

# Temas de Actualidad

---

## DISCURSO DE PRESENTACIÓN DEL INFORME ANUAL, PRONUNCIADO POR EL GOBERNADOR, LUIS ÁNGEL ROJO, ANTE EL CONSEJO DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

---

*Al igual que todos los años, Cuadernos ofrece en este número el discurso de presentación del informe anual, pronunciado por el Gobernador del Banco de España ante su Consejo de Gobierno, al que se ha añadido unas notas sintéticas en el margen para facilitar su lectura.*

*Si ya de por sí el discurso anual es un diagnóstico acertado sobre la evolución de la economía nacional e internacional y de la situación financiera española, así como una razonada llamada de atención acerca de los problemas con los que debemos afrontar el futuro, el del año 2000 significa la despedida como Gobernador del profesor **Luis Ángel Rojo**, tras ocho años de intensa y fructífera actividad. En este periodo, tal como el propio discurso señala, el Banco de España ha ido dando pasos históricos, primero con la plena autonomía en el campo de la política monetaria, un primer hito que, tras la crisis del Sistema Monetario Europeo, abriría el camino hacia la Unión Europea y la participación en la Unión Monetaria; en segundo término, el fortalecimiento de la supervisión que ha posibilitado el logro de un sistema bancario y, consecuentemente, financiero, sólido y equiparable al de los países más desarrollados de nuestro entorno. Finalmente, el Banco de España ha consolidado su prestigio, tanto en el interior como en los foros internacionales en los que ha participado.*

*Cuadernos de Información Económica se suma al unánime y merecido homenaje al Gobernador saliente y desea al nuevo, Jaime Caruana, todo tipo de éxitos al frente de una institución tan prestigiosa e importante como es el Banco de España.*

Sres. Consejeros:

Quando este Consejo de Gobierno se reunió hace un año, con motivo del examen y la publicación del Informe Anual del Banco de España, el panorama de la economía internacional era bastante distinto del actual. Aunque los temores a una próxima contracción mundial habían quedado atrás, persistían las dudas sobre el vigor de los procesos de recupe-

ración en las economías que habían sido más afectadas por las crisis financieras registradas en los dos años anteriores y, por tanto, sobre el ritmo al que la economía mundial acabaría superando plenamente el bache resultante de dichas perturbaciones. Las dudas fueron disipándose, sin embargo, en la segunda parte del año: la recuperación se consolidó con más rapidez que la inicialmente contemplada y ha conducido a una etapa de expansión que sitúa, en estos momentos, las previsiones de crecimiento del producto mundial por encima del 4 por 100 en este año y en el próximo y que podría prolongarse algunos años más. Expectativas tan favorables se ven, no obstante, afectadas por importantes factores de incertidumbre que constituyen el núcleo de las preocupaciones actuales en el ámbito internacional.

Entre esas preocupaciones se encuentra, desde luego, la relativa a los efectos derivados de la elevación del precio del petróleo desde los primeros meses de 1999. Dicho movimiento ha representado, en buena medida, una recuperación del precio del crudo desde los bajos niveles registrados en los anteriores meses de debilidad de la demanda; pero el mantenimiento o el incremento de los muy altos precios actuales podría acabar induciendo políticas monetarias de signo contractivo cuyos efectos serían negativos para los propios países reguladores de la oferta de petróleo.

---

*Favorables previsiones de crecimiento del PIB mundial afectadas por tres factores de incertidumbre: elevación del precio del petróleo; economía de EE.UU. pendiente de ajuste; y dudas sobre la recuperación de la economía japonesa.*

---

Las preocupaciones más importantes tienen, sin embargo, su centro en la economía de los Estados Unidos, que ha sido el soporte más firme de la economía mundial en la pasada década, pero que se encuentra, hoy, en una situación incierta. La eficacia estabilizadora de las políticas macroeconómicas, la mayor competencia resultante de la globalización y la desregulación así como la flexibilización de los mercados de trabajo y de productos han creado unas condiciones favorables a una mayor estabilidad cíclica, han tendido a moderar los incrementos de salarios asociados a cada nivel de paro y han alentado la inversión en nuevas tecnologías. La economía americana ha vivido así, en los años noventa, un largo proceso de expansión con una fuerte creación de empleo, tasas de paro declinantes y ritmos de inflación muy moderados; y, a partir de 1996, cuando el auge cíclico estaba ya muy avanzado y cabía prever su debilitamiento próximo, la economía americana ha mostrado un reforzado vigor. Este nuevo impulso ha estado ligado a fuertes incrementos de la tasa de avance de la productividad que se atribuyen a la intensificación y la extensión en el uso de las nuevas tecnologías y que, por una parte, han hecho posible que la tasa de paro se redujese hasta niveles muy bajos sin que se registrasen aumentos significativos en la tasa de inflación durante bastante tiempo y, por otra, han inducido elevaciones muy fuertes en las cotizaciones bursátiles. Ahora bien, el fuerte avance de la demanda global respecto de la oferta —en parte alentada por los efectos de la intensa revalorización de los activos bursátiles sobre el consumo y la inversión— no podía persistir sin acabar acentuando desequilibrios preexistentes y estimulando la aparición de otros; y así, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente se ha ampliado hasta niveles difícilmente sostenibles como contra partida del fuerte deterioro del ahorro del sector privado americano al tiempo que el avance de la economía por encima de su producto potencial ha conducido a la aparición de presiones inflacionistas en costes y precios más allá de las atribuibles al encarecimiento del petróleo.

La economía americana está necesitada de un ajuste, y así lo han en-

tendido las autoridades monetarias. Las virtudes, en parte ciertas, de la denominada “nueva economía” no excluyen, en definitiva, que puedan acabar surgiendo los problemas que siempre han preocupado a la vieja economía. La Reserva Federal de los Estados Unidos acepta que la explicación de la evolución económica reciente no resulta satisfactoria sin hacer referencia al impulso aportado por las nuevas tecnologías; pero señala, al mismo tiempo, que las mejoras de la productividad resultantes de dicho impulso han tendido a generar aumentos incluso mayores en la demanda agregada que en la oferta potencial; y concluye –en palabras del Presidente Greenspan– que “hasta que las fuerzas del mercado, ayudadas por una Reserva Federal vigilante, logren el realineamiento monetario del crecimiento de la demanda agregada con el crecimiento de la oferta potencial, los beneficios de la aceleración innovadora de la productividad estarán corriendo el riesgo de ser minados por la inestabilidad económica y financiera”.

