

PRESENTACIÓN DEL INFORME ANUAL

2003

**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 recuperación de la economía internacional —que en el discurso de presentación del *Informe Anual* del año pasado se calificaba de modesta, vacilante y desigual— fue adquiriendo mayor vigor a lo largo del año 2003 y en los primeros meses de 2004, al tiempo que se iba ampliando su alcance geográfico. A la pujanza inicial de la economía norteamericana se sumó el notable dinamismo de numerosos países del este de Asia, entre los que cabe destacar China. La economía japonesa, que había mantenido una acusada depresión y atonía durante la década anterior, experimentó una clara recuperación y los países de Europa central y oriental mantuvieron tasas de crecimiento relativamente elevadas. Solo el área del euro, entre las economías industrializadas, y Latinoamérica, entre las emergentes, dieron muestras de una recuperación de la actividad más vacilante.

La favorable evolución de la economía internacional fue compatible con el mantenimiento de la inflación en niveles reducidos, a pesar de la notable elevación de los precios del petróleo y otras materias primas. El riesgo de deflación, que en algunos momentos se temió que pudiera afectar a algunas de las principales economías, entre ellas la norteamericana, se fue disipando a medida que se consolidaba la recuperación. El buen comportamiento, en conjunto, de los mercados financieros y la evolución de los indicadores de confianza parecen señalar que se ha restablecido en buena medida un clima de mejores expectativas sobre el curso futuro de la economía mundial.

La consolidación de la recuperación es imputable, en medida no despreciable, a unas políticas macroeconómicas sumamente expansivas, que han resultado, en muchos países, en incrementos significativos de los niveles de endeudamiento público y privado. En un marco de políticas monetarias muy holgadas y amplia liquidez global, los mercados financieros registraron elevaciones de los precios de los activos y tipos de interés muy reducidos, que ayudaron también a consolidar el despegue de la demanda. A su vez, disminuyeron las primas de riesgo, tanto de los títulos de renta fija emitidos por el sector privado como de los títulos soberanos de los mercados emergentes, hacia los cuales se canalizaron unos mayores flujos de capitales. En consecuencia, la recuperación económica y el buen tono de los mercados financieros se alimentaron mutuamente, en un círculo virtuoso que se ha mantenido, en sus rasgos generales, en los primeros meses de 2004, aunque últimamente se ha venido observando un repunte en los tipos de interés a largo plazo y en las primas de riesgo soberano de los mercados emergentes.

América Latina fue la región emergente que experimentó mayores dificultades para incorporarse a la fase alcista de la economía mundial en 2003. Las crisis recientes, en algunos países, y los episodios de inestabilidad financiera, en otros, habían provocado en estos últimos años depreciaciones cuantiosas de los tipos de cambio y tensiones alcistas en los precios, frente a las que las autoridades reaccionaron con políticas de demanda más restrictivas que retrasaron el despegue de sus economías. A medida que estas políticas se suavizaron, que fueron mejorando las condiciones externas de financiación y que se consolidó el aumento del precio de las materias primas, las economías latinoamericanas alcanzaron unos ritmos de crecimiento progresivamente más elevados, particularmente a partir de los últimos meses del año pasado. Persisten, no obstante, algunos elementos de vulnerabilidad en la zona, relacionados con sus elevados niveles de deuda pública y externa así como con su alta dependencia de los

capitales exteriores, que aconsejan perseverar en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y en la profundización de las reformas estructurales, especialmente de aquellas destinadas a reforzar el marco institucional y el respeto de los derechos de propiedad.

Un aspecto que, a mi juicio, resulta destacable cuando se examina la situación internacional es que la consolidación de la recuperación económica no contribuyó a la corrección de los desequilibrios exteriores entre las principales áreas. Al contrario, pese a la acusada depreciación del dólar, aumentaron tanto el déficit exterior de Estados Unidos como el superávit de Japón y el resto de Asia, mientras que apenas experimentó variación el ligero superávit del área del euro. Es posible que la depreciación del dólar no haya tenido todavía efecto sobre la corrección de los flujos de comercio exterior, ya que, como es sabido, este se produce con considerable retraso y, a corto plazo, la depreciación del tipo de cambio puede incluso inducir una ampliación del déficit. Pero el escaso impacto de la depreciación del dólar sobre los saldos externos de las principales áreas parece estar relacionado también con la asimetría en la reacción de las principales divisas: mientras que buena parte de la depreciación efectiva nominal del dólar en 2003 fue imputable a su evolución bilateral frente al euro, las economías asiáticas y, en menor medida, Japón frenaron la tendencia a la apreciación de sus monedas mediante cuantiosas intervenciones en los mercados de divisas que han contribuido a aumentar adicionalmente sus ya elevados niveles de reservas.

Resulta, en cierto modo, paradójico que la caída del dólar se haya concentrado en las divisas de las economías menos dinámicas y con un saldo exterior relativamente equilibrado, en tanto que su cotización se mantuvo muy estable frente a las monedas de los países de crecimiento más elevado y en los que se concentra la mayor parte de su déficit comercial. En todo caso, la contribución que cabe esperar de los movimientos de los tipos de cambio a la corrección de los desequilibrios exteriores globales es limitada, por lo que son necesarios ajustes en las políticas económicas de los principales países. En este ámbito, no solo no se avanzó en 2003 sino que las políticas económicas siguieron orientadas, en algunos casos, en sentido opuesto al necesario para la reducción de los desequilibrios, especialmente en lo que se refiere al déficit público norteamericano.

Según he mencionado, el panorama económico internacional ha mejorado sensiblemente en 2003 y los primeros meses de 2004. A su vez, se espera que a lo largo del presente año se consolide la recuperación en los países más avanzados en el ciclo y que paulatinamente se incorporen a la fase de auge los más rezagados. No obstante, persisten factores de riesgo que conviene tener presentes a la hora de valorar el curso futuro de la recuperación.

Un primer riesgo es que la persistencia de los desequilibrios por cuenta corriente pueda exacerbar la volatilidad en los mercados cambiarios y financieros internacionales. Lograr un reparto del crecimiento mundial más acorde con unas posiciones exteriores más equilibradas sin poner en riesgo la recuperación es, por lo tanto, uno de los principales desafíos que afronta la economía mundial.

En el caso de Estados Unidos, la corrección del déficit exterior pasa necesariamente por la reducción de su elevado déficit público, que ha resultado de las políticas fiscales sumamente expansivas llevadas a cabo en los últimos años.

