

**PRESENTACIÓN
DEL INFORME ANUAL**

2006

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

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



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

Miguel Fernández Ordóñez

GOBERNADOR

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

Sras. y Sres. Consejeros:

En 2006 el comportamiento de la economía mundial y, en particular, de la economía europea proporcionó un entorno muy positivo para la continuidad de la expansión que viene experimentando la economía española desde hace trece años. En efecto, la economía mundial creció el año pasado un 5,4%, por encima de las ya elevadas tasas registradas en los dos ejercicios precedentes, configurando el trienio de mayor dinamismo económico desde hace más de treinta años. El fuerte aumento del precio del petróleo, en la primera parte del año, y el tono menos expansivo de las políticas macroeconómicas no frenaron este dinamismo, que, además, fue compatible con la contención de las tasas de inflación en todo el mundo y con un comportamiento muy favorable de los mercados financieros.

La distribución geográfica del crecimiento fue más equilibrada y más favorable para la economía española, destacando la recuperación de la zona del euro, que, junto con el afianzamiento de Japón, compensó la desaceleración de Estados Unidos. La contribución de las economías emergentes a la expansión mundial, con China e India a la cabeza, que crecieron en torno al 10%, siguió siendo un factor fundamental. América Latina creció también satisfactoriamente y su inflación se redujo a mínimos históricos, en un contexto de políticas macroeconómicas, en general, prudentes, que han contribuido a una nueva reducción de la vulnerabilidad financiera en la región. No obstante, los escasos avances realizados en el terreno de las reformas estructurales y el giro heterodoxo en las políticas económicas de algunos países pueden recortar sus posibilidades de crecimiento futuro.

A corto plazo, cabe esperar que la economía mundial siga mostrando crecimientos elevados, salvo que se intensifique la desaceleración en Estados Unidos y que el resto del mundo no pudiera seguir creciendo con autonomía. A más largo plazo, la continuidad de estos elevados ritmos de expansión de la economía mundial es más incierta. Los aumentos de eficiencia y las ganancias de productividad que ha generado el proceso de globalización, a través de una mayor integración comercial y una profunda reasignación de recursos y factores, podrían empezar a debilitarse. En este contexto, el afloramiento de tendencias proteccionistas —como las que ponen de manifiesto las dificultades para avanzar en la Ronda de Doha— supone un riesgo añadido para el mantenimiento de elevados ritmos de crecimiento.

La inflación ha permanecido contenida a escala mundial. La creciente integración de las economías emergentes en la economía global —aportando abundancia de mano de obra con bajos costes laborales—, el aumento de la competencia en los mercados mundiales y la innovación tecnológica han permitido moderar significativamente los incrementos de precios. El anclaje de las expectativas de inflación, al que ha contribuido la credibilidad adquirida por los bancos centrales en su labor de preservar la estabilidad de precios, y los avances en los programas de reforma estructural y flexibilización de las economías han suavizado, asimismo, las presiones sobre la inflación.

Todo ello ha ayudado a contener las presiones alcistas derivadas del impulso de las demandas internas y ha facilitado la labor de las políticas monetarias. En 2006, a medida que la fortaleza del crecimiento económico fue alertando de la aparición de riesgos inflacionistas, el tono de las políticas monetarias se hizo menos expansivo en casi todas las economías, desarrolladas y emergentes, y las tasas de inflación se mantuvieron, en conjunto, en niveles bajos,

sin que se apreciara una transmisión sustancial de los mayores precios de la energía a la inflación subyacente.

Sin embargo, el estrechamiento del margen de utilización de la capacidad productiva y el tensionamiento de los mercados laborales intensificarán las presiones inflacionistas en muchas economías, sin que se pueda descartar un recrudecimiento de las alzas del precio del petróleo. Además, a medida que madure el ciclo económico, la tarea de la política monetaria puede hacerse más difícil, especialmente para algunos bancos centrales, que, como la Reserva Federal, deberán conjugar los riesgos inflacionistas con los derivados de la desaceleración económica.

Zona del euro

Como he anticipado, la economía del área del euro logró superar por fin la etapa de bajo crecimiento que había venido atravesando en los últimos años. Así, el PIB de la zona creció en 2006 a una tasa del 2,9%, casi el doble de la registrada en el año anterior y la más elevada desde el año 2000. En el conjunto del ejercicio, la tasa de inflación, medida por el ritmo de avance del IAPC, se situó, como en 2005, en el 2,2%, estando muy condicionada su evolución a lo largo del ejercicio por los movimientos del precio del petróleo. Por su parte, la inflación subyacente mostró una suave progresión al alza en el curso del año, lo que pudo reflejar algún pequeño efecto indirecto de la subida de los precios energéticos, en un contexto de fortalecimiento de la actividad y el empleo. Sin embargo, resulta destacable la moderación que han mostrado hasta ahora los salarios, que puede responder a una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo y a las crecientes presiones competitivas mundiales, aunque está por ver cómo van a reaccionar en un contexto de mayor dinamismo de la demanda interna.

Las políticas de demanda conservaron, a lo largo del año, una orientación coherente con la reactivación del gasto de los agentes privados. No obstante, en el ámbito de la política monetaria, la fortaleza de la recuperación aconsejó un ajuste gradual de las condiciones monetarias por parte del Banco Central Europeo, que, tras la subida de tipos de interés oficiales de diciembre de 2005, continuó, a lo largo del pasado ejercicio, la retirada progresiva del estímulo proporcionado en los últimos años, a la luz de los riesgos observados para el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo.

En cuanto a las políticas presupuestarias, la mejora del ciclo económico contribuyó decisivamente a que en 2006 los ingresos impositivos crecieran sustancialmente por encima de lo anticipado y a que se registrara una disminución del déficit público del área del euro de casi un punto porcentual. Dada la persistencia de déficits elevados en numerosos países, resulta de gran importancia que sea aprovechada la oportunidad que brinda la actual bonanza para culminar el proceso de saneamiento de las cuentas públicas y para impulsar medidas de fomento de la productividad y la generación de empleo.