Las autoridades americanas iniciaron, en consecuencia, el pasado mes de julio, un proceso de endurecimiento de la política monetaria siguiendo una estrategia de elevaciones graduales de los tipos de interés que sólo ha reforzado el pasado mes de mayo en vista de la resistencia a ajustarse mostrada por la vigorosa economía americana. Resulta difícil prever si ésta se adaptará suavemente a una senda de crecimiento sostenible con estabilidad o si, por el contrario, la persistencia de la restricción monetaria para vencer las resistencias encontradas acabará conduciendo a un ajuste brusco cuyos efectos negativos podrían afectar al resto de la economía mundial. Las consecuencias de este ajuste pendiente en los Estados Unidos constituyen el principal elemento de incertidumbre en el panorama optimista que prevalece en la gran mayoría de los países industrializados y de los países emergentes. A ello habría que añadir, desde luego, las dudas sobre la capacidad de la economía japonesa para superar sus graves problemas en un periodo corto.

En el área del euro, la recuperación vacilante de la primavera de 1999 se consolidó progresivamente en la segunda parte del año hasta dejar paso a una expansión, apoyada en la fortaleza de la demanda interna y en el avance de las exportaciones, que promete tasas de crecimiento superiores al 3 por 100 para este año y el próximo y que aun podría extenderse a los años siguientes. Así, los temores a una recesión, que rodearon el arranque de la Unión Monetaria, se vieron paulatinamente desplazados por la preocupación de asegurar la estabilidad en una etapa expansiva. En efecto, a medida que avanzaba la demanda y se revisaban al alza las expectativas de crecimiento, el área fue registrando tensiones de precios, reforzadas por el encarecimiento del petróleo, y se hizo evidente que la política monetaria de bajos tipos de interés, adoptada en los primeros meses de la Unión Monetaria, resultaba progresivamente inadecuada: el fuerte crecimiento de la cantidad de dinero y del crédito, los bajos tipos de interés reales a corto plazo y la debilidad del euro configuraban un cuadro demasiado laxo de política monetaria que podía alimentar presiones inflacionistas a más largo plazo. En consecuencia, el Banco Central Europeo inició, en noviembre del pasado año, una política de tono algo más restrictivo que ha venido manteniendo con cinco subidas de su tipo de interés de intervención al tiempo que se consolidaba la expansión.

---

*Área del euro: del temor a la recesión a la preocupación por una expansión estable.*

---

El Banco Central Europeo es una institución importante y de nueva planta cuyas decisiones son escrutadas por economistas, mercados y

medios de comunicación. Tan vigilante atención ha de ser bien recibida y puede contribuir positivamente al desarrollo de la política monetaria común; pero es inevitable que, estando la institución en su etapa inicial de actividad, sus decisiones den lugar, a menudo, a interpretaciones confusas y dispares, en ocasiones porque su transmisión de intenciones resulte poco afortunada, a veces porque sus observadores filtren la expresión de esas intenciones a través de sus prejuicios y siempre porque la elaboración de la política monetaria no es una ciencia exacta y puede ser juzgada desde una pluralidad de posiciones. Ahora bien, los dieciocho meses transcurridos de política monetaria común deberían bastar para llevar al ánimo de los observadores que las decisiones del Banco Central Europeo han estado orientadas a cumplir su objetivo básico de mantener la estabilidad de los precios en el área, con un horizonte a medio y largo plazo. Sus decisiones se han apoyado en sus previsiones de inflación basadas en la interpretación de un conjunto amplio de indicadores, entre los que reciben lógicamente una atención privilegiada los de carácter monetario, especialmente la cantidad de dinero. Se podrá siempre discutir, desde luego, si las decisiones adoptadas con ese objetivo básico y fundamentadas en esa interpretación de la información disponible son adecuadas o no lo son; pero resulta mucho más difícil mantener, por ejemplo, que tales decisiones se hayan visto profundamente afectadas por el comportamiento del euro hasta el punto de introducir confusión en los objetivos perseguidos.

---

*BCE: 18 meses de política monetaria común satisfactoria.*

---

El Banco Central Europeo no practica una “negligencia benevolente” respecto del euro, como a veces se dice: el euro puede ser un canal generador de presiones inflacionistas y, como tal, es un elemento importante en la definición de las condiciones monetarias del área; es, además, importante que una nueva moneda retenga la confianza del público en cuanto a su capacidad futura de conservación de valor. Pienso, sin embargo, que el euro no puede ser el factor decisivo en la toma de decisiones monetarias. Las sucesivas elevaciones del tipo de interés de intervención del Banco Central Europeo a lo largo de los ocho últimos meses han tratado de adaptar las condiciones monetarias a la creciente expansión con el deseo de impedir que la aparición de tensiones de precios puedan dañar al crecimiento duradero del área en el futuro. Es cierto que los fuertes diferenciales, favorables al dólar, registrados en los tipos de interés a corto y a largo plazo y las expectativas sobre su evolución han venido siendo uno de los determinantes inmediatos de la debilidad del euro; pero el Banco Central Europeo no se ha visto tentado, afortunadamente, a cerrar unos diferenciales resultantes de los distintos ritmos de crecimiento en los Estados Unidos y en el área del euro y de los esfuerzos de las autoridades americanas orientados a reajustar la demanda y la oferta globales en aquel país.

Las economías incorporadas a la Unión Monetaria disfrutaban, en estos momentos, de una situación coyuntural muy favorable: su tasa de expansión global es elevada, se extiende ya a todos los países del área –incluida Alemania– y promete continuar reduciendo el diferencial de crecimiento entre la zona euro y los Estados Unidos en vista de los altos niveles de confianza que muestran tanto las empresas como los consumidores; su tasa actual de inflación es muy moderada, tanto en relación con la situación americana como respecto de la experiencia histórica europea, y su balanza de pagos por cuenta corriente arroja un superávit que contrasta con el abultado déficit registrado por los Estados Unidos. El mantenimiento previsible de esta situación, apoyada por una

política monetaria firmemente centrada en la estabilidad de precios, favorecerá el fortalecimiento del euro, aunque el ritmo al que éste se produzca dependerá decisivamente de la evolución del proceso de ajuste buscado por las autoridades monetarias americanas.

Considero que puede decirse que la política monetaria común, tomada en su conjunto y con una perspectiva de dieciocho meses, ha sido satisfactoria. Sus principales problemas han sido los relativos a su diferente significado y efecto en los distintos países del área y, en el ámbito de su instrumentación, el derivado del sistema practicado de distribución de liquidez mediante subastas regulares entre las entidades de crédito del área.