Por otra parte, las políticas monetarias de Estados Unidos y otros países deberán afrontar en el futuro próximo el ajuste hacia un tono más congruente con una posición cíclica más avanzada, partiendo actualmente de unos niveles de los tipos de interés oficiales muy reducidos, que suponen un estímulo notable de la actividad. En este sentido, una política de comuni-

ción adecuada, que evite las sobrereacciones a las que son propensos los mercados financieros, resulta esencial.

Todo ello resulta particularmente importante, además, si se tiene en cuenta la pervivencia de incertidumbres de naturaleza geopolítica y que las elevaciones recientes en los precios del petróleo, en caso de consolidarse, incidirían desfavorablemente tanto sobre la estabilidad de precios como sobre el curso de la recuperación global, complicando la labor de los bancos centrales.

En definitiva, al encarar la actual fase alcista del ciclo económico internacional conviene tener presente una de las principales enseñanzas de los ciclos anteriores: la importancia de aprovechar los tiempos de bonanza económica para realizar los ajustes necesarios que permitan corregir los desequilibrios y dotar a las políticas económicas de mayores márgenes de maniobra, que puedan ser utilizados cuando vengan tiempos más difíciles. Es, por ello, imprescindible que el énfasis de las políticas económicas se desplace desde el corto al medio plazo, tanto en el ámbito de las políticas fiscales y monetarias como en el de las reformas estructurales, resultando preciso también aprovechar la fase de mayor dinamismo para robustecer el sector financiero, cuya solidez ha permitido a la economía mundial encajar mejor las fuertes perturbaciones que ha sufrido en los últimos años.

La zona del euro

El pasado año la zona del euro continuó atravesando un período de bajo crecimiento, que se prolonga desde 2001. En la segunda mitad del año se detectaron los primeros indicios de recuperación, que parecen haberse reforzado a principios de este año, aunque el dinamismo se mantiene muy por debajo del que registran el resto de las principales áreas y está rodeado todavía por una considerable incertidumbre. Esta prolongada fase de relativa atonía de la actividad económica está siendo la consecuencia, entre otras cosas, de una serie de perturbaciones globales y, en la etapa más reciente, de la pronunciada apreciación del tipo de cambio del euro en un contexto de agudización de los desequilibrios financieros internacionales.

Pero los insatisfactorios resultados de los últimos años parecen también indicativos de la excesiva vulnerabilidad de la economía europea ante la evolución del entorno exterior y de la debilidad crónica de la demanda interna que no ha podido ser contrarrestada por las favorables condiciones monetarias y financieras.

La evolución de la zona del euro ha resultado algo decepcionante en relación con las expectativas que generó el nacimiento de la Unión Monetaria hace ya más de cinco años, como un proyecto encaminado, entre otros objetivos, a aumentar la prosperidad económica de los ciudadanos europeos. No se deberían ignorar, sin embargo, los progresos realizados en la superación de algunas de las imperfecciones estructurales durante el proceso de integración monetaria. En la última década, se han producido en muchos países avances importantes en áreas como el redimensionamiento del sector público, la eficiencia del sistema fiscal y, de manera más desigual, el funcionamiento de los mercados.

Ello no es óbice para reconocer las debilidades que todavía presenta la economía europea. En particular, en un entorno internacional más competitivo, las rigideces que mantienen los mercados de bienes y de trabajo y la ausencia de incentivos suficientes para la innovación y la incorporación de las nuevas tecnologías inhiben la inversión en Europa, en beneficio de otras áreas geográficas más dinámicas, y, de esta forma, dañan de manera significativa el crecimiento potencial. Del mismo modo, la evolución demográfica en Europa está ejerciendo una presión creciente sobre la viabilidad financiera de los esquemas públicos actuales de Seguridad Social y sanidad, que tiende a hacer más gravosa la presencia de aquellos aspectos de la

regulación laboral y del sistema fiscal que obstaculizan la incorporación a la actividad productiva y la reducción de la tasa de dependencia.

Por lo tanto, puede estar sucediendo que en la coyuntura actual los agentes perciban con mayor nitidez la posible influencia negativa de las deficiencias estructurales sobre sus rentas futuras y que ello pueda estar inhibiendo su propensión al gasto. Por consiguiente, la concreción y el impulso de la agenda reformadora, en línea con los compromisos de los Consejos Europeos de Lisboa y Barcelona, no es solo una necesidad para asegurar un mayor crecimiento sostenible en Europa a medio plazo, sino también un requisito imprescindible para mejorar la confianza de los agentes y, a través de ello, contribuir al dinamismo de la actividad, también en los plazos más cortos.

Es importante constatar que en una situación como la actual, en la que la apatía del gasto privado responde, en gran medida, a la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía, las políticas de demanda tienen una eficacia limitada para contrarrestar la debilidad del crecimiento del producto. Cuando los agentes contemplan el futuro con cierta desconfianza, no cabe descartar que actuaciones pretendidamente expansivas, tendentes a aumentar la actividad en el corto plazo, puedan llegar a resultar contraproducentes si son percibidas como insostenibles o incluso perjudiciales a medio plazo.

Desde este punto de vista, para la conducción de la política monetaria resulta crucial reiterar la firmeza del compromiso del banco central con el objetivo de garantizar la estabilidad de precios, como requisito fundamental para asegurar un mayor nivel de bienestar a medio plazo. El BCE ha actuado coherentemente con este análisis al hacer compatible la reducción de los tipos de interés hasta los niveles mínimos de las últimas décadas, en consonancia con el escaso crecimiento, con el esfuerzo por mantener, a través de sus acciones y su política de comunicación, las expectativas de inflación en línea con su propia definición del objetivo de la política monetaria.

Una perspectiva de medio y largo plazo resulta igualmente fundamental para la orientación de la política presupuestaria. En las condiciones de la coyuntura actual que el *Informe Anual* describe, no cabe esperar que medidas discrecionales que supongan un deterioro significativo de los saldos presupuestarios tengan efectos expansivos generalizados sobre la actividad, ya que estas medidas pueden tener una influencia inhibidora sobre el gasto privado y tienden a agravar los retos que se derivan del envejecimiento de la población. Por el contrario, lo que resulta realmente importante es que los presupuestos nacionales no conduzcan a desequilibrios estructurales que pueden amenazar la sostenibilidad de las finanzas públicas y el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria. Esta es la mejor fórmula para contribuir, en la actual coyuntura, a reforzar la confianza de los agentes y potenciar los efectos favorables de la integración económica en Europa.