Precisamente en este último ámbito, en el año 2006 se registraron progresos, aunque desiguales según los distintos países y áreas de política económica, en la aplicación de la agenda de reformas estructurales. Indudablemente, los buenos resultados cosechados en 2006 en términos de empleo y crecimiento de la actividad son, en gran medida, fruto de las propias oscilaciones del ciclo económico. No obstante, parece probable que hayan comenzado a reflejar también la existencia de efectos positivos de las reformas estructurales que ya se han puesto en práctica, y que podrían estar manifestándose en la elevada creación de empleo en esta fase de recuperación y en el repunte de la productividad. Ello mostraría cómo los esfuerzos por ajustar los incentivos para la participación laboral, profundizar en la liberalización de los distintos mercados y crear un entorno propicio para la innovación y para el desarrollo del capital humano terminan por arrojar dividendos, lo que subraya la necesidad de que exista la suficiente determinación política para perseverar en el camino emprendido.

Al acabar el primer semestre de 2007, el área del euro se enfrenta a las mejores perspectivas económicas de los últimos años. Por un lado, cabe esperar que la demanda interna mantenga su actual impulso. En particular, la inversión debería continuar beneficiándose de la persistencia de condiciones financieras propicias, la fortaleza de los beneficios empresariales y la solidez de la posición patrimonial de las empresas, mientras que el gasto de las familias seguiría expandiéndose gracias a la buena evolución del empleo. Por otro lado, se espera que las exportaciones continúen evolucionando favorablemente, pese a la probable moderación del crecimiento mundial. Este escenario central podría verse afectado a la baja por una desaceleración de la economía mundial mayor que la prevista, pero, en cambio, un mejor comportamiento del mercado de trabajo europeo podría aumentar las tasas de crecimiento previstas.

Las perspectivas de inflación para 2007 y 2008 apuntan a un mantenimiento de la tasa de variación del IAPC en el entorno del 2%, en línea con la definición de estabilidad de precios. No obstante, no se puede descartar que la fortaleza de la actividad se traduzca en mayores demandas salariales y en un poder de fijación de precios más elevado por parte de las empresas. A estos riesgos al alza en la inflación se suma la posibilidad de nuevos aumentos de los precios del crudo. En el contexto esperado de fortaleza de la actividad económica, la moderación salarial continuará siendo un ingrediente esencial para contener las expectativas inflacionistas, lo que favorecerá la prolongación de la fase de fortaleza de la actividad. En los primeros meses de 2007, el BCE ha continuado ejerciendo una supervisión estricta de la evolución de estos riesgos y, en general, de los desarrollos económicos del área, al objeto de garantizar que las expectativas de inflación permanezcan alineadas con la definición de estabilidad de precios a medio plazo.

Economía española

Como ya he señalado, la economía española prolongó el año pasado su larga fase de expansión, siguiendo una trayectoria de suave aceleración a lo largo del ejercicio, hasta alcanzar una tasa interanual del 4% en el cuarto trimestre y del 4,1% en el primero de este año. El dinamismo de la actividad está siendo superior al que se preveía a principios de 2006. La recuperación del área del euro ha impulsado la reanimación de las ventas al exterior, tras el bache que habían sufrido en años anteriores, sobre todo en 2005, y ha venido a sumarse a la continuada vigencia de los principales factores que vienen sustentando el tono expansivo de la economía.

En el año 2006 se produjo, por tanto, un cierto reequilibrio de las contribuciones relativas del gasto interno y de las exportaciones netas al crecimiento del producto, después de tres años de divergencia progresiva entre ambos componentes. En conjunto, mejoró la aportación de la demanda exterior neta, a pesar de lo cual, la necesidad de financiación de la nación volvió a ampliarse, situándose en el 7,8% del PIB. En el ámbito de la demanda interna, el consumo se desaceleró ligeramente en 2006 y la construcción comenzó a mostrar signos de desaceleración en el último trimestre del ejercicio, que se han prolongado en los primeros meses de 2007. Sin embargo, la inversión en bienes de equipo registró un importante repunte, que se mantiene en lo que va de año.

Esta evolución de la economía española se explica porque, junto con la mejora del contexto externo, ha seguido también beneficiándose de otros factores que han respaldado su dinamismo a lo largo de este prolongado ciclo expansivo. En primer lugar hay que referirse al impulso derivado de la integración de la economía española en la UEM, que ha estado ejerciendo un potente estímulo de demanda, como consecuencia de los efectos sobre la confianza y las expectativas y, por supuesto, de unas condiciones financieras expansivas que han seguido actuando en 2006, a pesar del cambio de orientación de la política monetaria única que se inició en los últimos meses del año precedente. Por otra parte, están los factores que han

facilitado el crecimiento por el lado de la oferta, entre los que destaca, especialmente, el creciente empuje demográfico que ha estado viviendo la economía española a lo largo de este último decenio, y que está contribuyendo, entre otros muchos aspectos, a generar una sustancial expansión de la capacidad de crecimiento de esta economía. Finalmente, no puede desconocerse la importancia de las iniciativas reformadoras de las últimas décadas, que han fomentado la flexibilidad de los mercados y el dinamismo de los agentes y de las instituciones, así como de las políticas macroeconómicas y financieras que se han aplicado recientemente y que han sido una garantía para la estabilidad.

