tendencia constituye un factor de riesgo de primera magnitud, ante el que las políticas económicas deben permanecer vigilantes.

Junto con el encarecimiento de la energía, la ampliación de los desequilibrios exteriores globales —que, lejos de corregirse, continuaron ampliándose en 2005— constituye otro rasgo característico de la evolución económica internacional. El déficit exterior norteamericano alcanzó un nuevo máximo histórico, cuya contrapartida fue el aumento del superávit de las economías emergentes asiáticas y, de forma destacada, de los países exportadores de petróleo. Esta acumulación de desequilibrios refleja una insuficiencia de las políticas económicas orientadas a su corrección en las principales economías involucradas, punto sobre el que regresaré más adelante.

¿Cómo podemos explicar la resistencia de la economía mundial frente al impacto negativo del encarecimiento del petróleo? Debemos reconocer que nuestra comprensión de algunos de los rasgos de esta fase expansiva es todavía limitada, entre otros motivos por las profundas transformaciones estructurales que están teniendo lugar en la economía mundial, que dificultan el diagnóstico y la interpretación de algunas características del reciente período de auge. Sin embargo, podemos apuntar, como determinantes principales de esta resistencia, la confluencia de unas políticas macroeconómicas expansivas, unas condiciones financieras holgadas y fuertes revalorizaciones de los activos inmobiliarios y financieros, en un contexto de estabilidad de precios. En consecuencia, querría referirme a continuación a estos factores con objeto de examinar sus rasgos distintivos.

He señalado que las políticas macroeconómicas continuaron siendo expansivas en 2005. Sin embargo, esta afirmación requiere una cierta matización: mientras que las políticas fiscales apenas alteraron su tono expansivo en los principales países desarrollados, donde continuó la tendencia al aumento del endeudamiento público, las políticas monetarias —aunque también

ayudaron, en conjunto, a sostener el crecimiento en 2005— fueron reduciendo paulatinamente su tono acomodante. Los principales bancos centrales —sobre todo en Estados Unidos y, en menor medida, en el área del euro— fueron elevando los tipos de interés y retirando el estímulo monetario inusual de los años anteriores, pauta que posiblemente se extenderá también a Japón durante el presente ejercicio, de manera que es probable que, por primera vez en quince años, coincida una fase de endurecimiento de la política monetaria en las tres grandes áreas desarrolladas. En este sentido, quiero subrayar que el carácter gradual de las decisiones adoptadas y la claridad de los bancos centrales al transmitir las han guiado las expectativas de los mercados financieros, lo que ha favorecido su estabilidad y amortiguado el impacto de estas medidas sobre el crecimiento mundial.

Pero, más allá del tono, en conjunto aún expansivo, de las políticas macroeconómicas, creo que un factor importante que contribuye a explicar el dinamismo de la economía mundial en los últimos años son las holgadas condiciones financieras, entendidas en un sentido amplio, que han afrontado la mayor parte de los países. Los tipos de interés reales y nominales a diversos plazos, los precios de los activos financieros e inmobiliarios y las primas de riesgo se han mantenido, en general, en niveles muy favorables para el consumo y la inversión. A su vez, las favorables expectativas de crecimiento económico, en un marco de abundante liquidez, realimentaron la tendencia alcista de las bolsas así como la reducción de las primas de riesgo de la deuda corporativa y de los mercados emergentes. Los incrementos de los tipos de interés oficiales apenas se trasladaron en 2005 a los tipos de interés a largo plazo, lo que produjo un fuerte aplanamiento de la curva de rendimientos por plazos, inusual en esta fase del ciclo, si bien la elevación de las rentabilidades a largo plazo en los primeros meses de 2006 está contribuyendo a reducir la magnitud de esta discrepancia. Finalmente, el incremento de la riqueza de los hogares, resultado de la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios, alivió, en los países importadores de petróleo, el lastre sobre la renta real derivado del encarecimiento de los productos energéticos.

Es interesante observar, sin embargo, el contraste entre este optimismo de los mercados financieros y la actitud cauta de las empresas, que se reflejó en una atonía de la inversión en el sector real que resulta especialmente llamativa si se considera la evolución favorable de los beneficios empresariales. Se han apuntado algunas explicaciones para el tímido comportamiento de la inversión empresarial en los últimos años, tales como las dificultades para valorar apropiadamente la inversión en activos intangibles, la sobreinversión de la segunda mitad de la década de los noventa —que generó un exceso de capacidad productiva en estos últimos años—, el proceso de reducción del apalancamiento financiero de las empresas, la incertidumbre generada por el proceso de globalización, y la cautela de las compañías tras los recientes cambios en el marco legislativo y contable a raíz de los escándalos corporativos ocurridos en algunos países. En la medida en que algunos de estos factores tienen una naturaleza probablemente transitoria cabe esperar un mayor impulso de la inversión en años venideros.

La pujante demanda global de materias primas y el aumento de sus precios favorecieron, por otro lado, el crecimiento económico de los países exportadores de estos productos, al tiempo que ampliaron los márgenes de maniobra de sus políticas económicas. Los países de América Latina se beneficiaron de este efecto positivo sobre sus términos de intercambio, que les permitió conciliar tasas de crecimiento relativamente elevadas con unas cuentas exteriores superavitarias. Los países del área presentan, a este respecto, un claro contraste en el uso de esta mayor flexibilidad: mientras algunos han procurado reforzar sus fundamentos macroeconómicos y reducir su vulnerabilidad, limitando y mejorando las condiciones de su endeudamiento, otros han adoptado un sesgo intervencionista en sus políticas, lo que compromete

seriamente el mantenimiento de la seguridad jurídica y deteriora sus perspectivas de inversión y crecimiento a medio plazo.

Como he mencionado antes, un ingrediente esencial en la estabilidad de la economía mundial ha sido el mantenimiento de una inflación moderada, pese al aumento del precio de la energía y de otras materias primas. Aunque el dinamismo de China y otras economías emergentes de Asia ha contribuido a este aumento de precios de las materias primas, también es cierto que su penetración en los mercados internacionales de manufacturas ha ayudado a contener las presiones de salarios y precios. La mayor credibilidad antiinflacionista de las políticas monetarias es, en todo caso, responsable del anclaje de las expectativas de inflación en niveles moderados, que ha evitado los llamados «efectos de segunda ronda» —vía precios y salarios— que en los años setenta y comienzo de los ochenta provocaron una espiral inflacionista mundial a raíz del encarecimiento de la energía. Este diagnóstico, lejos de invitar a la complacencia, debe recordarnos que dicha credibilidad no puede darse por ganada, sino que es el resultado de políticas claramente orientadas a salvaguardar la estabilidad de precios, en las que los bancos centrales estamos obligados a perseverar.

¿Qué podemos esperar en un futuro inmediato? Las perspectivas para el presente año apuntan hacia el mantenimiento de un fuerte ritmo de crecimiento económico, con una distribución geográfica más equilibrada —por el afianzamiento de la expansión en la zona del euro y Japón— y con una inflación contenida. Sobre esta previsión central pueden destacarse, como ya he apuntado antes, dos riesgos principales.