Este segundo problema, en cierto modo secundario para la política monetaria pero importante desde el punto de vista de las condiciones de acceso a la liquidez de las entidades de crédito, ha sido el resultado de la utilización de un sistema de distribución de liquidez, en las subastas regulares (normalmente, semanales), basado en un tipo de interés fijo al que las cantidades demandadas por las entidades eran satisfechas en un porcentaje uniforme de acuerdo con el volumen total de fondos que el Banco Central Europeo deseaba inyectar en cada subasta. Puesto que los fondos facilitados deben ser plenamente garantizados por las entidades receptoras, y puesto que los volúmenes de colateral disponibles varían fuertemente de una entidad a otra y de un ámbito nacional a otro como consecuencia de las distintas características de los sistemas financieros nacionales, las cantidades asignadas en el racionamiento de fondos al tipo de interés fijo determinaban una distribución de liquidez entre entidades y entre los países del Eurosistema que se correspondía más con los volúmenes relativos de colateral disponible que con las necesidades efectivas de liquidez. Cuando el Banco Central Europeo interpretó que el volumen de colateral requerido era sólo el necesario para cubrir la liquidez asignada a cada entidad, los excesos de demanda de fondos por las entidades sobre sus necesidades efectivas de liquidez se convirtieron en un rasgo estructural del sistema que tendió a acentuarse con el paso del tiempo y a aumentar fuertemente en los periodos en que se registraban expectativas de elevaciones en el tipo de interés; paralelamente, los porcentajes de racionamiento de fondos practicados en las subastas tendieron a descender y a hacerse más volátiles, lo cual aumentó la dificultad de los bancos para decidir el volumen de sus demandas de liquidez en las subastas. Recientemente, el Banco Central Europeo ha decidido pasar a un sistema de subastas regulares a tipo de interés variable –que ya venía practicando en las subastas quincenales de fondos– que, según se espera, resolverá las dificultades que he descrito.

---

*Instrumentación de la política monetaria: de las subastas regulares a tipo de interés fijo, a las recientes, a tipo variable.*

---

El primero de los problemas que he señalado es más importante y es, además, inevitable. La política monetaria común es única para toda el área del euro y se define atendiendo a la situación y las perspectivas del conjunto de los países de la zona. Puesto que la posición coyuntural y los mecanismos de transmisión de las medidas monetarias varían de un país a otro, la política monetaria común o única nunca tendrá el mismo significado –en cuanto a su tónica más o menos expansiva o contractiva– para cada una de las economías del área. Cuando la política monetaria común adaptada a la situación global de la zona resulte demasiado expansiva o contractiva para un país del área, éste habrá de actuar compensatoriamente con una política fiscal de signo contractivo o expansi-

vo, respectivamente, y, en el primer caso, aplicar políticas que aumenten la flexibilidad y la competencia en la economía.

---

*La inevitable y relevante problemática del significado y efectos de la política monetaria única sobre las diferentes coyunturas económicas de los países de la UME.*

---

Este problema, insoslayable en toda unión monetaria, ha sido relevante en el primer año y medio de la política monetaria común. Se inició ésta en unos momentos en los que las economías del Eurosistema registraban debilidad en sus demandas exteriores por efecto de las turbulencias financieras internacionales de los dos años anteriores; y en unos momentos en los que las demandas internas mostraban un avance lento en algunos países del área en tanto que avanzaban con brío, en otros, alentadas por los fuertes descensos de los tipos de interés y la mejora de las expectativas resultantes de las políticas macroeconómicas que habían practicado para acceder a la Unión Monetaria. Y así, la política monetaria común, relativamente acomodante, adoptada por el Banco Central Europeo a la vista de las condiciones y perspectivas globales del área, quizás resultara insuficiente para algunos países del área pero era excesivamente holgada para aquellos –entre ellos, España– donde la demanda y la actividad estaban avanzando con notable vigor. Más tarde vinieron la mejoría de la economía mundial, la recuperación de las exportaciones y el paulatino robustecimiento de las demandas internas del área, y el Banco Central Europeo, ante la consolidación de un clima abiertamente expansivo, inició el proceso de elevación de sus tipos de interés de intervención que se ha mantenido hasta el presente. Ha sucedido, sin embargo, que la recuperación de las exportaciones y el fortalecimiento de las demandas internas se han extendido también al grupo de países del área –que incluye a España– cuyas economías venían creciendo ya con fuerza y han incrementado sus ritmos de avance en los últimos meses del pasado año y en los primeros del actual; en consecuencia, la política monetaria común se ha endurecido, pero tal vez continúe siendo aún demasiado relajada para estos países. Estas situaciones de holgura monetaria relativa no tienen mayor importancia si son pasajeras; pero si persisten en el tiempo y no son suficientemente compensadas, pueden acabar generando, en los países afectados, presiones de la demanda sobre la oferta que conduzcan a pérdidas de competitividad cuya corrección acabaría exigiendo la reducción del ritmo de crecimiento del producto y descensos del nivel de empleo.

---

*La economía española, con fuerte crecimiento y una política monetaria común laxa, necesita moderar la demanda y flexibilizar los mercados.*

---

España ha obtenido, en los tres últimos años, tasas de crecimiento del producto y de creación de empleo altas y netamente superiores a las registradas en el conjunto del área del euro; y aunque la recuperación económica de esta última llevará a una reducción de esas diferencias en este año y el próximo, nuestra economía continuará viviendo altos ritmos de expansión en ese periodo. El Gobierno ha desarrollado una política fiscal que ha reducido el déficit de las Administraciones Públicas hasta un 1,1 por 100 del PIB, en 1999 –desde el 5 por 100 registrado en 1996–, y que promete situarlo en un 0,4 por 100 del PIB en este año; y ha desarrollado una política de desregulación y de aumento de la competencia de efectos sin duda favorables sobre el nivel de precios y, a corto plazo, sobre la tasa de inflación. Sin embargo, en un clima de expectativas muy optimistas, las condiciones monetarias continúan siendo laxas como lo expresan los crecimientos de los principales agregados monetarios y el bajo nivel de los tipos de interés reales, el crédito sigue avanzando a tasas muy elevadas, y todo ello tiende a incrementar la presión de la demanda sobre el producto tendencial con efectos, preocupantes. Por una parte, el índice de precios de consumo ha registrado un repunte que, aunque imputable, en gran parte, a factores exógenos –el encareci-

miento del petróleo y de otras materias primas en los mercados internacionales, la depreciación del tipo de cambio del euro y el carácter desfavorable de las condiciones climáticas— y a pesar del comportamiento moderado de los salarios, recoge también efectos procedentes de la presión de la demanda, mostrando una desviación al alza de algo más de un punto porcentual respecto de la media del área. Por otra parte, la persistente fortaleza de la demanda ha determinado un ritmo muy elevado de crecimiento de las importaciones en términos reales, que, junto con el incremento de los precios de los bienes importados, ha llevado el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente a una posición de déficit. En estas condiciones, la economía española necesita moderar la expansión de la demanda y aumentar el grado de flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos para poder mantener unas tasas altas y estables de crecimiento en el futuro; es decir, requiere una política que refuerce aún más el proceso de consolidación fiscal, que impulse la flexibilización del mercado laboral en la negociación con los agentes sociales y que avance con energía en la desregulación y la introducción de mayor competencia en los mercados de bienes y servicios. El anuncio del Gobierno de que se propone actuar con firmeza en todas estas direcciones ha de ser, por tanto, bien recibido y alentado.