En el marco de las excepcionales características institucionales de la integración monetaria europea, no puede ignorarse que la indisciplina fiscal en países concretos tiene externalidades negativas sobre el conjunto del área, por lo que resulta imprescindible el mantenimiento de reglas que limiten la autonomía fiscal de los Estados miembros, como las que recoge el Tratado de la UE y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esta necesidad es, incluso, más apremiante en el momento actual, una vez que diez nuevos países se han incorporado a la UE manifestando su deseo de adoptar el euro una vez cumplan las condiciones para ello.

Ante las dificultades actuales por las que atraviesa el marco actual de disciplina fiscal en la UE, parece que lo prioritario es asegurar el adecuado funcionamiento de los procedimientos mul-

ilaterales de vigilancia y control de las reglas vigentes, que deben ser asumidos por todos los Estados miembros como única manera de mantener la eficacia y credibilidad del entramado normativo.

En todo caso, la fase de recuperación cíclica de la actividad, en la que parece haber entrado la economía europea, debe constituir un entorno propicio para impulsar las agendas reformadoras de los gobiernos nacionales y para reforzar la vigencia de los compromisos en materia fiscal. No debe ignorarse, sin embargo, que la situación actual incorpora algunos elementos de incertidumbre, como la inestabilidad geopolítica, el encarecimiento del crudo y los desequilibrios macroeconómicos globales, que, lógicamente, afectan a las perspectivas de la economía de la zona del euro.

Cabe confiar, no obstante, en que a pesar de todas las incertidumbres existentes, la economía europea logre este año alcanzar cifras de crecimiento notoriamente superiores a las del anterior, apoyada en la expansión de los mercados de exportación y en una gradual recuperación de la demanda interna. Al mismo tiempo, el trascendental paso que el proceso de construcción europea acaba de realizar con la ampliación de la UE debe suponer un estímulo adicional para avanzar en las reformas que son necesarias, tanto en el plano económico como en el institucional, para dinamizar el crecimiento europeo.

La economía española

Al abordar el comportamiento de la economía española en 2003 y en el período transcurrido de 2004, debo comenzar señalando que, un año más, nuestra economía ha logrado mejorar la trayectoria seguida por la zona del euro. En particular, la demanda interna ha seguido respondiendo a los impulsos expansivos ejercidos por unas condiciones monetarias que han continuado siendo muy holgadas para la coyuntura interna. La aplicación más disciplinada de otras políticas económicas y una reacción más flexible de la oferta de la economía, en línea con las reformas estructurales emprendidas, han ayudado a preservar un contexto favorable al progresivo fortalecimiento de la actividad, confirmando la superación de la pasada fase de desaceleración, que alcanzó un suelo a mediados de 2002.

El diferencial de crecimiento con la zona del euro se amplió hasta casi dos puntos porcentuales y se ha mantenido en torno a ese nivel en el primer trimestre de 2004. En consecuencia, el proceso de convergencia real continuó a buen ritmo durante el pasado año y el PIB per cápita español frente a los quince miembros antiguos de la UE se situó en el 87,4%, un punto más que en 2002. En relación con la UE ampliada a 25 países, dicha ratio se eleva hasta el 94,4%, como consecuencia del menor nivel de desarrollo de los nuevos miembros.

El dinamismo de la economía en el año 2003 —y en el comienzo de 2004— ha continuado asentado en las mismas bases que en años anteriores y ha respondido a una pauta similar. En primer lugar, como ya he mencionado, se han mantenido unas condiciones muy favorables de financiación, caracterizadas por bajos niveles de los tipos de interés —que se vieron recortados adicionalmente hasta alcanzar mínimos históricos—, tasas elevadas de expansión crediticia y una notable revalorización de los activos no financieros, a la que se sumó, en 2003, la recuperación de las bolsas de valores. En segundo lugar, la disciplina presupuestaria ha proporcionado el contrapunto necesario a los estímulos provenientes de las condiciones monetarias y financieras para dar solidez y firmeza al entorno de estabilidad macroeconómica. La decisión con la que se ha perseguido la consolidación fiscal en España se materializó en 2003 en un superávit de las Administraciones Públicas del 0,3% del PIB y en una nueva reducción de la ratio de deuda pública, que quedó situada en el 50,8% del producto, muy por debajo de la media europea y del valor de referencia establecido en el Tratado de la Unión.

No es posible sintetizar las bases que han estado sustentando el crecimiento económico sin destacar, aunque sea en tercer lugar, el continuado soporte proporcionado por el elevado dinamismo en la generación de empleo. La moderación de los costes laborales —que volvieron a reducirse, en términos reales, en 2003— y la flexibilización de las modalidades de contratación, como consecuencia, entre otras razones, de las sucesivas reformas introducidas, han sido los factores que han estado detrás de la mejora en el funcionamiento del mercado de trabajo desde finales de los años noventa, que se ha traducido en una elevada capacidad de generación de empleo. Esta mejora ha resultado ser un sólido punto de apoyo del buen comportamiento de la economía, ya que ha posibilitado un aumento de la oferta de trabajo, que ha permitido responder con flexibilidad ante una demanda en expansión; a la vez, el propio aumento del empleo ha impulsado una mejora de las expectativas de renta de las familias, que ha dado sustento a la demanda interna.

La composición del crecimiento de la economía española ha seguido descansando, fundamentalmente, en el consumo de los hogares y en la construcción. La mejora de los determinantes del consumo privado, que se aceleró en 2003, se apoyó también en la moderación de la tasa de inflación que se registró ese año y que permitió incrementar el poder adquisitivo de la renta disponible. La inversión residencial, a pesar del fuerte incremento del precio relativo de la vivienda, continuó avanzando a un ritmo elevado, lo que, unido a un notable crecimiento de la obra pública en infraestructuras, alimentó el avance sostenido de la construcción.

La inversión en equipo y las exportaciones de bienes y servicios también se recuperaron en 2003, pero su contribución al avance del PIB fue todavía muy modesta, siendo los componentes que mantuvieron dentro de un tono moderado el ritmo de la recuperación. La inversión en equipo aumentó un 1,9%, superando la fuerte contracción que había experimentado en 2002, pero su reanimación está siguiendo, por el momento, un patrón relativamente débil en comparación con otras fases cíclicas similares. Los procesos de saneamiento financiero en los que se encuentran inmersas algunas de las empresas de mayor tamaño, que han limitado sus posibilidades de gasto en nuevos proyectos, y la permanencia de algunos factores de incertidumbre sobre la recuperación de la demanda han podido estar detrás de la todavía tibia respuesta de este componente.