El primero está relacionado con la posibilidad de un encarecimiento adicional del petróleo y las materias primas industriales. A diferencia de lo ocurrido en los dos últimos años, en los que el incremento de precios ha venido provocado por el dinamismo de la demanda de energía, un encarecimiento adicional del petróleo podría venir en esta ocasión ligado a una reducción de la oferta, lo que tendría un impacto más intenso sobre la actividad y los precios y podría influir negativamente sobre la confianza de los agentes. Para conjurar esta posibilidad resulta necesario avanzar, a medio plazo, en la reducción de la dependencia de la economía mundial respecto del petróleo, sin perjuicio de que se promueva una expansión de la capacidad de producción y refino. Además, la disminución progresiva de la holgura productiva a nivel global puede generar una mayor respuesta de los salarios y los precios ante un aumento del precio de la energía. Frente a estos riesgos, en un contexto de políticas monetarias más cercanas en las principales áreas a un tono neutral —lo que entraña también una mayor incertidumbre sobre su curso futuro—, los bancos centrales debemos perseverar en aquellas decisiones que fortalezcan la credibilidad de esas políticas, pues la estabilidad de precios es la mejor contribución que podemos ofrecer al crecimiento económico.

Un segundo factor principal de riesgo es que la continuidad del crecimiento mundial podría verse amenazada por la existencia de crecientes desequilibrios globales. Estos podrían actuar como desencadenante o amplificador de ajustes significativos en los mercados financieros internacionales, tales como incrementos abruptos de los tipos de interés y de las primas de riesgo.

La corrección de los desequilibrios requiere la adopción de políticas económicas adecuadas en cada una de las principales zonas económicas; políticas que, afortunadamente, refuerzan también las bases del crecimiento de cada una de estas áreas a largo plazo. Un caso claro de esta complementariedad se encuentra en la política fiscal estadounidense, cuya moderación contribuiría a la reducción de su desequilibrio externo y mejoraría sus perspectivas de creci-

miento a medio plazo. En cuanto a las economías emergentes de Asia, serán necesarios pasos adicionales hacia la flexibilización de sus regímenes cambiarios, especialmente en China, no solo como contribución a un crecimiento mundial más armonioso y sostenible, sino como ingrediente necesario de una consolidación del progreso de este país hacia unos niveles de bienestar más elevados. Por último, Japón y el área del euro deben continuar la senda de reformas estructurales que aumenten su flexibilidad y capacidad de adaptación y, por ende, sus tasas de crecimiento potencial, particularmente en lo que concierne a las reformas que inciden sobre el sector de los servicios.

En cuanto al sistema financiero internacional, la posición de las entidades bancarias ha ganado solidez para afrontar una corrección de los desequilibrios globales, incluso si esta viniera acompañada de un cierto ajuste de las condiciones financieras y un aumento moderado de la volatilidad. Sin embargo, son necesarios avances adicionales tendentes a mejorar la medición de los riesgos implícitos en las complejas vinculaciones financieras existentes en algunos segmentos del sistema financiero internacional.

La mayor integración financiera, la entrada de nuevos participantes en los mercados y la aparición de nuevos instrumentos financieros, si bien permiten una mayor diversificación de riesgos, hacen más difícil determinar sobre qué agentes y sectores recaen finalmente, así como evaluar, en su caso, los riesgos de una concentración excesiva en segmentos donde la supervisión de los entes reguladores es más liviana. Es importante, por este motivo, fomentar que las empresas y, también, los hogares sean conscientes de los riesgos que asumen y que los reguladores ejerzan eficazmente sus labores de vigilancia sobre los intermediarios y los mercados financieros. Y más aún, habida cuenta de que la incertidumbre sobre los efectos derivados de futuros episodios de turbulencia en los mercados se ve agudizada por el hecho de que esta configuración financiera, relativamente nueva, no ha sido puesta a prueba hasta ahora en fases menos favorables del ciclo económico. A este respecto, la volatilidad observada en los mercados financieros internacionales en las últimas semanas sirve como recordatorio de la necesidad de llevar a cabo una valoración prudente de los riesgos y contar con los medios precisos para adaptarse a un entorno financiero más completo y exigente.

Pero no solo son las actuaciones de las autoridades nacionales las que deben adecuarse a los retos que entraña la cada vez mayor complejidad de nuestros sistemas financieros. En el plano internacional, la creciente integración económica y financiera requiere un replanteamiento de los principios rectores de las instituciones financieras multilaterales, que hasta ahora han permanecido quizás demasiado ancladas en la supervisión bilateral de las políticas nacionales, sin prestar suficiente atención a los vínculos, crecientemente complejos, existentes a nivel global. El reforzamiento de la vigilancia multilateral, especialmente en el ámbito financiero, permitiría, de esta forma, una contribución más efectiva de estos organismos a la consolidación de la estabilidad monetaria y financiera internacional.

Entorno europeo

En el año 2005, la economía del área del euro registró un aumento medio del PIB modesto e inferior al de 2004 y al del resto de áreas económicas desarrolladas. No obstante, el crecimiento interanual mostró un perfil ascendente a lo largo del pasado año, hasta alcanzar en el primer trimestre de 2006 un ritmo de avance en línea con el potencial. La evolución de la actividad tuvo, en efecto, un comportamiento diferenciado en las dos mitades del año 2005. En el primer semestre, la debilidad del producto fue acusada, como consecuencia, entre otros factores, de la moderación transitoria de la pujanza del comercio mundial, del fuerte incremento del precio del crudo y de los efectos derivados de la apreciación, en los años precedentes, del tipo de cambio efectivo del euro. A partir del verano, aunque persistieron los elevados precios del petróleo, la economía del área cobró un mayor dinamismo, impulsada, en el ám-

bito externo, por el mayor vigor de la demanda mundial y por una cierta corrección del tipo de cambio del euro y, en el ámbito interno, por el empuje que fue adquiriendo la inversión. Sin embargo, y a pesar de que la revalorización bursátil y los aumentos en los precios de la vivienda generaron un efecto riqueza positivo, el consumo siguió mostrándose débil, lastrado por el reducido ritmo de crecimiento de la renta disponible, en un contexto de escasa creación de empleo y de mantenimiento de la moderación salarial.

La evolución de la tasa de inflación estuvo condicionada, a lo largo de todo el año, por las oscilaciones del precio del petróleo. Sin embargo, la inflación subyacente tendió a desacelerarse, reflejando el escaso dinamismo de la demanda agregada y del mercado de trabajo, así como los efectos a la baja, sobre costes y precios finales, del proceso de globalización y de la irrupción en el comercio mundial de países en desarrollo. A principios de este año, el rebrote de las alzas del petróleo se ha manifestado en un nuevo repunte de la inflación en el área, que se ha dejado sentir también en el componente subyacente, lo que podría indicar un arraigo creciente de las presiones alcistas.

En 2005, las políticas de demanda en el seno de la UEM continuaron manteniendo, en conjunto, un tono expansivo, orientado a reanimar el gasto privado de la economía. Sin embargo, en la segunda mitad del año, la política monetaria, en consonancia con su objetivo de preservar la estabilidad de precios, adoptó una actitud crecientemente vigilante ante el aumento de los riesgos inflacionistas, lo que condujo, en diciembre de 2005 y marzo y junio de 2006, a sendas elevaciones de un cuarto de punto de los tipos de interés oficiales, desde el nivel, históricamente reducido, del 2% en que se habían mantenido desde junio de 2003. A pesar de estas elevaciones de los tipos oficiales, el tono de la política monetaria del Eurosistema ha continuado siendo propicio para el afianzamiento de la recuperación de la actividad y la generación de puestos de trabajo. No obstante, el BCE sigue de cerca la evolución del área del euro con el fin de asegurar el mantenimiento de las expectativas de inflación en línea con la estabilidad de los precios a medio plazo.