Todos estos factores han actuado de forma simultánea y se han realimentado mutuamente, de tal manera que resulta difícil otorgar un peso esencial a cualquiera de los mismos. Permítanme que empiece refiriéndome al impulso demográfico, al que dedica una especial atención el *Informe Anual* que les presento. Los flujos de inmigración, atraídos por la importante y constante expansión de la demanda, han constituido, a su vez, un factor fundamental de dinamización de la oferta porque el aumento de la población inmigrante ha ampliado la capacidad productiva de la economía mediante la incorporación de abundantes recursos laborales, a la vez que ha contribuido a sostener el crecimiento del gasto interno. El Informe destaca que la aportación de la inmigración a la generación de renta ha sido mayor que la que se deriva del mero incremento poblacional, por lo que también ha ayudado al avance de la renta per cápita. También señala que los efectos por el lado del gasto parecen favorecer la dinamización de la inversión y que, en el mercado de trabajo, ha introducido algunos elementos de flexibilidad salarial y potenciado un mayor grado de movilidad. Además, los efectos dinamizadores de la inmigración se han reforzado con los que, en este mismo sentido, ha generado la creciente participación de las mujeres en el mercado de trabajo.

En el capítulo de los impulsos por el lado de la demanda hay que destacar que el dinamismo económico se ha seguido sustentando en unas condiciones monetarias y financieras que, pese a su paulatina normalización a lo largo del pasado año y la parte transcurrida del actual, continuaron resultando holgadas para las circunstancias de la economía española. Así, aunque el coste de los créditos bancarios para las familias y las empresas y el del recurso a las emisiones de valores de renta fija se incrementaron, conforme la política monetaria única fue adquiriendo un tono más neutral, alcanzaron unos niveles que, desde una perspectiva histórica, deben calificarse como moderados.

En cualquier caso, unas condiciones de financiación algo menos holgadas de las que han estado vigentes durante el reciente período de tipos de interés excepcionalmente bajos se ajustan mejor a la situación de nuestra economía y, en consecuencia, proporcionan ciertos elementos de alivio tras una dilatada etapa de elevadas presiones de demanda, al tiempo que facilitan una saludable recomposición de nuestro patrón de crecimiento.

La fortaleza de la demanda se ha encontrado con unas condiciones muy favorables en la respuesta de la oferta. Todas las ramas productivas tuvieron una contribución positiva a la expansión del producto, aunque cabe destacar la pujanza que continuó mostrando el sector de la construcción y el notable dinamismo de las ramas manufactureras, muy vinculado a la recuperación de las economías europeas. Es obligado insistir, una vez más, en la elevada capacidad para generar empleo que ha seguido mostrando la economía española, tanto en 2006 como en los primeros meses de 2007, pues este rasgo sigue desempeñando un papel muy destacado en la continuidad de este largo ciclo expansivo. En 2006, el fuerte crecimiento de los ocupados, con una tasa de avance superior al 3% en el promedio del año, ha contribuido decisivamente al sostenimiento del gasto interno y ha permitido, además, compatibilizar la creciente incorporación de la población al mercado de trabajo —particularmente de la pobla-

ción femenina—, con descensos adicionales en la tasa de desempleo, que alcanzó en el promedio del ejercicio el 8,5%, el nivel más bajo desde finales de la década de los setenta, y prácticamente igual a la tasa media de la UEM. Este comportamiento del empleo denota cambios de cierta profundidad en el mercado de trabajo español, como el descenso acusado de la tasa de desempleo estructural, que puede interpretarse como una ampliación del margen disponible para generar empleo sin que surjan tensiones salariales.

La contrapartida de un patrón de crecimiento muy intensivo en empleo ha sido el mantenimiento de una pauta de incrementos modestos de la productividad observada. Resulta complicado avanzar un diagnóstico preciso de las causas de esta evolución, dadas las dificultades de medición y estimación de esta variable en presencia de cambios estructurales de cierta envergadura, como los efectos composición derivados de la propia concentración del crecimiento en sectores con menor dinamismo relativo de la productividad, aunque es posible que refleje también algunas debilidades en la calidad de los factores productivos y en las características del tejido empresarial.

Con todo, la capacidad de respuesta que viene mostrando la oferta productiva no está siendo suficiente para contrarrestar la presión del gasto sobre la formación de precios. De un lado, la remuneración por asalariado registró en 2006 una cierta aceleración, que fue inferior a la que registraron los salarios de convenio, como consecuencia de los cambios de composición y los factores de flexibilización del mercado de trabajo a los que ya me he ido refiriendo. De otro, en un clima de dinamismo de las ventas, continuó la ampliación de los márgenes empresariales, aunque a menor ritmo que en años precedentes. Todo ello, junto con la elevación de los precios del petróleo en la primera parte del ejercicio, determinó que la inflación repuntara en 2006 y que el diferencial de inflación con la UEM se situara en 1,4 puntos porcentuales.

La inflación empezó a mostrar un comportamiento más favorable en los últimos meses de 2006, que se ha prolongado en la parte transcurrida de este ejercicio, recortando incluso el correspondiente diferencial hasta 0,5 puntos porcentuales. Es previsible que esta dinámica se mantenga algunos meses, pero no debe olvidarse que la mejora tiene un componente transitorio, vinculado al perfil de los precios del petróleo, y que la inflación subyacente se mantiene estabilizada en tasas del 2,5%, a pesar de la moderación que han seguido imprimiendo los precios importados. Por otra parte, los aumentos de precios y costes en 2006 han vuelto a ser superiores a los de nuestros competidores, prolongando la tendencia al deterioro de los índices que miden los precios y costes relativos. En la medida que esa diferencia no se justifique por mejoras de calidad, la evolución de estos índices estaría reflejando una pérdida de competitividad, cuyas consecuencias negativas sobre el crecimiento se harían patentes cuando la demanda interior se normalizase.

