
Conferencia de clausura del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en las XXVIII Jornadas de Mercados Financieros

Quisiera comenzar mi intervención agradeciendo a los organizadores de estas Jornadas su invitación a participar, por primera vez, en este acto de clausura y a compartir con ustedes mis puntos de vista sobre la situación actual de la economía mundial y, en particular, sobre los desarrollos recientes y los nuevos retos a los que se enfrentan los mercados financieros nacionales e internacionales.

* * *

En el año 2000 asistimos a un avance espectacular de la economía mundial. Sin embargo, transcurrida la primera mitad del año, la economía norteamericana comenzó a mostrar los primeros síntomas del agotamiento de una fase expansiva sin precedentes, donde se lograron, de modo paralelo, avances sustanciales de la renta, el empleo y la productividad, en un contexto de inflación moderada. Aunque la desaceleración de la actividad en los Estados Unidos es ya una realidad incuestionable, resulta difícil aún pronosticar cuál es su verdadero alcance en términos tanto de profundidad como de duración. Hasta el momento, la disminución de la tasa de crecimiento interanual, desde el 5,2 % en el segundo trimestre de 2000 hasta el 2,5 % en el primero del presente año, ha estado ligada, principalmente, a la fuerte desaceleración de la inversión y de las importaciones, manteniendo el consumo un dinamismo todavía notorio. Esta solidez del gasto privado podría estar ligada a la contundente reacción de la Reserva Federal ante los primeros síntomas de debilidad de la actividad y al anuncio de rebajas de la carga impositiva por parte de la nueva administración norteamericana. No obstante, la evolución futura del consumo privado parece estar sujeta a una gran incertidumbre, en un contexto donde la tasa de ahorro permanece en niveles muy reducidos, incluso para los estándares de esta economía.

La pérdida de vigor de la actividad en Estados Unidos, la disminución de los beneficios empresariales y la ralentización de la productividad han afectado a las cotizaciones en los mercados financieros, reflejando no solo una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento a corto plazo, sino también, la mayor incertidumbre reinante sobre el alcance de algunos efectos de la nueva economía. Así, en los mercados de renta fija se han registrado aumentos sustanciales de los diferenciales entre la rentabilidad de los valores privados y la de los valores públicos, mientras que en los mercados bursátiles se han producido, al mismo tiempo, importantes retrocesos en las cotizaciones y un incremento generalizado de su volatilidad, que resultan especialmente acentuados en el caso de los valores emitidos por las em-

presas más estrechamente vinculadas a internet y a la industria de la informática y las telecomunicaciones.

El incremento de las fluctuaciones de los precios de los activos financieros en los mercados internacionales parece estar ligado no solo a factores coyunturales, sino también al mayor peso en los mercados de nuevas empresas, admitidas a cotización recientemente, pertenecientes a industrias innovadoras. En gran medida, la volatilidad de los precios de las acciones tecnológicas parece una consecuencia lógica de la incertidumbre que rodea la estimación de los beneficios y su sostenibilidad.

Sin embargo, parece evidente, también, que persisten aún notables dificultades para calibrar correctamente las combinaciones de rentabilidad y riesgo que ofrecen estas nuevas oportunidades de inversión y que la variabilidad de los precios responde, a menudo, a desajustes y cambios en la valoración que el mercado realiza de los distintos instrumentos, en relación con sus determinantes fundamentales. Por todo ello, si bien resulta apropiado incentivar la flexibilidad en los mercados y vencer la tentación de sobrerregular su funcionamiento, resulta asimismo oportuno intensificar la supervisión de la exposición a este tipo de riesgos de los distintos sectores económicos. El reto es, pues, no tanto establecer normas que obstaculicen la negociación de determinados tipos de valores, sino, más bien, aprender a vivir con fluctuaciones mayores de los precios, evitando, en lo posible, que estas afecten a la estabilidad del sistema financiero.

* * *

En un contexto de creciente globalización, la situación de la economía y de los mercados financieros norteamericanos condiciona, inevitablemente, la evolución de las economías del resto del mundo, en general, y del área del euro, en particular.

La desaceleración del crecimiento en Estados Unidos ha comenzado ya a dejarse sentir a este lado del Atlántico, a través de los efectos asociados a la fuerte reducción de las importaciones estadounidenses. Quizás más importantes son los canales financieros y de expectativas que están afectando a las cotizaciones en los mercados bursátiles europeos y a la confianza de las empresas y, en menor medida, a la de los hogares.