La reacción de las exportaciones de bienes superó al ritmo de expansión de los mercados, a pesar de la pérdida de competitividad inducida por la apreciación del tipo de cambio. Este buen resultado se vio compensado, sin embargo, por el débil comportamiento del turismo y por el repunte de las importaciones, impulsadas por la apreciación del euro, de manera que la demanda exterior neta tuvo un efecto contractivo importante sobre el PIB, que se ha extendido a los primeros meses de 2004. Debe tenerse en cuenta, además, que el ajuste del empleo que se ha registrado en los sectores más expuestos a la competencia exterior puede estar reflejando que la defensa de las cuotas de mercado, en algunos casos, se basa en procesos que no son sostenibles y que a medio plazo reducen la competitividad global de la economía.

Entre los logros alcanzados en 2003 destaca la mejora de la inflación, que, tras comenzar el año en tasas del 4%, lo finalizó registrando un 2,6%. Este notable ajuste a la baja refleja, en parte, el descuento de algunos elementos transitorios que habían actuado al alza en 2002, pero fue consecuencia también del impacto moderador de los precios de importación, favorecido por la apreciación del tipo de cambio y la desaceleración de los precios del petróleo. En conjunto, la reducción de la inflación contribuyó a mantener el poder adquisitivo de la renta y permitió reducir el diferencial de la inflación con la zona del euro hasta niveles más en línea con los experimentados antes de la introducción de billetes y monedas del euro.

Las tendencias con las que la economía española ha iniciado el año 2004 apuntan a una continuidad en la senda de recuperación gradual, sin cambios profundos en la composición del crecimiento a corto plazo, que sigue sustentado por factores similares a los que lo han impulsado en el pasado reciente, aunque cabe detectar un cierto afianzamiento de la inversión en equipo. No obstante, el recrudecimiento de las elevaciones del precio del petróleo ha tenido un impacto inflacionista importante, que ha revertido parte del avance logrado durante el pasado año y los primeros meses de este. Esta nueva perturbación, a la que la economía española sigue siendo relativamente más sensible, puede suponer, si se prolonga, un drenaje neto de renta que entorpecería la marcha de la demanda interna, que vendría a unirse al menor impulso que cabría esperar, en dicha eventualidad, de los mercados externos. A pesar de estos riesgos, las perspectivas apuntan a un escenario de crecimiento en 2004 y 2005 en las proximidades del 3% —y por lo tanto en el entorno del potencial de la economía—, que se basaría en un cambio muy gradual en su composición, a medida que la inversión productiva se vaya afianzando en respuesta a la mejora de la rentabilidad empresarial y a la culminación de los procesos de saneamiento que están en marcha.

La proyección a más largo plazo de esta trayectoria, para asegurar la sostenibilidad de ritmos de crecimientos superiores a la media del área del euro, requiere, sin embargo, cambios más profundos en el patrón de crecimiento que despejen los riesgos que se han ido incubando. Es crucial que la inversión en equipo se fortalezca y que su mayor vigor vaya acompañado por una demanda exterior neta más expansiva, apoyada en la capacidad exportadora, de manera que la mejora de estos componentes haga posible que la necesaria moderación del gasto de los hogares, especialmente de la adquisición de vivienda, no repercuta en una pérdida de dinamismo.

No hay que perder de vista que algunos de los factores que han impulsado el dinamismo del gasto pueden tender a perder fuerza o incluso a desaparecer. El caso más evidente es el de la prolongada influencia expansiva que ha ejercido la reducción de los tipos de interés. El escenario actual de tipos de interés excepcionalmente bajos obedece a una coyuntura muy especial a nivel europeo e internacional, y aunque la pertenencia a la UEM asegura una moderación de los mismos, es probable que estos vuelvan a niveles más neutrales conforme se vaya afianzando la recuperación del área. Tampoco cabe pensar que la excepcional intensidad en la generación de empleo por unidad de producto de los últimos años pueda conservarse como un rasgo permanente. Es probable que, una vez que se vaya completando el ajuste del mercado de trabajo a la situación de estabilidad de precios y de salarios y a un marco regulatorio más flexible, la relación entre creación de puestos de trabajo y crecimiento de la economía vuelva a pautas más en línea con las tendencias de largo plazo.

En este sentido, hay que tener en cuenta, además, que el mantenimiento durante un período prolongado de tiempo de una fuerte expansión de la demanda interna, impulsada por una considerable holgura de las condiciones monetarias y financieras, comporta algunas tensiones que, si se acumulan, pueden emerger precisamente cuando algunos de los factores que han estado sustentando el crecimiento empiecen a mostrar síntomas de agotamiento.

Todo lo mencionado arriba indica que las buenas perspectivas de crecimiento en los próximos años no pueden darse por garantizadas a más largo plazo. El Banco de España ha venido señalando que existen algunos riesgos derivados del propio patrón de crecimiento vigente, que pueden aparecer en forma de deterioro de la competitividad y de desequilibrios financieros en el sector de las familias y de las empresas no financieras. Aunque la trayectoria de la economía española no se ha visto todavía obstaculizada por la materialización de estos riesgos, su eventual agravamiento podría terminar entorpeciendo el avance de la convergencia real.

El desarrollo de la competitividad se puede ver comprometido en diversos frentes. El primero de ellos es el mantenimiento de un diferencial de inflación persistente con la zona del euro. Dicho diferencial está relacionado, en parte, con la posición cíclicamente más avanzada de la economía española, pero también responde a la existencia de elementos iniciales en la formación de los salarios y los precios en España, relacionados con ciertas insuficiencias estructurales en el funcionamiento de algunos mercados de factores, bienes y servicios. Otro frente importante es el que se deriva del limitado crecimiento de la productividad, inferior al observado no solo en Estados Unidos, sino en la mayor parte de los países europeos. Aunque las reducidas ganancias de productividad pueden explicarse en términos de la intensa generación de empleo que ha tenido lugar en la economía y de una composición del crecimiento que, en los años más recientes, se ha basado en mayor medida en la construcción y en los servicios, no dejan de reflejar el bajo dinamismo de la inversión productiva, una escasa incorporación de mejoras tecnológicas en el stock de capital productivo y un funcionamiento poco competitivo de algunos segmentos de la economía.