Por su parte, las políticas presupuestarias adoptaron un tono moderadamente contractivo en el conjunto del área, aunque continuaron los persistentes desequilibrios fiscales en varios Estados miembros. Por ello, la actual consolidación de ritmos de crecimiento más elevados debe impulsar avances más decididos en la corrección de dichos desequilibrios, cuya persistencia ha podido dañar, en algunos Estados miembros, la confianza de los agentes y afectar así a sus decisiones de gasto. La reforma del Pacto de Estabilidad parece haber logrado cerrar una etapa de incertidumbre acerca de la aplicación de las normas relativas a la disciplina de las políticas fiscales de los países del área del euro. Sin embargo, la preservación de la credibilidad del nuevo marco exige un compromiso inequívoco y continuado por parte de las autoridades nacionales con un cumplimiento estricto del mismo.

Asimismo, la persistencia, en el período más reciente, de tasas de crecimiento débiles, a pesar de la existencia de unas condiciones financieras muy favorables, pone de manifiesto la urgencia de acometer con mayor empeño la agenda europea de reformas estructurales. La revisión de la estrategia de Lisboa llevada a cabo en 2005 puede contribuir a impulsar el proceso. No obstante, como en el caso de las políticas presupuestarias, la existencia de un marco común de actuación solo resulta efectiva si va acompañada de la suficiente determinación política para adoptar las medidas que permitan alcanzar los objetivos programados. En el caso de las políticas estructurales estas se orientan prioritariamente a la intensificación del uso del factor trabajo y al aumento del ritmo de expansión de la productividad mediante la promoción del conocimiento, la innovación y la incorporación de las nuevas tecnologías.

Como he mencionado anteriormente, en los primeros meses de 2006 ha proseguido la etapa de crecimiento más dinámico de la actividad, iniciado hacia mediados del pasado año. Los principales organismos internacionales prevén que la tasa de avance del PIB de la UEM se sitúe en 2006 ligeramente por encima del 2%, esto es, en el entorno del ritmo de crecimiento potencial. Esta recuperación se apoyará, previsiblemente, en el fortalecimiento de la demanda interna, entre cuyos componentes se espera que la inversión registre tasas de avance elevadas, en tanto que es probable que el consumo privado crezca de forma más moderada, aunque a un ritmo algo superior al de los últimos años, en consonancia con la mejora gradual esperada en el mercado de trabajo.

No obstante, este panorama se ve afectado por la presencia de algunos factores de riesgo. En el ámbito exterior, estos se concretan en los desequilibrios globales existentes y en la persistencia de precios del crudo elevados. En la vertiente interna, la evolución del empleo y del consumo constituyen los elementos sometidos a mayores incertidumbres.

Las perspectivas inflacionistas para 2006 y 2007 señalan que la tasa de variación del IAPC puede situarse próxima a la referencia de estabilidad de precios del 2%, o incluso superarla de nuevo. Ahora bien, sobre este escenario, persisten peligros de desviaciones al alza, derivados principalmente de la posibilidad de aumentos adicionales del precio del crudo —dada la inestabilidad del mercado— y de la eventual aparición de efectos de segunda ronda en un contexto económico más dinámico. Sin embargo, el hecho de que el nivel de producción se encuentre todavía por debajo del potencial suministra un margen para que la recuperación pueda avanzar por algún tiempo sin generar excesivas tensiones inflacionistas. En cualquier caso, el Banco Central Europeo mantendrá una actitud vigilante con el fin de evitar que los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo lleguen a materializarse.

Economía española

A lo largo del año pasado y en los primeros meses de 2006, la economía española ha prolongado —e intensificado— su ciclo expansivo, lo que contrasta con las dificultades experimentadas por el conjunto de la zona del euro para superar la etapa de bajo crecimiento que está registrando. El PIB español se incrementó un 3,4% en 2005, mientras que el empleo avanzó a un ritmo igualmente elevado, del 3,1%, unas décimas por encima, en ambos casos, de lo observado el año precedente. Cabe recordar, además, que durante el año 2005 se publicaron las cifras de Contabilidad Nacional de España en la nueva base 2000, que supusieron una considerable revisión al alza del crecimiento económico desde el año 1995 y, especialmente, desde el año 2000. Estas nuevas estimaciones reflejan de manera más apropiada el dinamismo de la población y del empleo de estos últimos años y muestran una economía más pujante y más en consonancia con el comportamiento expansivo que se observa en otras variables económicas, como el crédito o la recaudación impositiva.

Esta trayectoria se ha materializado en nuevos avances en la convergencia real de España con la UE y con la zona del euro. Así, según las estimaciones provisionales disponibles, el PIB per cápita español se situó en 2005 por encima del 98% de la media de la UE, cifra que supera en más de cinco puntos porcentuales su nivel en el año 2000. También se han obtenido mejoras importantes en términos de una mayor participación en el mercado de trabajo y de menores tasas de desempleo, aspectos en los que se han acortado sustancialmente las diferencias que históricamente existían con el conjunto de los países europeos. Cabe destacar especialmente la caída de la tasa de desempleo, variable que se sitúa ahora en niveles similares a los observados en los principales países europeos, tras varias décadas en las que la elevada tasa de paro se singularizaba como el problema más característico de la economía española, aun en las fases de recuperación cíclica.

Los resultados de la economía española en 2005 y el comienzo de 2006 reflejan la continuidad de los impulsos expansivos que vienen actuando sobre el ritmo de crecimiento y de creación de empleo. Las condiciones monetarias y financieras han mantenido un carácter marcadamente holgado para la situación interna de la economía, al venir determinadas por la situación de estabilidad de precios y de debilidad de la actividad en el conjunto del área del euro. Los bajos niveles de tipos de interés han continuado combinándose en España con revalorizaciones importantes de los activos financieros e inmobiliarios —a pesar de que en este segundo caso hayan tendido a moderarse—, lo que ha reforzado su impulso sobre el gasto. En estas circunstancias, la retirada gradual del tono expansivo de la política monetaria del Eurosistema, iniciada a finales de 2005, solo ha reducido parcialmente la holgura de las condiciones financieras.

Los flujos de inmigración, que según la información disponible continuaron siendo muy elevados en 2005, han constituido un factor adicional de dinamización de la actividad económica y del empleo y han introducido algunos elementos de flexibilidad en las relaciones productivas. Por una parte, el aumento de la población inmigrante ha sostenido la pujanza del gasto interno, mientras que, por otra, esa mayor oferta de trabajo ha incrementado la capacidad productiva de la economía española, permitiendo alcanzar aumentos de la producción más próximos al dinamismo de la demanda. Además, la existencia de esa mano de obra adicional —que presenta un grado de movilidad comparativamente más elevado— ha contribuido a limitar los posibles cuellos de botella sectoriales y las tensiones salariales que suelen caracterizar las situaciones de notable empuje del gasto, como la vivida estos años.

La composición del crecimiento en 2005 ha mostrado pocos cambios en relación con años anteriores, en coherencia con la continuidad de los impulsos recibidos por la economía. De hecho, el carácter desequilibrado del patrón de crecimiento se acentuó ligeramente, al crecer la demanda nacional un 5,1%, por encima de su avance en 2004, mientras que los intercambios con el exterior daban lugar, de nuevo, a una importante aportación negativa al crecimiento del producto. El gasto de los hogares en consumo y en vivienda continuó siendo el soporte principal del avance de la demanda, apoyado, a su vez, en el sólido crecimiento de la renta disponible y del empleo, y en la holgura de las condiciones financieras de la economía, de forma que las familias siguieron recortando su tasa de ahorro y aumentando su posición de demandantes netos de financiación.