Esta orientación deseable de la política económica española por razones coyunturales tiene la ventaja de coincidir con la requerida, en mayor o menor grado, en la generalidad de los países del Eurosistema para superar los problemas estructurales que constituyen el núcleo profundo de sus dificultades actuales. Los Estados Unidos tienen ante sí un problema delicado de ajuste coyuntural, pero las economías del área del euro tienen una referencia inquietante en la economía americana en temas tales como la capacidad para generar empleo, el desarrollo y la aplicación de las nuevas tecnologías y el crecimiento de la productividad. El área del euro, para mantener y reforzar su posición en la economía mundial, necesita aumentar el nivel de ocupación de su población en edad de trabajar y la productividad, de modo que su actual expansión, superando su componente cíclico, conduzca a un crecimiento intenso y sostenido; y esto requiere alcanzar un dinamismo mayor que el que el área ha mostrado en los últimos años.

En Europa están soplando, desde luego, vientos de cambio. Las fusiones y adquisiciones de empresas han aumentado muy fuertemente en los últimos tiempos y las reestructuraciones de empresas están siendo mucho más frecuentes que en el pasado. Las fuerzas que impulsan ese proceso son varias. En primer lugar, la mayor competencia derivada de la expansión del comercio global en bienes y servicios que lleva a una revisión de dimensiones y estrategias y a esfuerzos por reducir costes; y a ello se añaden, en el área del euro, los efectos de la introducción de la moneda única, que aumenta la competencia en la zona, pone de relieve la fragmentación industrial de Europa e induce a buscar las ventajas de mayores dimensiones. Los procesos de privatización y desregulación también están forzando a antiguos monopolios u oligopolios a sacudir su inercia, a competir y reestructurarse. Por otra parte, las grandes empresas europeas han tendido a sustituir la financiación bancaria apelando más a los mercados de renta fija y acciones; esto las ha llevado a prestar mayor atención a los requerimientos de los inversores bursátiles, aproximándose al capitalismo anglosajón, a cuidar más los beneficios y a atender más a los accionistas; y ello las ha inducido, a su vez, a acome-

ter reestructuraciones encaminadas a mejorar su eficacia y reducir sus costes.

Los Gobiernos, por su parte, han adoptado, en estos años, una actitud más favorable al estímulo de la competencia y a la reducción de las intervenciones, a facilitar la creación de empresas, a reducir la presión fiscal que desalienta la toma de riesgos, etc., convencidos de que, si no lo hacen, las empresas, sometidas a la presión de los mercados, emigrarán hacia zonas ajenas al área del euro con menos regulaciones y más bajos costes.

A pesar de estos síntomas de mayor dinamismo, es mucho lo que aún queda por hacer en el área del euro en términos de aumento de la competencia y reducción de las intervenciones, de aliento a la capacidad innovadora, de impulso a la investigación pública y privada, de superación de un nacionalismo que hace que sólo una muy pequeña parte de las fusiones de empresas tengan carácter transfronterizo y que otras importantes sean apoyadas por los Gobiernos para crear empresas dominantes de su nacionalidad en el área.

---

*Para salvar el retraso con EE.UU., Europa necesita desarrollar y aplicar las nuevas tecnologías impulsando la inversión en capital humano, la competencia y la desregulación.*

---

El reciente Consejo Europeo extraordinario de Lisboa ha puesto sobre la mesa el retraso que Europa viene registrando en el desarrollo y la aplicación de las nuevas tecnologías. No es éste, sin embargo, el único ámbito en el que Europa acumula retrasos, aunque parezca ofrecer, en estos momentos, una clave de la disparidad de resultados cosechados por la economía americana y las economías europeas en los últimos años; y la reflexión sobre la gama de factores y condiciones que inciden sobre el avance y la absorción de los efectos transformadores que prometen las nuevas tecnologías lleva inevitablemente al tema general del contexto en el que se desarrolla la actividad económica en Europa y que alienta u obstaculiza su dinamismo. Porque las deficiencias en la investigación, la educación y la formación técnica y profesional que dificultan el avance científico y tecnológico, los insuficientes grados de competencia que retardan la introducción de nuevas tecnologías y las rigideces que obstaculizan la sustitución y la reasignación de factores productivos que van normalmente asociados a la innovación tecnológica no son problemas distintos de los que actúan, en general, como frenos al avance de la productividad y a la creación de empleo en Europa.

Hay que esperar que las líneas de actuación acordadas en Lisboa no se vean entorpecidas por disensiones surgidas en el complejo mundo de la política europea y que la orientación que las inspira desborde el ámbito de las nuevas tecnologías. Y hay que confiar también en que esos programas de actuación se articulen en el objetivo, también formulado en Lisboa, de incrementar fuertemente el empleo en esta década y con el propósito de encontrar sistemas sólidos y viables de protección social en Europa; porque estos no son objetivos que deban ser erosionados por un mayor dinamismo económico y tecnológico sino que han de ser abordados teniendo en cuenta el probable futuro tecnológico y la realidad de las tendencias demográficas y de las condiciones que de ellas derivan para diseñar sistemas de protección social adecuados y sostenibles en el área. El actual periodo de bonanza que tienen, en principio, ante sí las economías europeas les ofrece la oportunidad de abordar un conjunto de decisiones que tenderían a asegurar un crecimiento más firme y estable a largo plazo. España debe participar con energía en

estas líneas de política de reformas que constituyen el principal reto actual de las economías del área del euro.

\*\*\*

Los mercados financieros europeos han experimentado, tras la introducción del euro, una aceleración de las tendencias que ya se habían advertido en los años anteriores al establecimiento de la Unión Monetaria, inducidas por la desregulación creciente, la introducción del acceso remoto en virtud de las directivas bancarias y de servicios de inversión y el continuado proceso de globalización en las relaciones económicas y financieras. Las transformaciones registradas están introduciendo dosis crecientes de consolidación e integración en los mercados financieros europeos y propiciando un marco más adecuado para que éstos asimilen rápidamente los efectos de los desarrollos de la tecnología de la información y las comunicaciones.