El empeño en la defensa de una sólida posición competitiva de la economía española es, sin duda, una cuestión prioritaria para el manejo de la política económica dentro de la UEM. Como ya he dicho, las actividades más expuestas a la competencia exterior han comenzado a sentir los efectos derivados de las pérdidas de competitividad acumuladas, de manera que, tras comprimir sus márgenes en los últimos años, han comenzado a ajustar sus niveles de empleo. Las presiones competitivas se están viendo incrementadas, además, con la aparición de nuevos competidores en la escena internacional, que tienen un patrón de especialización similar al de España y que operan con notables ventajas, derivadas de sus bajos costes laborales. En particular, la ampliación de la Unión Europea a veinticinco países, aunque supone la apertura de nuevos mercados potenciales para los productos españoles, implica sobre todo un notable aumento de la competencia, ante el que el aparato productivo español debe ser capaz de responder con dinamismo, innovación y flexibilidad, como ha hecho en el pasado ante procesos de apertura al exterior.

La segunda vertiente en la que se detectan riesgos es la de las pautas de comportamiento financiero del sector privado de la economía. Como es bien sabido, el fuerte crecimiento de la demanda de familias y empresas ha venido acompañado de un aumento notable de la financiación crediticia y de sus ratios de endeudamiento. Aunque ello no se ha traducido en un deterioro de la posición patrimonial de estos sectores —ya que sus activos también se han revalorizado—, ni en aumentos de la carga de la deuda de la misma magnitud —gracias a los descensos en los tipos de interés—, el mayor endeudamiento ha incrementado su vulnerabilidad ante cambios adversos en las condiciones económicas y financieras.

En el caso de los hogares, no es posible que puedan mantener de forma indefinida el fuerte ritmo de crecimiento de la deuda registrado en los últimos años. El mayor endeudamiento y el peso creciente de los créditos a tipo de interés variable, así como el cambio en la composición de los activos de las familias hacia una mayor participación de la renta variable y del capital inmobiliario, han aumentado la sensibilidad de sus decisiones de gasto frente a los movimientos de los tipos de interés y de los precios de los activos, en una situación, además, en la que el ahorro disponible, una vez satisfecho el servicio de la deuda, es reducido.

La evolución del mercado inmobiliario es especialmente relevante a este respecto, ya que la mayor parte del endeudamiento de las familias está ligado a la compra de vivienda. Aunque la oferta de vivienda ha respondido con cierta flexibilidad al aumento de la demanda y la dinámica del precio no se ha separado, en lo sustancial, de la pauta observada en episodios de auge anteriores, lo cierto es que se detecta un cierto grado de sobrevaloración de estos activos

en España, que no se ha corregido en 2003, y que hace especialmente necesario un comportamiento cauteloso de oferentes y demandantes en este mercado. Una absorción gradual de la sobrevaloración existente redundaría en un marco de mayor estabilidad financiera para las familias y evitaría interferencias sobre sus decisiones de consumo.

Para afrontar adecuadamente los elementos de riesgo que he mencionado, es necesario favorecer un cambio gradual hacia un patrón de crecimiento más equilibrado y más intensivo en aquellas rúbricas de gasto que más aportan al potencial productivo de la economía y al fortalecimiento de su competitividad. Las autoridades económicas pueden contribuir a ello orientando los instrumentos de política económica disponibles hacia el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, el funcionamiento flexible de mercados e instituciones y el aumento del crecimiento potencial.

En el caso de la política fiscal, la estabilidad presupuestaria debe seguir desempeñando un papel primordial para evitar que las presiones de demanda precipiten los riesgos existentes, particularmente en circunstancias como las actuales, en las que las condiciones monetarias son demasiado holgadas para el grado de firmeza con el que se desenvuelve el gasto interior. Debe, en consecuencia, mantenerse el tono restrictivo de la política presupuestaria, prosiguiendo en la mejora del saldo que presentan las cuentas públicas, en consonancia con el previsible afianzamiento de la reactivación. Esta orientación es necesaria también para hacer frente a los retos de medio y largo plazo que recaen sobre las finanzas públicas. En este sentido, la posibilidad de que el ritmo actual de avance de los ingresos no se pueda mantener en el futuro, el probable aumento de los gastos financieros —que hasta el momento han facilitado la consolidación—, la previsible reducción de los fondos europeos a partir de 2007 y, más a largo plazo, los interrogantes planteados en torno a la sostenibilidad del sistema de pensiones son factores que abogan por la generación de excedentes en las cuentas públicas en las coyunturas favorables, que eviten la reaparición de desequilibrios importantes en el futuro.

Desde esta perspectiva, la dotación al Fondo de Reserva de las pensiones con cargo a los excedentes de la Seguridad Social es, sin duda, un aspecto esencial en esta estrategia, si bien el importe de los fondos implicados hasta el momento resulta reducido en relación con la magnitud del riesgo de incremento del gasto en pensiones por el envejecimiento de la población. Por tanto, en los próximos años es necesario tratar de consolidar el superávit de la Seguridad Social, de manera que se asegure la continuidad de esta práctica durante un período suficientemente dilatado y a un ritmo sostenido. Con todo, alcanzar una posición saneada de la Seguridad Social en el medio plazo puede requerir la instrumentación de políticas más ambiciosas, que incluyan la reforma de ciertos aspectos de los sistemas de pensiones.

Paralelamente, el mantenimiento de un ritmo sostenido de crecimiento en el tiempo requiere un funcionamiento más eficiente de la economía, una mayor flexibilidad en su patrón de especialización y una incorporación más intensa de nuevas tecnologías. Sin embargo, de cara al futuro, este patrón, que ha permitido absorber parte del importante desempleo generado en el pasado, no puede considerarse satisfactorio. En primer lugar, porque el escaso avance de la productividad socava las bases de la competitividad y, en segundo lugar, porque los desarrollos demográficos apuntan a que, en el plazo de unos años, la contribución del empleo al crecimiento tenderá a ser menor.