La principal novedad en 2005 fue la recuperación pronunciada del gasto en inversión productiva de las empresas, que estuvo especialmente centrada en la adquisición de bienes de equipo. Esta recuperación vino acompañada de un fuerte incremento del crédito, favorecido por las accesibles condiciones de financiación, que se dirigió especialmente a las empresas más pequeñas —y, en principio, más dinámicas— y se extendió a todos los sectores de la economía, incluida la industria. Por su parte, la demanda del sector público también se aceleró durante el año pasado, impulsada por el repunte de las inversiones, característico de los primeros años de una legislatura, y por el avance del consumo público.

Como ya he señalado, los rasgos desequilibrados de este patrón de crecimiento volvieron a manifestarse en 2005, sobre todo en el comportamiento del sector exterior. El estancamiento de las exportaciones de bienes, a pesar del abultado crecimiento de los mercados exteriores, junto con un nuevo y significativo avance de los productos importados, dieron lugar a un deterioro adicional de la aportación negativa de la demanda exterior neta, que ya había sido muy intensa en 2004. En este comportamiento han confluído, por un lado, el aumento de la factura energética y el mayor dinamismo de la demanda en España en relación con los países de su entorno, que refleja, en parte, su diferente posición cíclica, y, por otro lado, las pérdidas de

competitividad acumuladas en los últimos años, sobre cuyo origen y consecuencias volveré más adelante, y otros factores de carácter estructural, relacionados con la composición sectorial y comercial de nuestra economía.

Aunque, en términos de medias anuales, las discrepancias entre el comportamiento del gasto interno y de la demanda exterior neta se acentuaron en 2005, a lo largo del año se observaron algunas señales incipientes de cambio en la composición del crecimiento, al iniciar la demanda nacional una ligera desaceleración y al observarse una corrección, igualmente modesta, de la aportación contractiva del sector exterior. No obstante, las primeras estimaciones referidas a los meses iniciales de 2006 parecen indicar que esa tendencia hacia un reequilibrio en la composición del gasto se ha frenado, en un contexto en el que la actividad ha seguido creciendo a un ritmo intenso.

En ausencia de cambios suficientemente apreciables en los factores impulsores de la expansión y de correcciones significativas en el patrón de crecimiento, los desequilibrios que ya venía acumulando la economía española se han ampliado y se han acentuado algunos elementos de vulnerabilidad ante posibles perturbaciones futuras. Las altas tasas de crecimiento de la demanda interna se han combinado con las inercias que persisten en la determinación de costes y precios y han seguido alimentando las presiones inflacionistas que vienen erosionando la competitividad de la economía. A su vez, el avance del gasto del sector privado por encima de su capacidad de generación de rentas se ha traducido en nuevos aumentos del endeudamiento de las empresas y, sobre todo, de las familias, y en una apelación creciente al ahorro externo. Ambos factores han confluído en un continuado deterioro de las necesidades de financiación de la nación a pesar de que el sector público ha ampliado sensiblemente su capacidad de ahorro. En el *Informe Anual* que hoy presento, se analizan con detenimiento los distintos elementos que confluyen en este diagnóstico, al que voy a referirme brevemente en los párrafos siguientes.

La inflación española ha continuado evolucionando a tasas elevadas, superiores a las de la UEM, ampliándose el diferencial entre ambas. Aunque la economía española es más dependiente de la importación de petróleo que otros países de su entorno, este comportamiento no puede achacarse al impacto directo del fuerte encarecimiento que ha experimentado el crudo en 2005 y los primeros meses de 2006. De hecho, el diferencial de la inflación subyacente respecto a la UEM —donde se excluyen los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— ha aumentado más que el del índice general, comportamiento que se ha agravado en los primeros meses de este año, en los que los precios de los bienes industriales se han acelerado.

Si atendemos a los factores determinantes del diferencial de inflación por el lado de los costes, resulta que, a diferencia de lo ocurrido en etapas anteriores, el incremento relativo de los márgenes ha contribuido más al deterioro que el aumento de los costes laborales unitarios. Las ampliaciones de márgenes causantes de este comportamiento han sido más acusadas en las actividades menos expuestas a la competencia, como la construcción y los servicios, que son también aquellas donde las presiones de demanda han sido más intensas.

Los incrementos salariales pactados en convenio no han disminuido y el impacto de las cláusulas de revisión está siendo elevado tanto en 2005 como en 2006. Sin embargo, los costes laborales medios han crecido a tasas relativamente moderadas como consecuencia del aumento del empleo en los sectores con salarios comparativamente más bajos, que son los que están registrando una mayor afluencia de inmigrantes. En este sentido, los cuantiosos flujos inmigratorios están actuando como un factor de flexibilidad salarial en algunos segmentos del

mercado de trabajo. En todo caso, aunque este comportamiento de los salarios pueda considerarse moderado, en comparación con las pautas históricas relativamente alcistas, su crecimiento ha continuado siendo superior al que registran los salarios en los países de nuestro entorno. Además, esta evolución ha tenido lugar en un contexto de ganancias de productividad muy reducidas, de forma que el diferencial de crecimiento de los costes con la UEM ha seguido siendo elevado. Este diferencial está resultando especialmente perjudicial para los sectores manufactureros, que han continuado experimentando de forma más intensa la presión de la competencia exterior.

Debe tenerse en cuenta que, dentro de la UEM, las consecuencias de las pérdidas de competitividad inducidas por una continuada presión de la demanda pueden ser difíciles de revertir, pues requieren un ajuste directo de precios y costes relativos basado en una moderación efectiva y un comportamiento suficientemente flexible de los salarios. Además, en el caso de España, dada la especialización de la estructura productiva en sectores con una demanda más sensible a los precios relativos y en los que la presión que introducen los productos de las economías emergentes es muy elevada, las empresas pueden verse abocadas a tener que hacer un ajuste más intenso para recuperar el terreno perdido en los mercados internacionales y en el mercado interior. Todo ello pone de manifiesto la importancia de que la economía disponga de mecanismos flexibles de determinación de precios y salarios, y, en general, la necesidad de reforzar la capacidad competitiva del aparato productivo, mediante mejoras en la especialización y la eficiencia y mediante mayores ganancias de productividad.

Por otra parte, como he señalado anteriormente, el creciente desfase entre el gasto y la renta de los hogares y las empresas a lo largo del pasado año ha venido acompañado de nuevos incrementos en el endeudamiento de estos sectores, favorecidos por el mantenimiento de unas condiciones financieras que siguieron resultando marcadamente holgadas para la situación de fuerte presión de la demanda que existe en la economía. Este crecimiento de los pasivos de las familias y las empresas está repercutiendo, lógicamente, sobre la posición y la carga financieras de ambos sectores.

Es preciso señalar, no obstante, que la presión financiera que soportan los hogares se ha visto atenuada por el avance de su riqueza neta, que se ha sustentado en el crecimiento de las cotizaciones bursátiles y, sobre todo, del precio de la vivienda. En el caso de las sociedades, por su parte, el notable incremento de los beneficios ha reforzado la capacidad del sector para hacer frente al aumento de sus compromisos financieros. De este modo, la posición financiera de ambos sectores, globalmente considerada, continúa siendo sólida y, por tanto, no supone un grave obstáculo para la continuidad de la fase de dinamismo económico en la que nos encontramos.