Las perspectivas de la economía española apuntan a una continuidad de los principales rasgos observados recientemente, esto es, la recomposición de la estructura del gasto, gracias a una gradual moderación de la demanda interna, particularmente en consumo e inversión residencial, y a una mejora de la contribución de la demanda exterior neta. Unas tendencias que, de confirmarse, permitirían proyectar hacia el futuro el dinamismo económico con ritmos algo más moderados, en línea con el crecimiento potencial.

Para ello es necesario, sin embargo, seguir avanzando en la senda de desaceleración del gasto y del endeudamiento de empresas y familias y en la mejora de las condiciones de oferta de la economía. No podemos olvidar que la larga etapa de expansión que vive la economía española ha estado acompañada del desarrollo de algunos desequilibrios que presentan riesgos potenciales de entidad para su sostenibilidad, por lo que, mientras no sean suficientemen-

te corregidos, deberíamos evitar la complacencia. Es cierto que en los últimos meses se ha observado un menor ritmo de crecimiento del endeudamiento de los hogares y una desaceleración gradual en el precio de la vivienda, al tiempo que se ha reducido el diferencial de inflación con la zona del euro, pero es importante que estos procesos se consoliden para alejar los riesgos sobre los que ha venido advirtiendo el Banco de España.

Las políticas económicas tienen una importante responsabilidad para aprovechar los actuales momentos de bonanza económica y adoptar, con carácter preventivo, las medidas necesarias para aprovechar las oportunidades existentes y mitigar los riesgos que se puedan presentar. El cambio de orientación de la política monetaria única que comenzó a producirse a finales de 2005 ha contribuido a normalizar gradualmente las condiciones financieras bajo las que las empresas y las familias toman sus decisiones de gasto, aunque las condiciones monetarias siguen siendo todavía acomodantes para los requerimientos de la economía española.

En el terreno de la política fiscal, el elevado dinamismo de los ingresos, que siguen creciendo de forma sistemática por encima de lo presupuestado, ha permitido mejorar los objetivos programados. La consecución de superávits fiscales en las fases expansivas, tal como establecen las nuevas leyes de estabilidad presupuestaria, no solo resulta adecuada para atenuar las presiones de la demanda, sino para preservar un margen de maniobra suficiente frente a eventuales desviaciones del escenario de dinamismo económico y, por supuesto, para profundizar en el saneamiento de las finanzas públicas que se requiere para absorber las consecuencias futuras del envejecimiento de la población. Este es, sin duda, el principal reto al que se enfrentan las finanzas públicas a medio plazo. El acuerdo alcanzado el pasado año en el marco del Pacto de Toledo apunta también al objetivo de garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones, aunque las medidas adoptadas tienen todavía un alcance limitado.

Hay que recordar, no obstante, que el elevado crecimiento de los ingresos públicos tiene un componente transitorio, difícil de estimar, que se encuentra vinculado, en parte, a la fortaleza del sector inmobiliario, por lo que la consolidación del saneamiento de las finanzas públicas puede requerir un esfuerzo adicional de control del gasto primario. Para ello resulta esencial la colaboración de todas las Administraciones Territoriales, ya que sobre ellas descansa la ejecución de componentes muy importantes del gasto, como la inversión pública, la sanidad o la educación. Esta estrategia de consolidación debe ser, además, compatible con una mejora de la calidad de las finanzas públicas, dado que esta resulta esencial para adecuar los incentivos y contribuir a superar los desfases en educación, innovación y productividad.

Pero cuando se forma parte de una unión monetaria, el instrumento más valioso de la política económica es, como nuestra propia experiencia indica, la profundización de las reformas que sirven para ampliar la capacidad de respuesta de la oferta y de adaptación del tejido empresarial y productivo a las importantes transformaciones estructurales que está viviendo la economía, como son la globalización y el impulso demográfico.

En concreto, el dinamismo y la flexibilidad que el fenómeno de la inmigración y la creciente participación de las mujeres, a los que hacía mención con anterioridad, han introducido en el mercado de trabajo deberían acompañarse del desarrollo de un marco institucional más adecuado, sin perder el logro indudable de la paz social. A pesar de los avances logrados por las reformas del mercado de trabajo en los últimos años, siguen existiendo necesidades de mejora en la adecuación del sistema de negociación colectiva a la diversidad de requerimientos sectoriales o a nivel de empresa y en los costes asociados a los contratos indefinidos. Estas actuaciones deben complementarse con otras orientadas hacia la mejora de la calidad del factor trabajo, mediante un impulso a la prioridad que merece la política educativa, con el fin

de corregir el déficit en educación secundaria, adaptar los estudios universitarios a las nuevas demandas y promover una eficaz formación continua de los trabajadores.

La mejora de la eficiencia de la economía exige, asimismo, aumentar la inversión en capital físico y tecnológico y alentar la innovación, así como avanzar en las privatizaciones allí donde tenga sentido e intensificar el ritmo de los procesos de introducción de competencia emprendidos en los últimos años. Esto último es especialmente relevante en sectores clave para la propagación de las mejoras de eficiencia al resto de la economía, como las industrias de red, el mercado de telecomunicaciones, el sector energético o el de transporte ferroviario. Algunas de estas medidas liberalizadoras están detalladas en el Programa Nacional de Reformas, por lo que, independientemente de la necesidad de diseñar otras nuevas, convendría aplicar dicho Programa a un ritmo más resuelto. Igualmente se debería aprovechar la transposición de la Directiva de Servicios para definir un marco regulatorio más simple y competitivo en el ámbito de esas actividades.

La educación, la innovación, la liberalización de los mercados y, en general, todas las reformas que aumentan la productividad cobran una importancia aún mayor si pensamos en el largo plazo. En los últimos años los españoles han ido aumentando su bienestar gracias a la mejor utilización del factor trabajo y ello debe celebrarse, pues durante mucho tiempo el principal problema de la economía española era justamente la persistencia de tasas de paro muy elevadas. Pero a medida que nos acerquemos al éxito en esta tarea —y la tasa de paro de larga duración está ya en torno al 2%—, será más difícil obtener ganancias adicionales de bienestar por incrementos de ocupación. Antes de que sea tarde, hay que ser conscientes de que la productividad es la principal fuente del bienestar en el largo plazo, y de ahí que las políticas que la promueven son decisivas para configurar el futuro de la economía española.