No voy a esbozar aquí un catálogo de medidas tendentes a fomentar las ganancias de productividad, pero quisiera recordar el papel fundamental que deben jugar a este respecto las reformas estructurales. Como se señala en el *Informe Anual*, es particularmente importante profundizar las reformas del mercado de trabajo —en los ámbitos de la negociación salarial y

de la contratación—, mejorar el funcionamiento del mercado de la vivienda —y, ligado a él, del mercado del suelo— y continuar los procesos de liberalización de las industrias de red. En la misma línea se sitúan las medidas de fomento de la incorporación de innovaciones tecnológicas en los procesos productivos y de mejora de la dotación de infraestructuras y de capital público. Por su parte, la situación que atraviesa el precio de la vivienda hace más apremiante la necesidad de superar las restricciones que limitan la oferta del suelo, mediante una planificación urbanística más flexible que facilite la disponibilidad de suelo edificable, y de mejorar el funcionamiento del mercado de alquileres. Finalmente, aunque la mejora del sector servicios depende de muchos aspectos estructurales, no cabe olvidar la importancia que el aumento de la flexibilidad en la regulación del comercio minorista tiene para la formación de los precios y la eficiencia global del sistema económico.

En definitiva, sin pretender agotar todo el alcance de los requerimientos de política económica que se plantean en la actual situación, me parece importante subrayar que la estabilidad presupuestaria y las reformas estructurales pueden aportar los resortes adecuados para afrontar los riesgos que se suscitan en torno a la evolución de la competitividad y al creciente endeudamiento del sector privado no financiero y que son los que pueden poner en peligro la continuidad de la convergencia real.

Sistema financiero

A lo largo del año 2003 se ha producido una mejoría de la situación en los mercados financieros internacionales y, en este favorable contexto, las entidades financieras de un buen número de países han registrado unos mejores resultados, así como una mayor rentabilidad. Ante las dificultades vividas en años anteriores, frente a las cuales la mayoría de las entidades mostraron una notable capacidad de resistencia, muchas de estas iniciaron reformas tendentes a la reducción de costes, así como a la venta de activos no estratégicos, decisiones que ahora estarían dando sus frutos.

La mejor situación de las entidades financieras a nivel internacional parece ser constatada por las favorables perspectivas que, acerca de su evolución futura, tienen los agentes que operan en los mercados. Esta percepción quedó reflejada a lo largo de 2003 en el incremento de las cotizaciones bursátiles, en la reducción de las volatilidades implícitas y en el estrechamiento de las primas de riesgo.

Las entidades de depósito españolas que, gracias a su sólida posición de partida y al comportamiento diferencial positivo de la economía española respecto a la de la UE, habían sufrido las dificultades de años anteriores de un modo menos severo han sabido beneficiarse, durante 2003, de la favorable coyuntura financiera internacional, del mejor comportamiento de los mercados de valores, así como de la continuidad del buen comportamiento relativo de nuestra economía.

En particular, a lo largo de 2003 las entidades de depósito españolas han experimentado un mayor crecimiento de sus resultados y de su rentabilidad, contrarrestando los efectos derivados de un contexto más competitivo y de unos reducidos tipos de interés a través de incrementos en los volúmenes de actividad y de un mayor control de los gastos de explotación. Asimismo, los activos dudosos se han reducido, posibilitando unas menores dotaciones a insolvencias, gracias a la menor necesidad de dotaciones al fondo específico —compensada, en parte, por la evolución de los fondos estadístico y genérico—, aspecto que también incidió positivamente en la cuenta de resultados de las entidades.

Por su parte, los coeficientes de solvencia se han mantenido estables, y las ratios de morosidad, en niveles mínimos. De hecho, los niveles de solvencia de las entidades no se han visto

menoscabados por el mayor crecimiento del crédito, y ello gracias al incremento de los recursos propios, tanto básicos como de segunda categoría. La solidez de las entidades se ve reforzada por el fondo estadístico, que desde su creación en julio de 2000 ha crecido ininterrumpidamente.

La mejora observada, tanto en términos de resultados como de ROE se ha debido en parte, como ya he mencionado, al elevado crecimiento del volumen de actividad experimentado por las entidades españolas y, en especial, de la financiación hipotecaria y a las entidades de construcción y de promoción inmobiliaria. En particular, el crecimiento del crédito a los promotores inmobiliarios durante 2003 ha sido notable, y no se trata de un fenómeno atribuible a unas pocas entidades. Debe tenerse en cuenta que esta es una actividad que presenta un marcado carácter cíclico y que ha registrado, en fases recesivas pasadas, elevadas ratios de morosidad. Además, el fuerte crecimiento del crédito supone un elemento adicional de preocupación por dos motivos fundamentalmente. Primero, porque el endeudamiento de los hogares españoles es ya superior al de la media de la UEM. Segundo, porque el crecimiento del crédito concedido por las entidades no está siendo acompañado por un incremento análogo de los depósitos. Esto supone una mayor necesidad de apelación a los mercados financieros internacionales, lo que puede encarecer el coste medio del pasivo bancario y dificultar la obtención de una mayor rentabilidad.

No basta, pues, con la fortaleza de la cuenta de resultados, sino que las entidades deben examinar con especial atención la sostenibilidad del modelo de negocio actual, basado en fuertes crecimientos del volumen del crédito, así como las posibles alternativas al mismo. En el medio plazo, la contención de los costes y la continua mejora de la eficiencia serán claves para garantizar la solidez de la cuenta de resultados. La pertenencia de España a la zona del euro, que ha dotado a nuestra economía de una mayor estabilidad, ha permitido, no obstante, financiar este proceso de mayor expansión crediticia respecto de la financiación tradicional sin que nuestras entidades hayan soportado desequilibrios financieros destacables. Ahora bien, los gestores han de continuar en la senda de una actuación prudente y responsable, considerando posibles cambios de la situación económica que se puedan producir a lo largo del ciclo y adoptando, en el diseño de sus estrategias, una visión de medio y largo plazo.

Otro aspecto sobre el que las entidades deben reflexionar, con esa visión de medio plazo, es sobre la calidad de los recursos propios. En efecto, no ha de obviarse que la mayor fortaleza del ROE se ha visto impulsada, en la última década, por el creciente apalancamiento registrado por las entidades en lo que respecta a la calidad de su capital (esto es, el creciente peso de la financiación subordinada frente a capital social y reservas). En la medida en que ese apalancamiento está llegando a sus máximos, no se han de esperar nuevas mejoras del ROE derivadas del cambio en la composición del capital regulatorio.

Los retos que han de afrontar las entidades financieras, sin embargo, van más allá de los derivados de los aspectos más coyunturales y, en buena medida, están motivados por los importantes cambios que en los últimos años han experimentado los sistemas financieros. El creciente grado de internacionalización de las entidades; la permanente aparición de nuevos productos más sofisticados y complejos; el incremento de los procesos de transferencia de riesgos y, finalmente, la creciente importancia de todo un conjunto de riesgos difícilmente cuantificables hasta no hace mucho tiempo son algunos de los más destacados.