Todo ello no debe ocultar, sin embargo, el hecho evidente de que la expansión del gasto doméstico, particularmente en el caso de las familias, no podrá apoyarse por mucho más tiempo en un crecimiento de la deuda a tasas como las actuales. Además, el continuado avance de los niveles de endeudamiento y el predominio de los pasivos contraídos a tipos de interés variables suponen una mayor sensibilidad de la economía española a las decisiones de política monetaria, en un contexto en el que cabe esperar que el actual tono relajado de las condiciones monetarias se vaya normalizando. La influencia de los tipos de interés sobre el gasto es, seguramente, más acentuada en el caso de los hogares relativamente más endeudados, que se sitúan en los estratos inferiores de la distribución por niveles de renta.

En esta misma línea, debe señalarse que la fuerte concentración de la riqueza familiar en inmuebles y el peso relativo de las actividades productivas relacionadas con el sector residen-

cial están resultando en una mayor exposición del conjunto de la economía a los cambios en la actividad y en los precios en los mercados inmobiliarios. En relación con estos últimos, 2005 parece haber marcado el inicio de un proceso de desaceleración en el precio de la vivienda, que incrementa —tanto más cuanto más firmemente se afiance— la probabilidad de que la sobrevaloración actual de este activo sea reabsorbida de una manera progresiva, como sucedió en anteriores episodios de auge. Permítanme, no obstante, recordar que todos los escenarios de absorción de una fase de sobrevaloración conllevan siempre un elemento de riesgo. Esta es una consideración que todos los agentes deben tener muy presente cuando deciden el destino de sus inversiones.

En todo caso, la valoración adecuada de las implicaciones que se derivan de la mayor exposición de la economía española a los cambios en el precio de la vivienda y en los tipos de interés resultaría incompleta si no aludiera también a los desarrollos paralelos que están reforzando su capacidad para enfrentar posibles perturbaciones adversas, en cualquiera de estas variables. En este sentido, es importante resaltar que el comportamiento que se viene observando en estos últimos años en los principales indicadores de actividad, rentabilidad y solvencia del conjunto de las entidades de crédito nacionales está ayudando a mitigar los riesgos de naturaleza financiera que inciden sobre la evolución de nuestra economía en el medio plazo. Las entidades están, así, en condiciones de absorber el posible impacto de perturbaciones como las señaladas sin que se vea afectada su capacidad para asegurar la financiación del crecimiento económico.

Indudablemente, la prolongación de la etapa de fuerte dinamismo de la demanda ha contribuido a ampliar el desequilibrio exterior de la economía, elevando la necesidad de acudir al ahorro exterior para financiar el gasto del sector privado. En conjunto, el déficit exterior, ya sea medido por el saldo de la cuenta corriente o por la necesidad de financiación, alcanzó un nuevo máximo histórico durante el pasado año.

Como es bien sabido, la pertenencia a una unión monetaria modifica sustancialmente el significado y las implicaciones del saldo de la cuenta corriente. La ruptura del vínculo entre el tipo de cambio y el desequilibrio exterior de la economía otorga mayor relevancia a la forma específica en la que se financia dicho desequilibrio. En este sentido, es importante señalar que los fondos necesarios para cubrir la brecha entre la inversión y el ahorro nacionales se están canalizando, fundamentalmente, a través de la emisión de valores por parte de instituciones financieras bancarias y, sobre todo, no bancarias, valores que, como los bonos de titulización hipotecaria, están vinculados a créditos garantizados por activos inmobiliarios.

No obstante, el hecho de que dentro de la unión monetaria el déficit exterior sea más fácilmente financiable no debe ocultar los elementos de incertidumbre que se derivan de las pérdidas de competitividad y del creciente endeudamiento de familias y empresas que subyacen al mismo, porque pueden terminar afectando a la sostenibilidad del crecimiento a medio plazo.

A corto plazo, las previsiones indican la continuidad de la expansión. El escenario central para los próximos trimestres —en un contexto de dinamismo elevado de la economía mundial, de ajuste suave de las condiciones monetarias y financieras y de reabsorción gradual de la sobrevaloración de la vivienda— continúa apuntando hacia un reequilibrio gradual del gasto, con una desaceleración de la demanda interna y una mejora de la aportación de la demanda exterior. Estamos, por tanto, ante un escenario que suministra, en principio, un margen suficiente para que se afronten las vulnerabilidades que han ido emergiendo y se aborden las medidas necesarias para dotar de solidez a la continuidad de la expansión. Existe, no obstante, el

riesgo de que la recomposición del gasto no llegue a adquirir la intensidad suficiente o de que no aumente en la medida necesaria la capacidad de respuesta de la oferta, de forma que los desequilibrios sigan ahondándose, elevándose, por tanto, la probabilidad de un ajuste más pronunciado a medio plazo.

Retos para la política económica

En la situación que acabo de describir, el compromiso de las políticas económicas con el reequilibrio de la demanda y, en particular, con la contención del gasto interno, resulta particularmente necesario. Además, para asegurar que la economía española continúe la trayectoria de aproximación hacia los niveles de renta de los países europeos más avanzados y esté en condiciones de integrarse con éxito en un entorno internacional crecientemente competitivo y globalizado, es necesario dotar de una base más amplia al potencial de crecimiento económico, reforzando la importante contribución realizada por el aumento del empleo en estos últimos años con el logro de avances genuinos de la productividad.

Dentro de las políticas de demanda, cabe esperar que la política monetaria retorne de forma gradual hacia un tono de mayor neutralidad y tipos de interés algo más elevados. El suave endurecimiento de las condiciones monetarias contribuirá, en alguna medida, a contener el gasto en consumo e inversión residencial, pero no es probable que, en un contexto en el que persisten divergencias cíclicas de cierta intensidad entre los países que conforman la zona del euro, sea suficiente para promover el ajuste necesario desde el punto de vista interno. Para ello, resulta imprescindible la contribución de la política fiscal, que debe utilizar el margen del que dispone para reducir la presión de la demanda interna, a través del seguimiento de objetivos fiscales más ambiciosos.

En este sentido, los buenos registros fiscales obtenidos en 2005 —con un superávit del 1,1% del PIB y un nuevo recorte en la ratio de deuda pública, que se ha aproximado al 40% del PIB— deben consolidarse y mejorarse en 2006. De hecho, las cifras de los primeros meses de este año apuntan hacia una continuidad del marcado dinamismo de los ingresos impositivos, aumentando la probabilidad de que los ingresos públicos superen de nuevo las proyecciones presupuestarias. En este caso, y en la perspectiva del escenario macroeconómico de crecimiento sostenido proyectado para 2006, sería factible y deseable que el superávit de las cuentas de las AAPP se situara algunas décimas por encima del alcanzado en 2005, mejorando el objetivo del 0,9% establecido en la última actualización del Programa de Estabilidad. Un resultado de este tipo permitiría profundizar en la estrategia desarrollada en los últimos años, orientada a potenciar el carácter estabilizador de la política fiscal, que quedará reforzada por la entrada en vigor, el año que viene, de las nuevas Leyes de Estabilidad Presupuestaria.