Sin embargo, aunque el deterioro del entorno internacional implicará, con toda probabilidad, una moderación significativa de su crecimiento en el año en curso, existen razones que

permiten confiar en que la actividad en el área del euro mantenga un cierto grado de dinamismo. Debe tenerse en cuenta, en este sentido, que la UEM se encuentra, en la actualidad, en una fase del ciclo menos avanzada que Estados Unidos, a lo largo de la cual no se han acumulado desequilibrios comparables a los que caracterizan la economía norteamericana. Así, no existe evidencia de que, a pesar del avance significativo de la formación bruta de capital, se haya producido un fenómeno de sobreinversión por parte de las empresas. Tanto estas como los hogares mantienen, además, una situación patrimonial relativamente holgada, siendo su exposición a la evolución de los precios cotizados en los mercados financieros sensiblemente inferior a la que se observa en la economía estadounidense.

Del mismo modo, es preciso destacar la reacción moderada que hasta el momento están teniendo los agentes económicos del área del euro ante la evolución desfavorable de los precios de la energía y de los alimentos. En particular, y en claro contraste con experiencias anteriores, se está manteniendo en la mayor parte de los países de la UEM una notable moderación salarial, que está facilitando la continuidad del proceso de creación de empleo y conteniendo los efectos inflacionistas de las perturbaciones de oferta mencionadas.

También las políticas económicas están contribuyendo, en general, a la consolidación de un entorno de estabilidad propicio para el desarrollo de la actividad económica. La política monetaria del Eurosistema ha mantenido un tono que, siendo compatible con el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, ha favorecido la disponibilidad de condiciones holgadas de financiación del consumo y la inversión. Por su parte, las políticas fiscales instrumentadas por los distintos Gobiernos europeos, aunque recientemente han dado muestras de menor ambición, han logrado avances en el proceso de consolidación fiscal, ampliando, así, su capacidad de reacción ante posibles condiciones cíclicas adversas. Finalmente, las mejoras en el funcionamiento de los mercados de productos y de factores producidas en algunos países, en el marco de los compromisos alcanzados en las cumbres de Cardiff, Luxemburgo y Lisboa, deben adquirir mayor alcance y profundidad, con el fin de lograr un mejor aprovechamiento de los recursos disponibles y de explotar toda la capacidad de crecimiento de la UEM.

Para concluir este breve repaso de los elementos que, a mi juicio, permiten abordar el futuro próximo con un moderado optimismo, querría referirme a los avances registrados en

la integración de los mercados monetarios y financieros europeos tras la llegada del euro: uno de los objetivos más inmediatos y necesarios del proceso de unión monetaria en Europa.

Sin duda alguna, los progresos más notorios en este campo se observan en los mercados monetarios, al funcionar con gran eficacia un mercado integrado de depósitos interbancarios. Es de destacar que la adopción, por parte del Eurosistema, de un marco operativo para la ejecución de la política monetaria basado en procedimientos descentralizados que permiten la participación en las subastas del Banco Central de un amplio número de contrapartidas, junto con la constitución del sistema TARGET, han resultado determinantes para garantizar la adecuada distribución de la liquidez en el conjunto de la zona del euro.

Han existido, sin embargo, costes de ajuste, como puso de manifiesto el fenómeno de las pujas excesivas u *overbidding* de las entidades de crédito en las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Este fenómeno llevó al mercado a una espiral en la que mayores sobrepujas provocaban un mayor racionamiento por parte de la autoridad monetaria y, consiguientemente, un nuevo aumento de las pujas. En el momento más crítico del proceso, las entidades llegaron a solicitar a sus bancos centrales nacionales más de cien veces la liquidez que efectivamente necesitaban, asumiendo, de este modo, los riesgos inherentes a posibles variaciones no anticipadas en la *ratio* de prorratio aplicada.

Llegados a ese punto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en junio del pasado año, sustituir el sistema de subastas a tipo fijo, del que, hasta ese momento, se había servido para instrumentar las operaciones principales de financiación, por un sistema de subastas a tipo variable, en algunos aspectos similar al que el Banco de España había utilizado antes de su ingreso en la UEM. El tiempo transcurrido desde entonces ha venido a confirmar lo acertado de aquella decisión: el *overbidding*, como tal, ha desaparecido, sin que el nuevo sistema de subastas haya mermado la capacidad de este instrumento para señalar adecuadamente el tono deseado de la política monetaria.