Las entidades financieras han de basar su respuesta a estos retos en la mejora de los servicios que ofrecen a los consumidores y a la sociedad y, simultáneamente, en la profundización en dos ámbitos, que implican un amplio conjunto de actuaciones.

En primer lugar, intensificando los esfuerzos realizados hasta la fecha en el diseño e implementación de robustos sistemas de gestión de los riesgos, bien anclados en las mejores prácticas de gobierno corporativo. En los últimos años, las entidades han tomado plena conciencia de su importancia y se han producido considerables avances en esta dirección, sustentados por las mejoras de, entre otros, los métodos de cálculo, las capacidades técnicas disponibles y las bases de datos. Al tiempo, no debe descuidarse la necesidad de invertir en capital humano, elemento esencial del negocio bancario. Pero estas inversiones en medios técnicos y humanos, y esto supone un reto adicional, no han de implicar una limitación de cara a la búsqueda de una mayor eficiencia, elemento competitivo clave en el contexto de unos mercados cada vez más integrados.

Las entidades financieras, por lo tanto, han de redoblar sus esfuerzos para alcanzar unas mejores capacidades en lo que respecta a la identificación de los riesgos y a la cuantificación de las exposiciones comprometidas, diseñando sus estrategias de gestión de riesgos, así como de recursos propios y de liquidez, teniendo en cuenta que las condiciones económicas y financieras varían a lo largo del ciclo. La necesidad de una actuación responsable y prudente por parte de los gestores cobra una mayor importancia, si cabe, en el marco de las importantes transformaciones que vienen experimentando los sistemas financieros y que, como he mencionado anteriormente, han llevado a incrementar la importancia de todo un conjunto de riesgos que en el pasado eran tratados solo marginalmente.

En particular, las operaciones fuera de balance, avales u operaciones a plazo, por ejemplo, requieren una vigilancia exhaustiva por parte de las entidades financieras, entre otras razones porque en ocasiones no es sencillo ni identificar ni evaluar los riesgos que incorporan. Asimismo, los escándalos empresariales internacionales han puesto de relieve la notable importancia del riesgo reputacional. En todos ellos se observa que las empresas implicadas mantenían estructuras organizativas excesivamente complejas y poco transparentes, empleando en el desarrollo de su operativa sociedades vehículo con sede en jurisdicciones opacas. En muchos de estos casos fallaron, además, los mecanismos más elementales que respaldan un buen gobierno empresarial.

La complejidad de las estructuras y la falta de mecanismos de gobierno corporativo sólidamente asentados en las organizaciones favorecen, además, la materialización del riesgo operacional, que tiene un notable potencial para causar daños difíciles de reparar para las entidades. Estas han incrementado sus esfuerzos en el desarrollo de métodos que permitan su mejor medición, pero queda, no obstante, un largo camino por recorrer hasta lograrlo.

Este tipo de estructuras organizativas complejas y opacas dificulta, también, el apropiado conocimiento de la clientela bancaria. Esto me lleva al segundo elemento que las entidades deberían fortalecer: la necesidad de conocer, en la medida de sus posibilidades, las actividades que desarrollan sus clientes. Este fortalecimiento estaría en línea con la mayor preocupación existente a todos los niveles por evitar que la financiación concedida a través del sistema bancario sea empleada en el desarrollo de actividades tales como la financiación del terrorismo o el blanqueo de capitales, entre otras.

El conocimiento de la clientela por parte de las entidades financieras presenta una segunda dimensión no menos importante. Los productos ofrecidos a los consumidores de servicios financieros han de adaptarse a sus necesidades, ayudándoles las entidades a valorar los riesgos que quieren y pueden asumir. En un contexto de rápido crecimiento del crédito como el vivido en España, ayudar al cliente en la evaluación de los compromisos que será capaz de asumir en función de sus circunstancias, tanto presentes como futuras, parece de enorme importancia.

Los retos a los que me he venido refiriendo justifican la necesidad de respuestas por parte de los supervisores y reguladores, que hoy en día hemos situado en el centro de nuestras preocupaciones el fomento de un funcionamiento estable del sistema financiero, así como la necesidad de potenciar los estímulos ofrecidos con el ánimo de que este continúe mejorando la amplitud y la calidad de los servicios que tradicionalmente viene ofreciendo a la sociedad.

El Nuevo Acuerdo de Capital es, sin duda, un importante paso adelante en esta dirección y representa una gran oportunidad para que las entidades bancarias puedan revisar, actualizar y mejorar sus estrategias de capital y sistemas de gestión de riesgos. Por ello, supone un marco idóneo para el fomento de la estabilidad financiera.

El Nuevo Acuerdo de Capital plantea un enfoque integral que se sustenta en la actuación conjunta de una serie de elementos complementarios y que considera un conjunto de riesgos más amplio que su predecesor. Es, además, un modelo de regulación basado en la introducción de los incentivos necesarios para estimular la actuación prudente y responsable de las entidades. Estos incentivos favorecerán el establecimiento de sistemas de medición y gestión del riesgo apropiados, de tal suerte que, cuanto mejores sean estos, menores serán, como reconocimiento a esos mejores sistemas, las necesidades de recursos propios a las que estarán sometidas las entidades.

El deseo de ofrecer alternativas e incentivos queda patente en el diseño del Acuerdo; por ejemplo, en la medida en la que este plantea diferentes alternativas para las entidades en lo que se refiere al cómputo del capital regulatorio. Dichas alternativas van desde las posibilidades más simples sustentadas en el empleo de sistemas de calificación externos, hasta aquellas otras más complejas basadas en sistemas de calificación internos diseñados por las propias entidades. El conjunto de requisitos para acceder a las metodologías más avanzadas es, sin duda, considerablemente más exigente. Ahora bien, son las propias entidades las que han de decidir, basándose en la realidad de sus operativas y, en general, de sus necesidades, a qué metodología han de acceder, no estando claro, de hecho, que las de mediano y pequeño tamaño deban optar, al menos en primera instancia, al empleo de los enfoques más avanzados. En particular, el Banco de España prevé que, tanto por el tipo de operativa desarrollado por las entidades españolas, como por los requisitos mínimos exigidos para el acceso a las diferentes metodologías, el número de estas que adopten los métodos más sofisticados, esto es, el enfoque IRB avanzado, debe ser reducido y fruto de un proceso gradual en el tiempo. En definitiva, la adopción de los modelos avanzados de Basilea II debe verse desde una perspectiva de realismo y exigencia. Para el Banco de España, la calidad en la adopción de los enfoques avanzados va por delante de cualquier consideración de calendario.