La situación saneada de las finanzas públicas en España se pone de manifiesto cuando se comparan sus grandes cifras con las de otros países europeos, sujetos a las reglas comunes de disciplina fiscal que establece el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento. Esta situación no debe ocultar, sin embargo, la existencia de retos todavía importantes. De forma más inmediata, la participación del sector público en los distintos programas de reforma estructural, como el Plan Nacional de Reformas, y el cumplimiento de los compromisos asumidos en relación con la mejora en la calidad de determinados servicios, como la sanidad, y la oferta de nuevas prestaciones sociales —algunas de ellas de gran calado, como la cobertura de las situaciones de dependencia— requerirán esfuerzos adicionales para alcanzar una gestión más eficiente del gasto y de los ingresos públicos.

Desde la perspectiva de los ingresos públicos, la reforma de la imposición directa, que entrará en vigor en 2007, contiene elementos que favorecen una mayor eficiencia en la asignación de recursos. Por lo que se refiere al impuesto sobre la renta, la reforma supone un paso sig-

nificativo hacia la neutralidad fiscal del ahorro, mientras que, en términos del impuesto de sociedades, además de reducir la tarifa, en línea con las tendencias que se manifiestan a nivel internacional, se propone dar un uso más racional al sistema de bonificaciones y de deducciones fiscales. Aunque se estima que el impacto recaudatorio de la reforma fiscal será pequeño, su efecto sobre la actividad será ligeramente expansivo, por lo que, si la economía mantiene su actual dinamismo, podría ser necesario introducir algún ajuste compensatorio. Por otra parte, cabe recordar que la entrada en vigor de las Perspectivas Financieras 2007-2013 supondrá menores flujos financieros procedentes de los Presupuestos comunitarios. Todo ello refuerza la necesidad de que en los próximos años el diseño de los presupuestos profundice en el papel estabilizador de la política fiscal.

Por el lado del gasto público, una vez concluido el proceso de descentralización de la mayoría de las competencias, es necesario reforzar los mecanismos de coordinación entre los distintos niveles de gobierno. Quiero subrayar, además, la importancia que tiene, cuando se han alcanzado cotas de descentralización muy elevadas, el alcanzar un grado mayor de implicación por parte de todos los niveles de gobierno con la estabilidad presupuestaria. El incumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria por parte de numerosas CCAA, en 2005, y las proyecciones de déficit para 2006 son señales que alertan sobre posibles situaciones de desbordamiento, que se deben prevenir y evitar. Las nuevas Leyes de Estabilidad han de contribuir a detectar y corregir estas posibles situaciones, promoviendo, en primer lugar, una pronta y transparente información sobre la situación de las cuentas públicas regionales.

Por último, en relación con los retos que se plantean para la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y largo plazo, derivados del proceso de envejecimiento de la población, quiero recordar que el retraso en la adopción de reformas en los sistemas públicos de protección social refuerza la necesidad de alcanzar posiciones más saneadas a corto plazo, que permitan acometer reducciones adicionales en la ratio de deuda pública o, alternativamente, dotar el fondo de reserva de las pensiones con mayor rapidez e intensidad. Además, esta necesidad aumenta en ausencia de reformas más ambiciosas en el mercado de trabajo, que fomenten adicionalmente la utilización de los recursos laborales que todavía permanecen ociosos, a pesar de los avances conseguidos en el aumento de la participación y en la reducción del paro.

Antes he argumentado la conveniencia de disponer de mecanismos de formación de costes y precios más eficientes y flexibles, que faciliten los ajustes que la economía deba realizar en el contexto de la UEM. En este sentido, resulta preocupante que los temas relacionados con la estructura de la negociación colectiva hayan quedado relegados en la agenda de posibles reformas en el mercado laboral. La pauta de negociación salarial que incorporan los Acuerdos Interconfederales para la Negociación Colectiva, firmados habitualmente por los agentes sociales, limita la capacidad para ajustar los aumentos salariales a la evolución de la productividad sectorial o de empresa, además de establecer un suelo para el incremento de los salarios nominales. Las cláusulas de salvaguarda, que incorpora un porcentaje elevado de convenios, tienen efectos particularmente dañinos cuando se registran perturbaciones exógenas de precios al alza, como el actual encarecimiento del petróleo, ya que tienden a reforzar la inercia alcista de los salarios. El sistema de negociación colectiva debe hacerse más flexible para proporcionar un marco en el que, estableciéndose las garantías necesarias para los trabajadores, se facilite la adaptación de las condiciones salariales y de trabajo a las necesidades de un funcionamiento eficiente y competitivo de las empresas y los sectores.

Es imprescindible también favorecer la contratación indefinida, para corregir la dualidad que persiste en el mercado de trabajo, ya que la ratio de temporalidad ha seguido aumentando en

2005 y en la parte transcurrida de 2006. El acuerdo sobre la reforma del mercado laboral recientemente firmado por los agentes sociales y el Gobierno constituye un paso muy tímido en esa dirección, pues si bien trata de desincentivar la contratación temporal —con resultados difíciles de valorar con antelación—, deja en buena medida inalterados algunos de los problemas básicos que subyacen a la restrictiva utilización de la contratación indefinida. En particular, aunque se ha introducido un sistema más transparente de bonificaciones a este tipo de contratación, los costes de despido vinculados a la misma no se han visto modificados. Únicamente cabe señalar, a este respecto, la ampliación hasta 2007 del periodo en el que los contratos temporales pueden convertirse en indefinidos acogiéndose al contrato de fomento de empleo, que contempla una menor indemnización por despido.

Los temas que quedan pendientes en el terreno de la reforma laboral tienen gran trascendencia, pues esta es una parcela muy relevante para la efectividad de las numerosas medidas de liberalización que se han puesto en marcha en el contexto del Plan de Dinamización, primero, y del Programa Nacional de Reformas, después. La adecuada implementación de estos programas, que han recibido una valoración favorable en el seguimiento de la Agenda de Lisboa que realiza la Comisión Europea, es fundamental para que la economía española supere la senda de bajo crecimiento de la productividad que viene siguiendo. Sin duda, la elevada disponibilidad de fuerza de trabajo es un factor que explica, en parte, los reducidos incrementos de la productividad, pero no debe ocultar las dificultades que existen para aumentar y modernizar el capital productivo, formar adecuadamente la mano de obra e incorporar avances tecnológicos, y que han de ser vencidas para mejorar la capacidad competitiva del aparato productivo.

La flexibilidad y eficiencia de los mercados es un requisito imprescindible para sostener el crecimiento a largo plazo dentro de un área de estabilidad monetaria, y lo es más cuando, como es el caso de la economía española, se parte desde una posición de desfase tecnológico y de bajo nivel relativo de productividad. Por eso es tan importante el avance de la estrategia de Lisboa en nuestro país. El reto está, por tanto, en traducir los programas diseñados en una acción efectiva de Gobierno, que sea capaz de movilizar la dinámica innovadora del sector privado, y en extender la acción a otras parcelas de gran relevancia que siguen necesitando un impulso liberalizador, como el sector del comercio al por menor y los mercados de suelo, viviendas y alquileres.

Sistema financiero

A lo largo de 2005, las entidades de depósito españolas desarrollaron su operativa en un entorno benigno, nacional e internacional, tanto en el terreno macroeconómico como en el relativo a los mercados financieros. En este contexto, el pasado ejercicio se caracterizó por el mantenimiento del fuerte crecimiento de la financiación al sector privado residente, especialmente la financiación de actividades vinculadas al mercado inmobiliario. No obstante, el cambio en el tono de la política monetaria y el aumento de la volatilidad de los mercados financieros en las últimas semanas han supuesto un recordatorio de las dudas sobre la continuidad de este entorno.