Las dificultades han sido, sin embargo, mayores en el terreno de los mercados de valores, donde los avances han sido claramente insuficientes. La lentitud relativa de las reformas en este ámbito está ligada a la sustancial complejidad y heterogeneidad de los sistemas de negociación y liquidación, de los regímenes fiscales y, sobre todo, de las normas y prácticas regulatorias de los Estados miembros. Sin embargo,

es evidente que buena parte de los problemas son soslayables en la medida en que las autoridades responsables muestren la suficiente voluntad política para acelerar las reformas que resultan precisas. En ello coincido plenamente con las conclusiones del Informe Lamfalussy, recientemente publicado, donde se ilustra con claridad cómo el sistema regulatorio actualmente en vigor es, cito textualmente, «demasiado lento, demasiado rígido, produce excesivas ambigüedades y no acierta a distinguir entre los principios y los detalles».

Avanzar en la convergencia y en la simplificación de la regulación actual de los mercados financieros del área, para impulsar su integración, se configura, así, como un reto de primera magnitud para las autoridades políticas, de cuya capacidad y decisión para sobreponerse a las inevitables tentaciones proteccionistas dependerá, en gran medida, que todos los países del área podamos beneficiarnos plenamente de las oportunidades inherentes a un mercado financiero europeo plenamente integrado.

* * *

La economía española se enfrenta a estos retos derivados de la construcción europea y a la nueva situación de inflexión e incertidumbre en el contexto internacional y europeo desde una situación relativamente sólida como consecuencia de la modernización emprendida en los últimos lustros y de la fase reciente de expansión, en el marco de estabilidad que ha acompañado a la incorporación a la UEM. Como es bien sabido, ello nos ha permitido mantener un ritmo de crecimiento significativamente más elevado que la media del área, crear empleo con gran intensidad y avanzar en la convergencia hacia los niveles de renta *per cápita* de la zona.

Una política económica orientada a la estabilidad ha facilitado la consecución de unos tipos de interés reales moderados con visos de sostenibilidad, apoyados en unas expectativas de baja inflación a medio y largo plazo. La credibilidad del objetivo primordial de la estabilidad de precios ha hecho también posible una fase de moderación salarial, que está en la base de la vigorosa generación de empleo y del aumento de la rentabilidad de las empresas.

La importancia atribuida a la estabilidad económica, que incumbe tanto a las autoridades como a los restantes agentes, ha sido un acicate poderoso para la introducción de reformas liberalizadoras en numerosos mercados de bienes, servicios y factores productivos y en el sistema financiero. Reformas que deben continuar y que han contribuido a un funciona-

miento más eficiente de la economía y, en especial, de algunos de los mercados que desempeñan un papel preponderante en el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos, la sostenibilidad del crecimiento y la capacidad de generación de empleo. Tal es el caso del mercado de trabajo, donde las reformas emprendidas, en conjunción con el cambio de las expectativas inflacionistas, han propiciado un recorte de la tradicionalmente elevada tasa de paro no aceleradora de la inflación. Si bien todavía adolece de problemas que es necesario afrontar.

La consolidación fiscal ha sido a la vez causa principal y efecto de la dinámica macroeconómica generada al hilo de la participación en la UEM. El progreso realizado, que ha sido más rápido de lo esperado, permitirá que este año se alcance el equilibrio presupuestario, algo que no ocurría desde 1975, y que el nivel de endeudamiento bruto de las AAPP vuelva a estar por debajo del 60 % del PIB (el valor de referencia fijado en el Tratado de Maastricht). Al mismo tiempo, se ha estabilizado el peso del gasto público en el producto y se ha reducido la cuña fiscal que separa el coste laboral bruto que soportan las empresas de las rentas netas que perciben los trabajadores, contribuyendo, por tanto, a mejorar la eficiencia de la economía.

Todas estas mejoras en el funcionamiento del sistema económico han sentado las bases para una profundización de su integración internacional, mediante el aumento tanto de las exportaciones como de las inversiones en el exterior, que han supuesto un gran avance en la internacionalización de las empresas españolas. Fenómeno que ha alcanzado una gran relevancia en el caso de la economía latinoamericana.