Sistema financiero

El comportamiento de familias y empresas españolas en 2006 ha vuelto a plantear nuevos retos al sistema financiero. Por una parte, dado que el proceso inversor público y privado siguió aumentando, las necesidades netas de financiación de la economía aumentaron desde un 6,5% hasta el 7,8% del PIB. Pero es que, además, familias y empresas aumentaron su adquisición de activos financieros dentro y fuera de España, con lo que la financiación bruta requerida por ambos agentes subió del 35,6% al 44,7% del PIB.

En efecto, aunque el consumo de las familias registró una tasa de crecimiento algo menor que en 2005, como la renta disponible se moderó aun más, la proporción del ahorro de los hogares en relación con su renta disponible continuó cayendo. Dado que la inversión en vivienda siguió avanzando a tasas elevadas, la necesidad de financiación de las familias ascendió al 1,5% del PIB. No obstante, los cambios en los tipos de interés y los propios niveles alcanzados por los precios de los inmuebles comenzaron a moderar la demanda de viviendas, observándose una contención en el volumen de las transacciones y una desaceleración de los precios de la vivienda. Sin embargo, todavía se mantienen importantes soportes para el dinamismo de la demanda de vivienda a medio y largo plazo, como consecuencia de los factores sociodemográficos —como la pujanza de la inmigración, la creciente incorporación de las mujeres al mercado de trabajo o la reducción del tamaño medio de las familias—, que continuarán traduciéndose en incrementos sustanciales en el número de hogares. Estos factores sociodemográficos, que no estuvieron presentes en la fase final del anterior ciclo alcista en este mercado, permitirán que la actividad se estabilice, en esta ocasión, en niveles más elevados que entonces.

En el nuevo contexto de menor holgura financiera, los hogares españoles empezaron a moderar el recurso al crédito como vía de financiación de su gasto. La desaceleración, no obs-

tante, fue todavía modesta, afectó solo a los préstamos destinados a la adquisición de vivienda y no bastó para quebrar la tendencia creciente de la ratio de deuda sobre renta del sector. La carga financiera asociada también aumentó, impulsada adicionalmente por el incremento de los tipos de interés. Así, aunque se han producido algunos avances en el proceso de adaptación de los patrones de gasto y ahorro de los hogares españoles a la progresiva retirada del estímulo monetario, estos son todavía limitados.

En el ámbito de las empresas, sin embargo, la concurrencia de otros factores hizo que el aumento de los tipos de interés apenas tuviera incidencia en el comportamiento de la inversión y en el endeudamiento del sector. Como ya he dicho, la inversión en bienes de equipo se convirtió en 2006 en el componente más dinámico del gasto, debido, principalmente, a dos factores. De un lado, la presión ejercida por la demanda sobre el grado de utilización de la capacidad productiva, que alcanzó niveles próximos a los máximos históricos. De otro, los buenos resultados registrados por la mayoría de las empresas y las favorables perspectivas sobre su continuidad en el futuro.

Lógicamente, este dinamismo de la inversión tuvo fiel reflejo en las ratios de endeudamiento del sector, que un año más volvieron a incrementarse, alimentadas por tasas de crecimiento del crédito bancario en el entorno del 30%. Ha de señalarse, sin embargo, que una parte muy importante de los recursos captados se destinó a financiar la participación de las sociedades españolas en diferentes procesos de fusiones y adquisiciones, una operativa que experimentó en 2006 un renovado vigor no solo en nuestro país, sino en todo el mundo.

Como en el caso de las familias, el avance simultáneo de los pasivos y del coste de financiación de los mismos se tradujo en un incremento de la carga financiera soportada por las empresas. Es de esperar que la moderada subida que están experimentando los tipos de interés acabe proporcionando una señal oportuna para que las sociedades ajusten sus proyectos de inversión y de crecimiento empresarial a las posibilidades reales de rentabilidad futura, de manera que se reduzcan los riesgos de naturaleza financiera que podrían poner en peligro la continuidad del proceso inversor.

Las instituciones financieras de todos los países se beneficiaron de un entorno extraordinariamente benigno, tanto macroeconómico como de los mercados financieros. En concreto, las entidades de crédito españolas mostraron una notable solidez de sus balances y cuentas de resultados, con rentabilidades del capital no solo mayores que las del año anterior, sino también muy por encima de la correspondiente a los activos sin riesgo. Así, su ROE se situó en torno a niveles del 20%, 3 puntos básicos más que el de 2005, lo que representa un diferencial del 16% sobre la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo. Estas tendencias son análogas a las observadas en las grandes entidades internacionales, que muestran sólidos niveles de rentabilidad de los recursos propios, al tiempo que amplios diferenciales con respecto a la deuda pública.

Pero, esta situación no debe llevar a la complacencia. Muy al contrario, es precisamente el buen momento que atraviesan las instituciones financieras, reflejado en sus niveles de rentabilidad y solvencia, el que nos permite discutir con más libertad los riesgos e incertidumbres que deberán afrontar en los próximos años.