El crecimiento del crédito con garantía hipotecaria ha venido acompañado de la aparición de nuevos productos bancarios. Así, es posible observar recientemente un alargamiento de los plazos a los que se conceden las operaciones hipotecarias, hasta límites considerablemente superiores a los habituales, así como una mayor flexibilidad en la capacidad de diferir los pagos de principal e intereses, o la posibilidad de volver a disponer automáticamente de cantidades amortizadas para financiar otras necesidades.

Estas innovaciones financieras, propias de mercados financieros maduros, permiten a las entidades financieras satisfacer con más flexibilidad las necesidades del cliente y pueden aumen-

tar las posibilidades de financiación de los particulares y empresas, pero exigen esfuerzos adicionales importantes, por parte de los gestores, para medir y controlar adecuadamente los elementos de riesgo adicionales, y también, para facilitar a los clientes la información necesaria para que estos puedan valorar su capacidad de pago en diversos escenarios alternativos.

El incremento de la financiación concedida a las actividades relacionadas con el mercado inmobiliario no se circunscribe a la otorgada para la adquisición de vivienda por parte de los hogares, sino que también ha crecido notablemente la extendida a empresas de construcción y promoción inmobiliaria. El grado de concentración de las carteras crediticias de las entidades en las actividades de construcción y promoción inmobiliaria se ha incrementado, de nuevo, en 2005. Algo que también requiere atención de los gestores, en un contexto en el que ha aumentado la probabilidad de que el tono acomodaticio de las condiciones monetarias se vaya normalizando progresivamente y el precio de la vivienda mantenga e incluso intensifique el proceso de desaceleración que parece haberse iniciado.

El fuerte incremento de la actividad bancaria, y en especial del crédito al sector privado residente, no se ha visto acompañado, con la misma intensidad, por la captación de fondos a través de pasivos tradicionales, como los depósitos. En este sentido, durante el ejercicio 2005 se ha visto reforzada la tendencia a la búsqueda de financiación adicional en los mercados financieros emitiendo cédulas hipotecarias, otros valores o mediante la titulización de activos. Si bien esto suele suponer una financiación más costosa que la captación de recursos más tradicionales, no es menos cierto que la incorporación de España a una zona de estabilidad, como la del euro, ha facilitado el acceso de nuestras entidades a mercados eficientes tanto de capitales como interbancario.

El acceso a los mercados internacionales, principalmente en la zona del euro, ha colocado a las entidades de crédito en un papel central en la canalización del ahorro del resto del mundo hacia nuestra economía, y ha transferido, en el caso de la titulización, parte del riesgo a los inversores extranjeros. Ello puede hacer que las condiciones de financiación en el exterior de las entidades de crédito y de la economía española puedan ser más sensibles a las circunstancias de los mercados de capitales y a los desarrollos en los mercados inmobiliarios en nuestro país. Por ello, es importante que las entidades valoren futuros escenarios de acceso a esos mercados internacionales menos favorables que los vistos en los últimos años.

La expansión de la actividad que se registró durante el pasado año no se limitó, no obstante, al crédito concedido, sino que las entidades profundizaron en su oferta de productos no típicamente bancarios, como los seguros o los fondos de inversión y de pensiones. Asimismo, las actividades desarrolladas en el extranjero contribuyeron a dinamizar los balances bancarios. En este sentido, en el último año ha cambiado de forma importante la composición geográfica de los activos financieros en el exterior de las entidades de depósito españolas. Si bien Latinoamérica sigue ocupando un lugar relevante, la Unión Europea se ha visto incrementada notablemente, de forma que ha pasado a ser la presencia más significativa.

En 2005 los resultados de las entidades de depósito españolas, primera línea de defensa ante la eventual concreción de dificultades, han mostrado importantes tasas de crecimiento, que confirman la buena situación que ya se venía mostrando en años anteriores. No debe olvidarse, no obstante, que en la aplicación de los nuevos criterios contables que introduce la Circular del Banco de España 4/2004 cabe esperar un mayor grado de dispersión y volatilidad.

En cualquier caso, el considerable aumento del volumen de negocio, el mayor apalancamiento de las entidades de crédito y los esfuerzos para contener los incrementos de sus costes

operativos han permitido mantener índices de rentabilidad elevados, a pesar de la moderación de los márgenes financieros, lo que se plasma en la rentabilidad sobre recursos propios que, un año más, ha continuado ampliando su diferencial con respecto a la deuda pública a largo plazo.

Las entidades de depósito españolas han venido operando con una holgura razonable sobre el mínimo regulatorio de recursos propios, si bien el intenso crecimiento de la actividad ha reducido la ratio de solvencia por debajo de las que históricamente han caracterizado a nuestro sistema bancario. Esta holgura proporciona un cierto margen de maniobra ante posibles perturbaciones, especialmente en la medida en que se preste atención a su calidad y su generación con carácter recurrente.

Un crecimiento de la actividad como el descrito hasta ahora, en un contexto macroeconómico y de los mercados financieros tan favorable, no debe llevar a los gestores de las entidades a comportarse de forma autocomplaciente. Por el contrario, las dificultades para sostener los ritmos de crecimiento de la actividad, la previsible normalización de las condiciones favorables monetarias y financieras y el reciente aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales en un entorno de primas de riesgo históricamente bajas, requieren una actitud vigilante y una reflexión sobre la estrategia de negocio en entornos diferentes. El análisis de escenarios adversos es una herramienta imprescindible en situaciones de cambios rápidos y profundos, de forma que puedan determinar su capacidad de reacción ante combinaciones de perturbaciones adversas, que si bien no son el escenario central previsible, deben formar parte del análisis de riesgos de toda entidad financiera.

Desde el punto de vista regulatorio, el pasado ejercicio ha sido también un año intenso. Así, a lo largo de 2005 las entidades de crédito han aplicado con éxito la nueva Circular contable y han trabajado en su adaptación al nuevo marco del capital. Estos esfuerzos de implantación no acaban en 2005, sino que deben continuar durante los próximos años con la profundización de los aspectos más novedosos de las nuevas normas contables y, en particular, en materia de capital, transparencia y de responsabilidad de los gestores.

La creciente importancia de la transparencia y la responsabilidad corporativa no se limita al ámbito contable. De hecho, el buen gobierno corporativo es uno de los aspectos clave en todo sistema financiero. Así lo reconoce el propio Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, que ha aprobado una guía específica para las entidades de depósito, que trata de complementar otros códigos reconociendo las peculiaridades del mismo, y que pone especial énfasis en los aspectos organizativos, de control de riesgos y de transparencia.

La creciente integración, tanto entre sectores como entre países, también tiene implicaciones para los supervisores, que cada vez menos pueden ejercer sus competencias de manera aislada. Por ello conviene enmarcar la actividad supervisora nacional en el conjunto de iniciativas y actividades en el plano internacional, especialmente las actividades del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y del Comité Europeo de Supervisores Bancarios, ambos presididos en 2005 por el Banco de España.