---

*Aumento de la consolidación e integración de los mercados financieros europeos, especialmente de los monetarios.*

---

La introducción del euro ha tenido sus efectos más rápidos y directos en el grado de integración que han alcanzado los mercados monetarios, especialmente en los segmentos de los depósitos interbancarios y de los productos derivados, sobre todo en los *swaps* de tipos de interés. Ello ha sido consecuencia de la instrumentación de la política monetaria única y del buen funcionamiento del sistema TARGET.

En el mercado de valores de renta fija, el hecho característico del periodo ha sido el fuerte crecimiento de las emisiones realizadas por las empresas privadas no financieras, que han acudido a los mercados de emisión, en muchos casos, para financiar procesos de fusiones y adquisiciones. El éxito de estas colocaciones se ha visto favorecido por el deseo de los inversores de diversificar sus carteras y adquirir los valores con rendimientos más elevados que ofrecían las empresas privadas tras el proceso de convergencia en los tipos de interés sobre la deuda pública europea. Además, la demanda de valores de renta fija se ha beneficiado de la expansión de los fondos de pensiones y de inversión.

---

*Fuerte crecimiento de las emisiones de renta fija.*

---

En los mercados de renta variable se ha producido un nuevo aumento de la capitalización bursátil, fruto tanto del incremento en las cotizaciones como del acceso al mismo de un mayor número de empresas. El fenómeno institucional más destacado en este ámbito lo constituye el establecimiento, en las principales plazas bursátiles europeas, de un "nuevo mercado" para las empresas tecnológicas o de rápido crecimiento, con normas de información, cotización y negociación diferentes de las dominantes en los mercados tradicionales.

En los mercados de renta variable, siguiendo la estela de lo ocurrido en los mercados de derivados, se está asistiendo a un proceso de profunda transformación, especialmente en su ámbito de negociación. La construcción de nuevas plataformas de negociación electrónica ha propiciado el establecimiento de un entorno más competitivo, caracterizado por la abundancia de información, la reducción de los costes de transacción y la eliminación de las barreras de entrada, todo lo cual facilita el acceso directo de una gama más amplia de inversores a los mercados. Este proceso innovador ha propiciado que los miembros tradicionales del mercado se estén adaptando, ofreciendo, igualmente, opciones electrónicas para la contratación y modificando sus estructuras de gobierno, caracterizadas, hasta ahora, por una estructura mutual, que ofre-

---

*Aumento de la capitalización bursátil y profunda transformación de la negociación.*

---

cía privilegios a los miembros del mercado, a través de los cuales se debían intermediar todas las operaciones. En su proceso de adaptación hacia lo que será un mercado más amplio y menos segmentado en el ámbito territorial hay que destacar, igualmente, el creciente protagonismo de las fusiones y alianzas estratégicas entre los participantes tradicionales del mercado.

Tras el establecimiento de la Unión Monetaria Europea, se han podido observar también avances en el proceso de consolidación de los sistemas de liquidación y compensación. No obstante, resulta todavía prematuro referirse a la velocidad o al desenlace de ese proceso de integración, que probablemente conducirá al establecimiento de una o dos grandes plataformas paneuropeas.

Los mercados financieros españoles se han movido, en buena medida, al compás de los demás mercados europeos tras la introducción del euro y se han visto condicionados, además, por la entrada en vigor de la reforma de la Ley del Mercado de Valores y por los cambios en la fiscalidad de un buen número de activos financieros. Estos hechos han tendido, en general, a potenciar la competencia en los mercados y han impartido un impulso adicional a los procesos de desintermediación financiera y de internacionalización tanto de las carteras de los inversores como de las fuentes de financiación de los prestatarios finales.

---

*Mercado interbancario español: reducción del interior e integración en el área del euro.*

---

El alto grado de integración alcanzado en los más importantes segmentos del mercado monetario del área del euro ha permitido a las entidades españolas de depósito, en su conjunto, contrarrestar el descenso de la financiación concedida por el Banco Central con la obtención de préstamos interbancarios procedentes del resto del área. El sistema de inyecciones periódicas de liquidez practicado por el Eurosistema a través de subastas a tipo fijo y con racionamiento –ahora en proceso de transformación– y el volumen relativamente modesto de activos utilizables por la banca española como garantía de la liquidez recibida han afectado negativamente a nuestras entidades en su capacidad de obtener fondos directamente del banco central; al pasar a ser transfronterizas una parte de las transacciones que antes eran domésticas, el mercado interbancario nacional se ha reducido considerablemente. Al mismo tiempo, la integración del mercado monetario ha afectado a la banca extranjera con presencia en España: algunas de estas entidades se han retirado o han reducido su actividad al desaparecer su principal fuente de negocio.

Los mercados de renta fija se han caracterizado, en 1999, y en paralelismo con lo ocurrido, en general, en el área del euro, por una desaceleración de las emisiones netas de renta fija pública, reflejo de las menores necesidades de financiación del Tesoro, y por una fuerte expansión de las emisiones netas de renta fija privada.

---

*Renta fija española: reducción y cambios relevantes en la pública y fuerte expansión de la privada.*

---

En la renta fija pública, que continúa siendo el segmento más importante y absolutamente dominante en la negociación total, se han registrado varios hechos relevantes: se han introducido reformas en el grupo de Creadores de Mercado, dando acceso a nuevos creadores no residentes sin establecimiento en España; se ha creado una Plataforma Electrónica de Negociación de Deuda Pública, y la negociación de derivados sobre deuda pública ha registrado una drástica caída como consecuencia de la elevada sustituibilidad entre los productos ofrecidos por

las distintas plazas europeas tras la llegada del euro, que ha favorecido una fuerte concentración de estas operaciones en los mercados británico –para los plazos cortos– y alemán –para los plazos medios y largos–. En cuanto a los sistemas de compensación y liquidación en deuda pública, la Central de Anotaciones de Deuda Pública Española (CADE) ha establecido enlaces con otras centrales depositarias y ha iniciado un proyecto de unión con el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), abierto a otros sistemas, habiéndose constituido ya la Sociedad Promotora del proyecto, como sociedad privada, con el objetivo último de unificar los sistemas de registro, compensación y liquidación y mejorar así la posición española en relación con la concentración previsible en una o dos centrales europeas.

La renta fija privada ha sido la gran protagonista en 1999: las emisiones se han quintuplicado respecto del año anterior, aunque este dato hay que interpretarlo teniendo en cuenta el bajo nivel de partida. Las razones de tan fuerte expansión de las emisiones hay que encontrarlas en la financiación buscada en este mercado por las empresas financieras y no financieras para atender a sus procesos de expansión, en la equiparación tributaria con la deuda pública para personas jurídicas y en el rápido avance de la titulización de carteras para convertirlas en activos que puedan utilizarse en la aportación de garantías a las operaciones de política monetaria y del sistema de pagos. La negociación de la renta fija privada es todavía muy modesta en relación con la negociación total, pero la de AIAF se ha duplicado el pasado año y sería deseable que prosperase la iniciativa de su vinculación con la Plataforma Electrónica de Deuda Pública para que ambas, renta fija pública y privada, tuvieran una negociación común. Por otra parte, ambas deudas, pública y privada, podrían encontrar una plataforma única de compensación y liquidación en el seno de la eventual unión de CADE y SCLV.