La innovación financiera y la actividad de los nuevos agentes del mercado deben valorarse como desarrollos positivos. La aparición en los últimos años de nuevos productos, como los derivados de crédito o los CDOs (Collateralised Debt Obligations), junto con la profundización de otros más tradicionales, como las titulaciones, ha proporcionado a los agentes que par-

ticipan en los mercados financieros un nuevo elenco de posibilidades de rentabilidad y riesgo, ha permitido una gestión del riesgo más dinámica e intensa y ha facilitado una mayor difusión y una mejor diversificación del mismo. De manera similar, la irrupción de nuevos operadores, con inversores dispuestos a asumir no solo nuevos riesgos, sino sobre todo a hacerlo en plazos temporales más dilatados, ha permitido en los últimos años la absorción de *shocks* en los mercados con un reducido nivel de estrés, con el consiguiente impacto en el descenso de la volatilidad. Por último, las instituciones financieras, tanto reguladas como no reguladas, al disponer cada vez de mejores sistemas de gestión del riesgo, unidos a modelos de supervisión y regulación basados no en limitaciones coercitivas, sino en proporcionar incentivos para una correcta gestión del riesgo, contribuyen claramente a la estabilidad de los mercados. Por todos estos factores, no es de extrañar que el sistema financiero internacional haya mostrado una estabilidad tan notable y una elevada capacidad para absorber impactos negativos de una manera tan ponderada, consiguiendo que hayan sido muy breves los escasos episodios de sobre-reacción.

Pero estas mejoras de carácter estructural no deben ocultar las fragilidades que supone este nuevo entorno, más complejo. Las mejoras basadas en la correcta gestión y diversificación del riesgo son genuinas, pero llevan aparejadas una complejidad de gestión considerable y un protagonismo creciente de unos agentes no sometidos a un régimen de supervisión prudencial, que todavía no tienen una experiencia contrastada en la gestión de los riesgos asumidos en entornos coyunturales más adversos, y de los que se dispone de una información abundante, pero no sistematizada, fragmentaria y limitada en su profundidad. Es probable, pues, que el riesgo de las crisis financieras en el futuro sea menor, pero también es posible que, si estas se manifiestan, lo hagan con mayor intensidad que en el pasado.

Las mejoras aportadas por los nuevos productos y agentes financieros han posibilitado a las entidades una difusión de los riesgos y una dilución del impacto que la revisión al alza de la prima de riesgo pudiera tener sobre sus balances. Pero existe una elevada incertidumbre respecto al destino final del riesgo financiero, ya que este ni se crea ni se destruye, sino que solo se transforma o se diluye. Lo deseable es que acabe situándose en nuevas instituciones que puedan aguantar rentabilidades negativas en el corto plazo sin tener que liquidar posiciones o recortar exposiciones al riesgo.

Si al final son los fondos de pensiones los que van a retener el riesgo, habría que preocuparse del desfase que existe entre unos mercados financieros crecientemente sofisticados, que difunden el riesgo de manera óptima, y unos consumidores con unos conocimientos financieros que no han evolucionado con la sofisticación del mercado, y que permanecen anclados en una cultura financiera muy elemental.

Las entidades de crédito españolas, con un modelo de negocio tradicional, basado en las relaciones a largo plazo con clientes minoristas, están más protegidas de esta complejidad que otros bancos internacionales, más activos en mercados financieros y con interrelaciones más profundas con los mercados. Pero no olvidemos que, en un mundo globalizado y de complejas interrelaciones, no cabe ya pensar únicamente en términos nacionales, máxime cuando nuestro sistema financiero financia su actividad ordinaria no solo de sus clientes españoles, sino a través de recursos obtenidos en el mercado europeo.

La creciente integración del mercado financiero único se refleja ya en múltiples facetas. En primer lugar, hay segmentos del mercado, de especial importancia para las entidades españolas, que disfrutaban ya de una integración plena, y para los que hablar del entorno español carece de todo sentido. Así, la integración de los mercados interbancarios, de los mercados

de deuda pública y de los mercados de financiación a medio plazo (de emisiones de deuda subordinada y acciones preferentes) es, simplemente, total. En los segmentos de mercado de financiación empresarial de elevados volúmenes, o de renta variable, el grado de integración, en el período reciente, ha sido sustantivo. Y en otros mercados, como el de la banca minorista, un menor grado de integración es compatible con una creciente competencia transfronteriza mediante operaciones de adquisición o mediante sucursales y filiales. A esto hemos de unir la importancia práctica y el potencial impacto que para las entidades españolas tienen las regulaciones europeas que, en los últimos años, han emanado de Bruselas, como las Normas Internacionales de Contabilidad (o IFRS en la nueva denominación), la nueva Directiva de Requerimientos de Capital (la Directiva de Basilea II) o la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID).

Todos estos elementos permiten concluir que el supervisor prudencial de las entidades de crédito españolas no puede ignorar la creciente importancia práctica que tiene el entorno europeo, y que impide pensar en términos estrictamente españoles. Y ello, tanto por lo que se refiere al diagnóstico de las entidades como a los riesgos que afrontan en el medio y largo plazo, así como a los instrumentos de los que se dispone para mitigar dichos riesgos.

Tradicionalmente, el modelo de supervisión español ha sabido aunar una actitud exigente respecto a los riesgos de las entidades junto con unos incentivos a la excelencia en la gestión. Esto ha permitido a nuestras entidades estar entre las más eficientes y rentables del mundo, y a la economía española poder beneficiarse de un sistema financiero con unos niveles de competitividad muy elevados. En los próximos años el reto es lograr transmitir estos valores en el contexto europeo, pero también asimilar las mejores prácticas internacionales, y en concreto europeas, en materia de supervisión. Debemos permitir a nuestras entidades aprovechar las ventajas que ese mercado financiero único puede ofrecerles, por lo que, al ejercer las competencias sobre nuestras entidades, debemos limitar el inevitable coste de toda supervisión, aplicando políticas prudenciales que incentiven una correcta gestión del riesgo, a través del ejercicio ponderado de actuaciones limitativas o coercitivas de la actividad bancaria, o mediante el uso de instrumentos de obtención de información prudencial más eficaces.