Una vez terminado en julio de 2005 el capítulo dedicado al marco del capital en la cartera de negociación, ambos Comités han dedicado sus esfuerzos a la cooperación supervisora y a mejorar la consistencia de la implementación, apoyando así la idea de que una cierta pausa regulatoria podría mejorar la calidad de la implantación de la presente regulación. La demanda de que la convergencia regulatoria se vea acompañada de una convergencia de prácticas supervisoras es especialmente intensa en la UE. Foros como el AIG («Accord Implementation

Group») del Comité de Basilea o el CEBS (Comité Europeo de Supervisores Bancarios) en la UE son una respuesta a esa demanda. Pero para el supervisor es también imprescindible una creciente cooperación con sus homólogos en otros países, porque un sistema financiero global no puede ser supervisado con eficacia sin un grado adecuado de cooperación que facilite la mutua confianza y el intercambio de información. La cooperación internacional, en definitiva, es una piedra angular de la estabilidad financiera global, y de la extensión de las mejores prácticas internacionales en estas materias.

En el ámbito europeo, la nueva directiva de capital refuerza este enfoque, mediante el establecimiento de colegios de supervisores para los grupos financieros transnacionales, pero también a través del papel de liderazgo del supervisor en base consolidada. Además, la extensión del denominado enfoque Lamfalussy del sector de valores a los de banca y seguros supone una apuesta por un modelo de cooperación y evolutivo, construido sobre la fortaleza y el conocimiento de los supervisores nacionales. Este modelo intensivo en cooperación supervisora eleva la responsabilidad de los supervisores nacionales, ya que solo es sostenible en la medida en que dé respuestas adecuadas, elimine barreras e incluso incentive la necesaria integración financiera.

Aunque solo unas cuarenta de las 8.000 entidades de depósito europeas tienen actividad transnacional relevante, el mercado bancario europeo se está integrando a una velocidad considerable. Así, aun cuando el ritmo de integración del mismo puede parecer bajo, con unas pocas operaciones transfronterizas por año, la competencia internacional en cada uno de nuestros sistemas financieros nacionales es cada vez más patente e intensa. Además, ciertos segmentos del mercado han conocido un desarrollo sin precedentes; así, el mercado interbancario en euros o el de bonos de titulización están ya perfectamente integrados y son plenamente accesibles no solo para esas entidades paneuropeas. Este es el panorama del sistema financiero europeo, que combina segmentos integrados con mercados de banca al por menor, no ya nacionales sino incluso locales, entidades transnacionales que se encuentran entre las más grandes del mundo con pequeños bancos con unos pocos empleados. Por todo ello, la eliminación de barreras a la integración debe seguir siendo un punto importante de las agendas de las autoridades comunitarias y nacionales.

No quiero terminar este apartado sin referirme a los esfuerzos realizados por el Banco de España en materia de formación del cliente bancario. Pero antes de comentar nuestras iniciativas en esta área, debemos insistir en que nuestros esfuerzos están dirigidos a reforzar la estabilidad financiera. Al igual que unas entidades solventes, eficientes y competitivas son la mejor garantía de estabilidad en un sistema financiero abierto a la competencia internacional, unos clientes bancarios con suficiente cultura financiera y exigentes en su trato con las entidades constituyen también un pilar básico de la eficiencia del sistema financiero y de su estabilidad.

En 2005 el Banco de España puso en marcha el portal del cliente bancario, a través del cual se proporciona a los consumidores tanto información global sobre las características de riesgo de los distintos productos, como sobre sus derechos o sobre los intereses y comisiones que las entidades aplican a sus clientes. La evaluación provisional de los resultados es muy positiva y al mismo tiempo nada complaciente. Esta es un área donde tenemos que hacer un esfuerzo mayor, mejorando además la coordinación con otros organismos de supervisión y de defensa de los consumidores. Cuestiones tan básicas como la conveniencia de diversificar el ahorro entre entidades y productos, o la no existencia de altas rentabilidades sin que lleven aparejado un mayor riesgo, no forman parte todavía de la cultura financiera básica del consumidor. Y mientras esto no sea así, los consumidores estarán expuestos a riesgos sin ser conscientes de estar asumiéndolos.

En 2005 también se han reforzado los mecanismos de coordinación nacional entre el Ministerio de Economía y los supervisores. Así, dando cumplimiento a las recomendaciones del ECOFIN, se ha procedido a la firma de un Memorando de Entendimiento («MOU») entre el Ministerio de Economía (no solo en su función principal, sino también como supervisor del sector de seguros), el Banco de España y la CNMV sobre cooperación en materia de estabilidad financiera. Este acuerdo, que es la extensión natural al ámbito nacional del firmado en la UE entre los Ministerios de Finanzas, los Bancos Centrales, y los Supervisores Bancarios, sin alterar las competencias respectivas, no hace sino plasmar por escrito lo que ya eran unas fluidas relaciones entre el Ministerio y los supervisores. Como consecuencia directa de este acuerdo ha sido creado el Comité de Estabilidad Financiera de ámbito nacional, que ya ha comenzado a funcionar.

En 2005 el Fondo Monetario Internacional ha sometido al Banco de España, junto con el resto de supervisores y reguladores del sistema financiero español, a un ejercicio de valoración de la estabilidad del sistema financiero y de la adecuación de las prácticas supervisoras a los mejores estándares internacionales. Este ejercicio, conocido como FSAP («Financial Sector Assessment Programme»), ha supuesto un considerable esfuerzo para el Banco de España, pero también una oportunidad única para obtener una valoración externa, objetiva e independiente sobre el modelo de supervisión y regulación español. Aunque no es este el momento para valorar en profundidad sus resultados, sí quiero destacar que el mismo viene a confirmar los altos estándares de nuestro modelo de supervisión junto con la solidez de nuestros bancos, y cito: «el sector financiero es dinámico, altamente competitivo y bien supervisado y regulado». También señala áreas de mejora y riesgos potenciales futuros a los que debemos hacer frente, con los que básicamente coincidimos. En definitiva, ha sido un ejercicio intenso, pero fructífero de cara a mejorar nuestro modelo de supervisión.

Como es habitual, los últimos minutos de mi intervención están dedicados al reconocimiento y agradecimiento al personal del Banco de España, por su esfuerzo y dedicación, y a los miembros de la Comisión Ejecutiva y del Consejo de Gobierno, por su apoyo y colaboración. En esta ocasión, de forma especial, ya que este discurso marca el fin de un período profesional intenso y enriquecedor. Ha sido un privilegio haber trabajado, junto al subgobernador, a los directores generales y a los miembros de este Consejo, en la dirección de esta institución durante los últimos seis años. Creo que en este período hemos cumplido con el objetivo de preparar esta institución para el papel que debe jugar como consecuencia del nuevo marco institucional de pertenencia a la UEM y el papel que la economía española debe tener en el contexto mundial. Todo ello ha sido posible gracias al esfuerzo y dedicación del personal de esta casa, y también gracias a su profesionalidad, lealtad, criterio independiente y sentido institucional, lo que hace del Banco de España un sitio muy especial.

Mirando hacia atrás, quisiera hacer extensiva mi gratitud a los anteriores consejeros y tener un recuerdo muy especial para Eugenio Domingo Solans, que tantos servicios prestó a esta institución y al proceso de construcción europea, tanto en sus dos etapas de consejero ejecutivo como durante su estancia en el Banco Central Europeo.

Me van a permitir que termine con un agradecimiento especial, expreso y breve al subgobernador, con quien siempre estaré en deuda. Ha sido tan intensa y leal nuestra cooperación y entendimiento, durante estos años, que agradecer su labor me hace sentir como si me estuviera halagando a mí mismo. Así que, Gonzalo, siendo breve, según tu gusto y el mío, déjame que, por lo menos, te diga una vez en público una sola palabra: gracias.