En cuanto a la renta variable, la evolución de las emisiones se ha visto afectada por el descenso de las privatizaciones en 1999 respecto de los fuertes volúmenes de años anteriores; si se elimina este efecto, las emisiones han crecido más de un 50 por 100, en tanto que la negociación ha avanzado moderadamente. Los derivados sobre renta variable, por su parte, han soportado mejor que los de renta fija la integración de los mercados financieros europeos y han mantenido tasas positivas de crecimiento. Por lo demás, la estructura de los mercados de renta variable ha registrado algunas innovaciones significativas: en primer lugar, se ha creado un mercado para empresas iberoamericanas, denominado LATIBEX, que supone la admisión a cotización de algunas empresas de países iberoamericanos que cotizan en euros a través del sistema electrónico de las bolsas españolas y se liquidan a través del SCLV; y, más recientemente, se ha creado el Nuevo Mercado, que se caracteriza por tener unos requisitos de admisión a negociación, de cotización y de transparencia informativa mejor adaptados a las peculiaridades de las empresas tecnológicas y de rápido crecimiento y que puede facilitar la financiación de éstas. Finalmente, las bolsas españolas llegaron a un acuerdo con otras siete bolsas europeas para formar una plataforma única de negociación paneuropea, si bien se ha avanzado poco en vista de las dificultades para armonizar criterios y procedimientos y de los nuevos proyectos de fusión bursátiles en Europa.

Puede decirse que, en general, los mercados financieros organizados están sometidos a un proceso de transformación acelerada y de

continuas reformas bajo la presión de las tendencias integradoras, acentuadas por la introducción del euro, y de las innovaciones tecnológicas. Persiste la incertidumbre sobre los efectos que todo ello tendrá en la localización del negocio financiero en Europa, que previsiblemente serán importantes; pero, en cualquier caso, el proceso llevará a una mayor competencia, a un abaratamiento de la operativa en los mercados, a una mayor diversificación de las carteras de los inversores y a una mejora en las posibilidades de financiación de las empresas. Es importante que la estructura institucional de nuestros mercados se reforme con vistas a disponer de un mayor poder negociador en relación con los proyectos integradores que acabarán prevaleciendo, sin duda, en el área del euro.

---

*Modesto incremento de los fondos de inversión y demanda creciente de los seguros y los fondos de pensiones.*

---

En el ámbito de los intermediarios financieros, y comenzando por los inversores institucionales, hay que señalar el modesto crecimiento patrimonial de los fondos de inversión, tras crecimientos muy fuertes en ejercicios anteriores, y el considerable avance de los fondos de pensiones y de los productos de seguros. El menor incremento del patrimonio de los fondos de inversión se debió a la menor revalorización de sus carteras y a las más bajas suscripciones netas de sus participaciones por el público, resultado, a su vez, de la caída en el ahorro financiero neto de empresas y familias y del menor atractivo de dichas participaciones en relación con otras alternativas de inversión –en parte, como consecuencia de las reformas que redujeron las ventajas fiscales relativas de este tipo de productos–. Por el contrario, el mantenimiento de importantes ventajas fiscales y el menor grado de desarrollo alcanzado por los fondos de pensiones y los productos de seguros hicieron que éstos siguieran experimentando una demanda creciente. Los inversores institucionales han venido siendo y son el camino utilizado preferentemente por los ahorradores últimos para conseguir una mayor diversificación de sus activos, buscando una mayor rentabilidad y aceptando una mayor internacionalización de sus carteras. Estas preferencias del público se traslucen en la composición de las carteras de los inversores institucionales, donde ha sido especialmente notable el aumento de la cartera exterior tras la introducción del euro, al tiempo que han avanzado las posiciones extranjeras en deuda española.

Paso a ocuparme ahora del bloque básico de intermediarios financieros: las entidades de depósito, que en los últimos tiempos han tenido que afrontar los retos derivados de los cambios en el esquema de instrumentación de la política monetaria, de la creación de un mercado monetario único en el área del euro y de una mayor competencia con las entidades de depósito de los distintos países que operan ahora en la moneda única. Hay que subrayar la notable capacidad de reacción de las entidades españolas para adaptarse al nuevo entorno y aprovechar sus ventajas potenciales.

---

*Impulso en la consolidación del sistema crediticio.*

---

Destaca, en este sentido, el nuevo impulso registrado por el proceso de consolidación del sistema crediticio, sobre todo entre las grandes entidades, dando lugar a la configuración de dos grandes grupos bancarios que suponen, entre ambos, alrededor del 40 por 100 de los activos totales de las entidades de depósito. Estos grupos están desarrollando, además, una importante estrategia internacional basada, principalmente, en extender su actividad a países de más baja bancarización a los que pueden aportar su notable experiencia y en los que pueden esperar rentabilidades satisfactorias; no renuncian, sin embar-

go, a incrementar simultáneamente su presencia y su peso en el mercado bancario europeo.

Otro aspecto destacado de la actividad de las entidades de depósito españolas en 1999 fue, un año más, la expansión del crédito concedido al sector privado residente, que continuó ganando peso dentro del balance y mostró tasas de crecimiento muy elevadas, peligrosas desde un punto de vista macroeconómico e inadecuadas desde la perspectiva de la prudencia bancaria –tema sobre el que volveré enseguida–. Los factores principales que explican este fuerte crecimiento del crédito son bien conocidos: por el lado de la demanda, los bajos niveles de los tipos de interés, las buenas expectativas de la economía y los procesos de reestructuración empresarial, incluyendo la adquisición de empresas en España y en el extranjero; añádase a ello la mejora en la situación financiera de las empresas y las familias como consecuencia de la reducción de la carga por intereses de sus deudas y de la revalorización de los activos financieros en los últimos años; y, por parte de la banca, la fuerte competencia entre las entidades, el optimismo infundido por unas tasas de morosidad situadas en mínimos históricos y, con seguridad, una suavización en las condiciones requeridas para la concesión de créditos.