La segunda consideración respecto al mercado europeo es la necesidad de que todos los supervisores europeos redoblemos los esfuerzos de colaboración mutua. De hecho, tenemos que pasar de la colaboración a la cooperación, y de esta, a la acción conjunta y a la mutua confianza, si queremos ser capaces de supervisar adecuadamente un mercado financiero europeo con barreras nacionales crecientemente difusas.

Debe admitirse también que la acumulación en el tiempo de nuevas regulaciones financieras europeas, aunque hayan sido beneficiosas para los intermediarios y entidades financieras europeas, han supuesto también un reto organizativo a las entidades, por lo que no es de extrañar que estas hayan demandado a Bruselas una contención en el ritmo de promulgación de nuevas regulaciones.

Todos los reguladores y supervisores europeos, incluida la Comisión Europea, estamos de acuerdo en la necesidad de implantar las regulaciones aprobadas de una manera profunda y seria, pero también coincidimos en la conveniencia de evitar nuevas regulaciones en los próximos años. El Banco de España ha procurado, dentro de lo posible, limitar los costes de las mismas, ya sea mediante una unificación de los criterios contables para información al mercado, a efectos prudenciales, o para el cómputo de bases fiscales, mediante la convergencia de nuestros criterios con los exigidos por otros supervisores, como en las llamadas cláusulas

de discrecionalidad nacional en Basilea II, o mediante la confección de nuestras circulares, es decir, de regulaciones concretas que doten a las entidades de la necesaria seguridad jurídica. Pero esa renuncia a nuevas regulaciones financieras no puede ser absoluta, pues es muy posible que la propia dinámica de integración del mercado europeo conlleve la necesidad de nuevas regulaciones en ámbitos concretos. Es más, es posible que nuevas reformas resulten convenientes para las entidades españolas. Así, por ejemplo, la fragmentación de los sistemas de garantía de depósitos en Europa, en términos de financiación, de estructura o de organización, podría aconsejar una nueva Directiva, lo que a su vez nivelaría el terreno competitivo, dado el mayor rigor del sistema español.

No quiero terminar estas consideraciones en torno a la creciente importancia del componente europeo de nuestro sistema financiero sin referirme, en especial, al mercado financiero del área del euro. En efecto, la integración financiera es aún mayor para los países europeos que conforman el área del euro, ya que sus sistemas bancarios se financian, de hecho, de un *pool* común, mediante préstamos bancarios, financiaciones a medio plazo —subordinadas o no—, titulaciones y cédulas hipotecarias. La existencia de este mercado integrado para la zona del euro ha permitido a algunos sistemas financieros del área la financiación del ciclo expansivo de su economía mediante los fondos de otros sistemas financieros que operaban en economías con ciclos más planos. Este es un desarrollo muy positivo, pues permite a las instituciones financieras excedentarias una remuneración de sus pasivos más eficiente y elevada, y por tanto el mantenimiento de la rentabilidad de su negocio, y a las demandantes de fondos una financiación más estable de sus negocios de activo más rentables. Obviamente, para las economías del euro todo esto redundará en un uso eficiente de los recursos financieros canalizándolo hacia las actividades más productivas.

Permítanme que ahora analice con más detalle la situación de las entidades de depósito españolas, que, como he señalado, en 2006 han mantenido un notable crecimiento de su actividad bancaria, tanto en lo relativo a la concesión de financiación a empresas como también a los hogares. Este importante aumento de actividad es una de las explicaciones de la muy favorable evolución de los resultados de las entidades españolas. Sin embargo, si en el futuro la actividad se desacelera, podrían sufrir los márgenes de la cuenta de pérdidas y ganancias. En ese caso, como en cualquier otro negocio, pero máxime en un sector tan competitivo como el bancario español, es fundamental que se cuente con estructuras de costes flexibles y capaces de adecuarse a nuevos escenarios. Es más, cuando el mercado inmobiliario haya avanzado en la senda de mayor moderación, las entidades no solo se enfrentarán a una cuestión de volumen, sino también de tipo de negocio. Es decir, habrán de ir limitando la importancia que en sus carteras crediticias ha tenido el sector inmobiliario en los últimos años, orientándose hacia otros ámbitos de actividad diferentes.

En el diseño de estas estrategias cabe esperar que no se adopten decisiones fáciles en el corto plazo y con un potencial muy negativo en el medio. Nunca se debe caer en la tentación de compensar la desaceleración de la demanda con una disminución en los estándares de calidad en la oferta de la financiación.

En fechas recientes se han detectado elementos de preocupación en este sentido en el mercado hipotecario estadounidense, y en particular en la financiación concedida a los segmentos de la población de una menor calidad crediticia, el denominado subprime. Este tipo de financiación suele otorgarse, en EEUU, a acreditados con un mal historial de impagos o con una escasa documentación que posibilita valorar adecuadamente su calidad crediticia. En España, si identificáramos como subprime aquellas operaciones realizadas con individuos que en algún momento han incumplido con sus obligaciones crediticias, el conjunto de finan-

ciación hipotecaria con dichos individuos se sitúa en torno al 1,27% del total prestado, frente a niveles para el mercado subprime de EEUU en el entorno del 14% de las operaciones hipotecarias. Es decir, si existiera un segmento de negocio de este tipo, su tamaño sería muy reducido. Por otra parte, las ratios de morosidad en el mercado hipotecario español están en niveles del 0,4%, frente al 4% en EEUU. La información disponible para España no permite, pues, hablar de un mercado de este tipo.