El cuadro que acabo de describir suministra resortes importantes para afrontar el nuevo clima de inflexión e incertidumbre que se respira a nivel internacional y para ayudar a contener la fase de desaceleración cíclica que viene registrándose desde el pasado verano dentro de cotas moderadas, de manera que el crecimiento se mantenga en los próximos años en tasas próximas al potencial, lo que permitiría seguir recortando distancias con los países de la UEM, incluso en esta nueva fase cíclica.

El balance de lo logrado con la entrada en la UE, que suministra un bagaje más sólido para afrontar perturbaciones y prolongar el crecimiento, debe ser motivo de satisfacción para la sociedad. Pero ello no debería llevar a perder de vista los riesgos que subsisten, que pueden ser mayores de lo que se piensa, en un contex-

to de cambio de la coyuntura internacional y de aumento de la incertidumbre.

De los riesgos potenciales, dos son los que en la coyuntura actual conviene vigilar con mayor atención:

En primer lugar, el posible deterioro de la posición competitiva de la economía española, como consecuencia de la acumulación de mayores aumentos de precios y costes laborales que nuestros socios en la UEM. El diferencial de precios de consumo se mantiene elevado, a pesar de que los aumentos recientes en la tasa de inflación en la zona están permitiendo un cierto recorte. Si dicho diferencial no se reduce sustancialmente de forma duradera, existe el peligro de que se generen reducciones de márgenes en los sectores más expuestos a la competencia y pérdidas de competitividad que podrían inducir ajustes contractivos en la actividad y en el empleo. También es importante señalar que frente a la contracción de márgenes en sectores más competitivos, algunos servicios han podido no solo mantener, sino también ampliar sus márgenes, contribuyendo a las subidas de precios.

En segundo lugar, la persistencia de desviaciones respecto a la pauta de estabilidad de precios definida por el BCE puede llevar a interrumpir la moderación salarial, como consecuencia de la generalización de las cláusulas de salvaguardia, cuya activación puede reforzar la inercia de aumentos de precios que tienen, en principio, una naturaleza transitoria. La ruptura de la moderación salarial, que es uno de los principales activos de la trayectoria reciente de la economía española, comprometería las perspectivas de crecimiento en un contexto internacional más incierto y supondría un grave obstáculo para mantener la generación de empleo.

La nueva coyuntura internacional supone, por tanto, una prueba para la solidez y permanencia de los logros alcanzados en los últimos años. Para superar con éxito dicha prueba es necesario que las políticas económicas y las pautas de conducta de los agentes no se desvíen de las orientaciones asumidas en torno a la estabilidad macroeconómica y el fomento de la competencia y la liberalización de los mercados.

* * *

En el terreno financiero, la economía española está ya dando pruebas de su capacidad de adaptación a un entorno cambiante caracterizado por la creciente globalización de la actividad financiera, los avances tecnológicos y la

propia creación de la Unión Económica y Monetaria. En este sentido, resulta destacable el considerable aumento de los activos y pasivos frente al exterior de los distintos sectores residentes, reflejando la creciente internacionalización de las decisiones de inversión y financiación. En el año 2000, la adquisición de activos financieros emitidos en el resto del mundo alcanzó el 25 % del PIB, al tiempo que la financiación obtenida del exterior sobrepasó el 27 % del PIB. Tan solo cinco años antes, estos porcentajes apenas sobrepasaban el 6,5 % y el 5,5 %, respectivamente. Es este un desarrollo positivo, al favorecer una diversificación más eficiente de los riesgos asumidos por los inversores nacionales y facilitar, de este modo, una mejor asignación de los recursos. Ahora bien, la exposición a nuevas fuentes de riesgo exige esfuerzos adicionales de gestión por parte de los agentes involucrados, y una atención especial por parte de las autoridades supervisoras.

El crecimiento de los intereses financieros españoles fuera de nuestras fronteras, junto con la pujanza de la demanda interna en los últimos años, ha incrementado sensiblemente las necesidades de financiación de empresas y familias. Estas han sido satisfechas mediante un recurso creciente al crédito bancario, que, el pasado año, aumentó un 18 %. A pesar de que, en los últimos meses, la financiación obtenida por el sector privado se ha desacelerado, el resultado más evidente de su expansión en los últimos años ha sido el sensible incremento del endeudamiento de empresas y familias.