La fuerte expansión del crédito sólo pudo ser financiada en parte por los depósitos –a pesar del fuerte crecimiento de los depósitos a la vista y de la recuperación de los depósitos a plazo en respuesta a su nuevo tratamiento fiscal–, al tiempo que se registró una fuerte caída en las cesiones temporales de activos al sector privado. En consecuencia, las entidades de crédito tuvieron que captar importantes recursos netos en el mercado interbancario internacional –con un desplazamiento hacia el mercado de la zona euro–, pero también en los mercados de capitales nacional y exteriores, aprovechando sus buenas condiciones.

Los resultados de las entidades de depósito mantuvieron, en 1999, las mismas pautas observadas en los ejercicios anteriores: en porcentaje de los activos totales medios volvieron a descender los márgenes de intermediación, ordinario y de explotación; pese a ello, el resultado antes de impuestos continuó mejorando porque la caída en el margen de explotación se vio más que compensada por unos menores saneamientos y dotaciones en el marco de una coyuntura económica muy favorable.

Ahora bien, en una etapa de fuerte expansión económica y en un contexto de importantes transformaciones financieras y avances tecnológicos, las entidades de crédito han de prestar una gran atención a sus costes de explotación y a sus índices de eficiencia y han de ser especialmente cuidadosas en sus estrategias de beneficios, de provisiones y saneamientos y de recursos propios. Los auges cíclicos –cuando la demanda de financiación es intensa, los indicadores de la morosidad revelada son muy bajos y el clima de optimismo tiende a debilitar la apreciación de los riesgos, la calidad de su selección y las condiciones de concesión de los créditos– son periodos en los que se siembran los problemas que pueden hacerse efectivos más adelante, cuando maduren las operaciones o cambie la coyuntura. Por ello, el Banco de España ha de hacer continuas llamadas a la prudencia de las entidades de crédito y, si es preciso, introducir normas para reforzarla en las fases de optimismo.

---

*Sistema bancario español: la expansión del crédito al sector privado. Una llamada a la prudencia.*

---

---

*Nuevos planteamientos ante la solvencia de las entidades de crédito.*

---

Por otra parte, los problemas que pueden surgir de la internacionalización de los mercados, de su volatilidad, del desarrollo de nuevos productos financieros, del uso de nuevas tecnologías y de la creciente complejidad de las instituciones están llevando al Comité de Supervisores del BIS y a los grupos de supervisión de la Unión Europea a nuevos planteamientos en materia de solvencia que se harán sentir en un próximo futuro. Las nuevas aproximaciones parten de la conveniencia de ajustar las exigencias regulatorias de recursos propios de las entidades de crédito a las que resulten de una valoración económica de los riesgos asumidos teniendo en cuenta tanto las características objetivas de las operaciones como la valoración por los supervisores de los sistemas de análisis, gestión y control de riesgos practicados por las entidades.

---

*Integración de las políticas de provisión de riesgo de crédito y de recursos propios.*

---

Una idea importante que se está abriendo paso en el nuevo planteamiento –idea que el Banco de España ha venido defendiendo hace tiempo– es la necesidad de integrar la política de provisión de los riesgos de crédito y la política de recursos propios. El riesgo de crédito sigue siendo el más importante para la inmensa mayoría de las entidades y la causa principal de los fracasos bancarios. Una valoración inadecuada de la falencia esperable de las carteras puede hacer insuficiente cualquier coeficiente de solvencia bancaria. Hasta ahora, los reguladores internacionales habían centrado su atención en el coeficiente de solvencia, pero no habían entrado apenas en el problema previo de la provisión. Esta postura parece estar cambiando en el curso de la nueva reflexión sobre los métodos de evaluación de los riesgos crediticios.

El Banco de España, desde que empezó a dictar normas contables hace un par de décadas, ha venido prestando una gran atención a la calificación y provisión de riesgos crediticios. En 1999, esas normas han incorporado una idea en cierto modo pionera pero que conecta bien con los nuevos planteamientos globales sobre las provisiones: la idea de que la valoración de las diferentes operaciones individuales en un punto temporal concreto debe completarse con una valoración de los riesgos potenciales de la cartera a lo largo del tiempo, teniendo en cuenta los movimientos cíclicos de la economía, la correlación entre coyuntura económica general y morosidad bancaria y la inercia de las carteras y de las clientelas de las entidades bancarias. Ese elemento dinámico del riesgo se trata de capturar con una nueva provisión, denominada *estadística*, que tiende a llevar el conjunto de las provisiones por insolvencia hacia el nivel medio que supone la carga por insolvencias a lo largo del ciclo económico. Es, en definitiva, un mecanismo estabilizador que pretende corregir las fuertes fluctuaciones cíclicas de las provisiones; y se ha introducido en un momento en el que la bonanza económica ha llevado a un mínimo el riesgo crediticio revelado de las carteras y en el que, por tanto, las provisiones específicas por morosidad son muy bajas a pesar de la fuerte expansión del crédito. Dada la novedad del sistema, los valores iniciales del vector de coeficientes que definen la nueva *provisión estadística* se han fijado con gran prudencia, quedando seguramente algo cortos en relación con las cargas medias que ha supuesto el riesgo de insolvencia en la experiencia histórica española o en la experiencia comparativa de otros países. Es muy probable, por tanto, que el sistema de provisiones sea revisado en un futuro cercano para aproximarle más a la realidad del riesgo de la cartera crediticia; probabilidad que se elevará si las entidades de crédito persisten en mantener unos ritmos muy altos de crecimiento del crédito.

No es posible concluir estas consideraciones correspondientes al ámbito de la supervisión bancaria sin hacer referencia a la irrupción de Internet, en el campo de la tecnología bancaria, como nuevo medio de contacto con el público que induce a todas las entidades, como mínimo, a ofrecer pasivamente esos nuevos servicios de acceso pero que lleva a algunas de ellas a una estrategia muy activa de banca virtual. Dada la absoluta novedad de esa línea de actuación, resulta difícil valorar económicamente esas oportunidades, que sólo pueden abordarse, desde luego, tras un análisis riguroso y objetivo de los proyectos y una valoración adecuada de las correspondientes inversiones. Internet llevará, sin duda –está llevando ya, de hecho–, a un aumento de la competencia en los mercados bancarios porque la clientela puede comparar las ofertas de las diversas entidades con mayor facilidad y porque las entidades que quieran ganar rápidamente cuota de mercado recurrirán a ofertas tentadoras –respecto de las cuales, los supervisores han de insistir en que nadie debería hacer ofertas que no sean económicamente racionales, que no puedan sostenerse a largo plazo–. Por lo demás, los sistemas de protección al consumidor son también válidos y aplicables a la banca virtual, y el Banco de España así lo ha advertido ya, sin perjuicio de que pueda introducirse alguna adaptación de las normas vigentes a las peculiaridades del nuevo medio.