En relación con la morosidad, a lo largo del ejercicio 2006, la ratio agregada del sector ha registrado una tendencia decreciente y, en cualquier caso, se mantiene en niveles mínimos, tanto si se analiza desde una perspectiva histórica como si la comparación se plantea con respecto a las entidades de otros países de nuestro entorno. Es decir, este indicador del riesgo de crédito que soportan las entidades no muestra en este momento indicios de que se hayan trasladado dificultades al sector, y ello a pesar del mayor crecimiento de los activos dudosos que se experimentó a lo largo del pasado ejercicio. Ese mayor crecimiento, no obstante, ha de ser analizado teniendo en cuenta, al menos, dos consideraciones. Primero: el aumento de los activos dudosos se explica, en parte, por el proceso de fuerte crecimiento de la actividad que se ha registrado en los últimos años. En un contexto expansivo es lógico que, si aumentó el volumen de crédito, aumente después con un cierto retraso el volumen de activos dudosos, aun cuando se mantengan constantes las probabilidades de impago. Segundo: no ha de olvidarse que los cambios de la normativa contable introducidos por el Banco de España, como consecuencia de la adaptación de las Normas Internacionales de Información Financiera, obligan a reconocer con mayor celeridad e intensidad los activos dudosos.

Dicho lo anterior, y aun reconociendo los reducidos niveles de morosidad del sistema bancario español, parece claro que no queda margen adicional para mayores reducciones de la ratio. Mirando al futuro, en un contexto de ralentización de crecimiento del crédito cabe pensar que dichas ratios tenderán a crecer, convergiendo a niveles que se podrían considerar como más normales en un contexto de ese tipo, al tiempo que similares a las vigentes en los países de nuestro entorno. Además, tanto la experiencia histórica como los resultados de diferentes estudios muestran que el riesgo tiende a manifestarse con un cierto retraso en relación con el momento en el que se asume. En cualquier caso, un cierto repunte de la ratio de morosidad no debe considerarse, por sí solo, como un motivo de alarma, sino que ha de entenderse como uno más de los diferentes indicadores necesarios para evaluar la capacidad financiera de las entidades.

A pesar de que en 2006 la evolución de los depósitos fue más favorable que en los años anteriores, las entidades tuvieron que apelar a la emisión de valores, a las financiaciones subordinadas y a los procesos de titulización de activos para atender a la importante demanda de financiación por parte de familias y empresas a la que me he referido. Acudir a los mercados internacionales en búsqueda de financiación puede hacer a las entidades españolas más sensibles a la concreción de dificultades externas, al tiempo que introduce presiones adicionales en sus márgenes operativos, aunque ciertamente se acude en gran medida a los mercados de la zona del euro. Precisamente, el hecho de que España se haya incorporado a esta área de estabilidad ha permitido que nuestras entidades hayan podido financiar un proceso expansivo como el que se ha vivido.

Un aspecto positivo es que las entidades se están financiando especialmente apelando a recursos a medio plazo, y por lo tanto más estables que los que se podrían obtener en el mercado interbancario. Por otra parte, en la medida en la que los mercados secundarios dispongan del grado de liquidez suficiente, las emisiones de financiaciones subordinadas o de participaciones preferentes pueden contribuir a una mayor disciplina de mercado. Además,

los procesos de titulización de activos permiten transferir parte de los riesgos hacia otros inversores, lo que contribuye a su mejor gestión.

A pesar de los retos a los que han de hacer frente las entidades españolas, el año 2006 ha servido para intensificar su capacidad de resistencia. Así, los beneficios obtenidos —que son la primera línea de defensa ante una potencial concreción de problemas— no solo se han incrementado notablemente, sino que también se han mostrado sólidos. Esto ha quedado reflejado en la evolución de los principales márgenes de la cuenta de pérdidas y ganancias, que, unida a un moderado crecimiento de los gastos de explotación, ha contribuido a explicar la favorable dinámica de los resultados. Así, la rentabilidad sobre los recursos propios se ha incrementado un año más, manteniendo, como ya he señalado, un amplio diferencial con la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo. Por su parte, la solvencia de las entidades españolas ha registrado en 2006 una evolución estable, situándose el coeficiente ampliamente por encima de las exigencias regulatorias. Esto se ha producido, además, en un contexto en el que el intenso crecimiento de la actividad ha presionado al alza los requerimientos de recursos propios.

Esta sólida situación, que reflejan los resultados generados en 2006 y los niveles de solvencia alcanzados, queda completada, tanto por los indicadores de mercado disponibles como por las pruebas de resistencia realizadas durante el Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) del FMI, y con posterioridad, mediante el cálculo de distribuciones de pérdidas, que muestran que, incluso en un escenario muy desfavorable, las pérdidas que se generarían se cubrirían holgadamente con los recursos propios existentes en el sistema.

No quiero acabar este discurso sin destacar la necesidad de continuar los esfuerzos en materia de formación financiera del consumidor. En los primeros meses del 2007 el Banco de España ha hecho pública una nueva versión del portal del cliente bancario, pero aún queda mucho por hacer. La creciente complejidad y sofisticación del sistema financiero internacional está creando, como ya he mencionado, un «desfase de conocimiento» entre las instituciones financieras y los inversores finales que, lejos de cerrarse, se está ampliando. Los supervisores, junto con el resto de autoridades involucradas en la defensa del consumidor, debemos redoblar y, sobre todo, aunar esfuerzos en este ámbito, ya que unos clientes bancarios con una buena formación financiera constituyen un pilar imprescindible de un sistema financiero sólido, competitivo y estable.

Nada más, salvo lo que la gratitud requiere y expresaré con gusto. En estos primeros once meses de mandato he tenido la fortuna de trabajar estrechamente con este Consejo de Gobierno, la Comisión Ejecutiva, el Subgobernador y los Directores Generales, y de haber contado con el sólido soporte del personal de esta casa. Mi agradecimiento a todos y mi reconocimiento por haber hecho posible un año más, cuando acabamos de celebrar el 150 aniversario de la denominación Banco de España, que esta institución siga desempeñando, cada vez mejor, las tareas que tiene encomendadas.