El aumento de los pasivos del sector privado no financiero es, en gran medida, el resultado de las condiciones cíclicas favorables que ha atravesado la economía española. Es también, en parte, una consecuencia de la consolidación de un entorno macroeconómico estable —propiciado por la participación en la UEM— que, al reducir la incertidumbre, favorece la demanda de crédito. No en vano, el endeudamiento de las familias y empresas no financieras españolas no se aleja hoy del vigente en gran parte de las economías más estables de la UEM.

Sin embargo, es indudable que el fuerte aumento del crédito, favorecido por unas condiciones financieras relajadas en España y la competencia de las entidades bancarias en la captación de activos, ha alimentado las presiones de demanda, dificultando el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos a los que me he referido antes. Por otra parte, en la medida en que una parte sustancial de la financiación bancaria ha tenido como destino la inversión residencial, su crecimiento en los últimos años ha contribuido asimismo al pro-

nunciado aumento del precio de los activos inmobiliarios.

De este modo, si bien la posición patrimonial de las empresas y familias españolas continúa siendo muy sólida, el incremento reciente de las *ratios* de endeudamiento, en un contexto donde han aumentado, además, las tenencias de activos exteriores y la proporción de la renta de las familias dedicada a la compra de inmuebles, ha significado una mayor exposición a determinados tipos de perturbaciones. Por ello, será necesario observar la evolución del crédito a empresas y familias en los próximos meses y comprobar en qué medida se va ajustando a la desaceleración cíclica de la economía, de acuerdo con lo que indican de manera incipiente las últimas cifras disponibles, según las cuales el ritmo de crecimiento interanual se habría reducido al 15 % el pasado mes de mayo.

* * *

Si bien, como se ha señalado, las entidades bancarias domésticas continúan desempeñando un papel central en el sistema financiero, incluso en un marco de creciente internacionalización de los flujos de inversión y financiación, los mercados nacionales de valores han ido adquiriendo en los últimos años un protagonismo creciente. No obstante, los retos a los que deben hacer frente en el futuro próximo son de una envergadura considerable.

Así, la tendencia hacia una mayor diversificación internacional de carteras, los avances tecnológicos y los cambios regulatorios están diluyendo las barreras que, hasta hace poco, limitaban la competencia entre operadores y entre centros de negociación y liquidación. En Europa, además, la introducción del euro, al reducir las diferencias entre los instrumentos contratados en los distintos mercados, ha modificado las ventajas comparativas de cada centro financiero, favoreciendo la concentración en algunos segmentos, como, por ejemplo, el de los derivados de deuda. Por otra parte, el proceso de consolidación presupuestaria debe tender a reducir progresivamente la deuda pública en circulación, reduciendo así la importancia relativa de un mercado que en numerosos países —entre ellos el nuestro— ha protagonizado, tradicionalmente, una parte importante de la actividad financiera.

Hasta el momento, la industria financiera doméstica está acometiendo de manera satisfactoria los cambios estratégicos y de funcionamiento exigidos por los factores descritos. Prueba de ello es la notable actividad desarrollada el pasado año en los mercados bursátiles nacionales, donde las emisiones netas —que

se situaron próximas a los 30 mm de euros— triplicaron a las efectuadas en 1999 y donde la participación de los inversores no residentes en la negociación aumentó siete puntos porcentuales. Pero es indudable que el mantenimiento de esta tendencia en el futuro —y su extensión a otros segmentos — exige esfuerzos adicionales de gestión muy importantes con el fin de mejorar en lo posible la competitividad de nuestros mercados.

En un ámbito como el de la prestación de servicios financieros, donde prevalecen, a menudo, importantes economías de escala, esto puede requerir, en ocasiones, una cierta modi-

ficación de la estructura de la industria, a través de fusiones o alianzas estratégicas. Los pasos que se están dando en esta dirección en España, que han afectado tanto a las plataformas de negociación como a los sistemas de compensación y liquidación, pueden, de este modo, favorecer una organización de la industria nacional más eficiente y mejor preparada para poder desenvolverse con éxito en un sector de gran relevancia para nuestra economía y llamado a atravesar, en el futuro próximo, un período de intensa transformación a nivel internacional.

8.6. 2001.