Como ya he mencionado, la implementación del Nuevo Acuerdo de Capital implicará retos muy importantes para las entidades, de las que se espera incrementen sus esfuerzos, lo que sin duda ya han iniciado. La necesidad de incrementar estos esfuerzos es mayor, si cabe, desde que el 11 de mayo del presente año el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea aprobó la redacción del texto del Acuerdo, que estará disponible a finales del mes de junio.

En el ámbito de las reformas regulatorias, que implicarán importantes retos y cuya implementación es inminente, destaca también la introducción de las Normas Internacionales de Contabilidad (IAS), que, siguiendo el mandato de la Unión Europea, afectarán a la elaboración de las cuentas anuales de los grupos con valores cotizados en cualquier mercado regulado de la Unión a partir del 1 de enero de 2005. Los retos asociados a la introducción de las IAS no solo tienen que ver con la adaptación técnica que será necesaria para cumplir con ellas, sino que algunas de estas normas podrán afectar a la estrategia de negocio de las entidades, ya que

aspectos como las provisiones, la consolidación o la amortización de los fondos de comercio se verán alterados. Más aún, las nuevas normas de contabilidad modificarán el papel que, respecto de la contabilidad, tradicionalmente han venido jugando los administradores de las entidades y los auditores de las mismas, en la medida en que el marco propuesto es más abierto y les confiere un mayor grado de responsabilidad respecto de la información suministrada al mercado.

Los objetivos de las IAS tienen que ver, primero, con la necesidad de un mercado financiero único dentro de la UE y, segundo, con la convergencia a medio plazo entre estas normas y los estándares angloamericanos, siendo dicha convergencia un elemento que reforzará la integración del sistema financiero internacional.

El Banco de España, sin duda, reconoce los beneficios derivados de los objetivos de las IAS, al tiempo que ha detectado la necesidad, debido a la complejidad del proceso y a los problemas de calendario existentes, de hacer más sencilla la transición y dotarla de un mayor grado de certidumbre. Asimismo, el Banco de España entiende que, desde un punto de vista supervisor, la contabilidad es un elemento esencial del marco regulatorio y prudencial de las entidades de crédito. Es decir, las normas contables, que han de fomentar la transparencia y la comparabilidad entre entidades, han de ser compatibles con las buenas prácticas bancarias en la gestión de riesgos.

Por lo tanto, el Banco de España, de acuerdo con sus competencias en materia de regulación, y tomando como punto de partida la positiva experiencia del modelo supervisor español, que ha estado asentado en unas normas contables prudentes, está diseñando un nueva circular contable-prudencial que no suponga una ruptura con respecto de dicho marco, pero que sea compatible con las IAS, permitiendo una reforma profunda y coherente del actual modelo. Por lo tanto, la nueva circular facilitará a las entidades cumplir con las IAS, escogerá las opciones más prudentes cuando en las normas internacionales se propongan varias, reconociendo así las particularidades de las entidades financieras, y, finalmente, al permitir un marco contable común, evitará que la elección de unas u otras opciones contables sea un factor que de algún modo pudiera alterar la competencia.

Finalizo este repaso a los retos a los que se enfrentan las entidades financieras señalando que las respuestas que han de ofrecer deben ser complementadas tanto por la disciplina de mercado como por la acción de los consumidores de servicios financieros.

En efecto, la disciplina de mercado supone un complemento indispensable para los supervisores, en la medida en que los participantes de los mercados, al premiar a las entidades que actúan apropiadamente, generan los incentivos necesarios para que los gestores se comporten de un modo prudente. Ahora bien, para que la disciplina de mercado sea posible es preciso que los participantes en los mercados dispongan de la información necesaria. Es por ello que fomentar la transparencia sea de enorme importancia, procurando que las entidades reporten información en tiempo y forma oportuna, que sea fiable y que esté asentada en principios de valoración generalmente aceptados. Dicha información, cualitativa y cuantitativa, ha de permitir realizar una evaluación de los resultados obtenidos por las entidades, de los riesgos que están asumiendo y de las prácticas empleadas para su gestión y control.

Finalmente, en un mundo de no riesgo cero, la acción de los consumidores de productos y servicios financieros es, como ya he mencionado, muy importante. Así pues, habría que esperar de ellos una actitud responsable y activa, tanto en la búsqueda de la información como en el entendimiento del perfil de riesgo de los productos, fundamentalmente de aquellos que

presentan un mayor grado de complejidad. Desde una actitud basada en esos principios, podrán tomar sus decisiones de forma responsable, asumiendo niveles de endeudamiento que sean razonables no solo en función de su capacidad de pago presente, sino también de la futura.

Ahora bien, los consumidores no solo han de tener acceso a la información, sino que tienen que disponer de la capacidad suficiente para valorarla. Las entidades deben jugar un papel en este sentido, ofreciendo a sus clientes aquellos productos que mejor se adecuen a sus necesidades, informándoles y prestándoles asesoramiento. Más aún, en reconocimiento a la importancia de incrementar las capacidades de los clientes bancarios, el Banco de España está desarrollando un proyecto de educación, a través de Internet, de los usuarios de productos y servicios financieros, cuya primera fase estará disponible a comienzos del año próximo.

Sres. Consejeros, como todos los años, terminaré refiriéndome a otros aspectos de la gestión del Banco de España. Dentro de los esfuerzos que venimos realizando para aumentar la transparencia y mejorar la comunicación de las actividades del Banco, este año se ha incorporado en el *Informe Anual* un capítulo adicional sobre la gestión del Banco de España en 2003.

En este capítulo se resumen las principales tareas llevadas a cabo así como los cambios en los aspectos organizativos de la institución. Me gustaría destacar que el Banco de España ha seguido avanzando en las reformas necesarias para adaptar esta institución a sus nuevos retos. Todo ello ha sido posible gracias a la dedicación, al trabajo, a la iniciativa de todas las personas del Banco, por ello quiero expresar mi sincero agradecimiento a todos. Todavía quedan proyectos y objetivos que cumplir y por ello quiero expresar mis mejores deseos para que continuemos trabajando decididamente y tratando de aglutinar esfuerzos.

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