\*\*\*

Llego así, Señores Consejeros, al final de mi intervención de hoy, que es también el último de la serie de discursos con los que, en mis ocho años como Gobernador del Banco de España, he presentado otros tantos Informes Anuales, acompañados de las correspondientes Cuentas Financieras de la Economía, ante este Consejo General.

---

*El Banco de España en los ocho años como Gobernador:*

---

Durante este periodo, el Banco de España se ha esforzado por cumplir las funciones que las leyes le han encomendado. Para ello, ha continuado la puesta a punto de una política monetaria que, en su diseño y en su instrumentación, estuviera orientada al logro de la estabilidad de los precios, dentro de los condicionamientos de cada momento, hasta la incorporación de España a la Unión Monetaria; ha desarrollado una actividad de regulación y supervisión que contribuyese al buen funcionamiento y a la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pagos, y se ha cuidado de mantener en los servicios –desde los ocupados en la elaboración de estudios y la recopilación de información estadística hasta los dedicados a la inspección y a las tareas operativas– un nivel de calidad que le permitiese cumplir sus funciones con eficacia.

La continuidad en las líneas básicas de actuación del Banco ha tenido, sin embargo, que afrontar circunstancias muy variadas y adaptarse a condiciones institucionales cambiantes. A los pocos días de tomar posesión de mi cargo, en julio de 1992, se inició el proceso de depreciación de la libra que preludió la inmediata apertura, en el mes de septiembre, de la crisis del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Esta crisis, que zarandeo violentamente las economías europeas durante casi dos años, que fue el resultado de la inadecuada articulación de las políticas monetarias y cambiarias nacionales del área tras la reunificación de Alemania y que será, probablemente, considerada por la Historia como el último y definitivo argumento en favor de la constitución de una Unión Monetaria en Europa, afectó con especial dureza a las economías que, como la española, llegaron a ella en situaciones de gran

---

*a) La crisis del Sistema Monetario Europeo.*

---

endebles. Cuando la crisis concluyó en los primeros días de agosto de 1993, España parecía muy lejos de poder cumplir los criterios de convergencia fijados en los acuerdos de Maastricht como requisitos para incorporarse a la Unión Monetaria. Aunque persistían graves dudas sobre la posibilidad de crear ésta en un horizonte razonable, el Instituto Monetario Europeo inició la preparación detallada de la eventual Unión a comienzos de 1994. El tiempo disponible para desarrollar las políticas de convergencia era ya breve, si se cumplían los plazos previstos en Maastricht.

---

*b) De la ley de autonomía de 1994 a la política monetaria común.*

---

La Ley de 2 de junio de 1994, que otorgó plena autonomía al Banco de España en el ámbito de la política monetaria con vistas a su participación futura en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, constituyó un hito en la vida de la institución y le permitió centrar sus esfuerzos en el desarrollo de una estrategia monetaria de estabilidad orientada al ingreso de España en la Unión. Se modificó el diseño de la política monetaria, definiendo sus objetivos en términos de la tasa de inflación, y se ampliaron los cauces de información y comunicación con el Parlamento y la sociedad sobre los problemas existentes y los resultados obtenidos. Pasados unos primeros momentos de dificultades, la nueva política monetaria entró pronto en una etapa de logros muy positivos y, favorecida posteriormente por una política fiscal de consolidación y por una mejora continua de las expectativas, contribuyó finalmente, de modo importante, al cumplimiento de los criterios de convergencia en el plazo establecido.

Al mismo tiempo, el Banco de España participó activamente en los estudios preparatorios de la Unión en el seno del Instituto Monetario Europeo a través de los múltiples grupos de trabajo y comités que preparaban los acuerdos de su Consejo; y ha continuado haciéndolo en el Banco Central Europeo, contribuyendo a la puesta a punto y al posterior desarrollo de la política monetaria común y de los mecanismos subyacentes, todo lo cual ha requerido adaptaciones importantes de nuestro sistema monetario y del propio Banco de España a partir del "paso al euro" efectuado con éxito al iniciarse el año 1999.

---

*c) Las reformas en la organización y el contenido de la supervisión.*

---

Paralelamente, en el ámbito de la supervisión de las entidades de crédito, la grave crisis de Banesto, en la primera parte del periodo al que me estoy refiriendo, condujo a un fortalecimiento del área de inspección, al tiempo que se ampliaba la gama de entidades cuya supervisión era confiada al Banco de España. Por lo demás, el continuo avance de las innovaciones financieras, la creciente tecnificación de nuestras entidades de crédito y los importantísimos cambios registrados en el ámbito bancario español en estos años, con sus rápidos procesos de consolidación y de extensión de la actividad a otras áreas geográficas, han impuesto reformas importantes en la organización y el contenido de la supervisión. Creo que nuestro sistema de supervisión ha contribuido al prestigio que el sistema bancario español ha adquirido, a los ojos del mundo, en estos últimos años.

---

*d) Despedida y agradecimientos.*

---

Ha sido éste, en definitiva, un periodo con momentos difíciles pero también con grandes satisfacciones. Al tiempo corresponderá juzgar el papel que el Banco de España ha desempeñado en estos años, aunque me permitiré decir que soy optimista al respecto. Sí he de señalar que lo realizado ha sido el fruto de un trabajo de equipo: de quienes se han visto directamente afectados en su trabajo por los problemas y las transfor-

maciones de la política monetaria, del sistema de pagos y de la regulación y la supervisión; de quienes han aceptado, como parte habitual de sus vidas, los frecuentes viajes a Frankfurt para participar en las reuniones donde se ha fraguado el nuevo sistema monetario europeo o las largas estancias, lejos de sus familias, para inspeccionar *in situ* las entidades de crédito; y del resto del personal del Banco, que también ha registrado los efectos de tantos cambios y ha colaborado eficazmente a la tarea común. A todos, mi felicitación y mi agradecimiento.

Mi gratitud ha de dirigirse, especialmente, al Subgobernador, que me ha acompañado durante estos años compartiendo satisfacciones y disgustos, y a los Directores Generales –a los aquí presentes y a quienes han dejado el Banco en algún momento del periodo–. Hay deudas que no se pueden pagar, y así son las que yo he contraído con ellos por su valor profesional, su disponibilidad en el trabajo y su lealtad; así que no voy a pretender saldar aquí esa deuda alargando mis palabras.

Finalmente, mi gratitud sincera a este Consejo, a ustedes, Señores Consejeros, y a quienes les han precedido en él. Han aportado ustedes al Banco, en estos años, sus elevados conocimientos, su consejo prudente y una gran voluntad de acierto y colaboración. Nuestras reuniones se han caracterizado por su elevado nivel, su seriedad y también su cordialidad. Con mi agradecimiento y mi amistad pongo aquí fin a esta ya larga coda.