

NOTAS SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

FORO ABC

22 de marzo de 2004

Jaime Caruana, Gobernador del Banco de España

INTRODUCCIÓN

En primer lugar me gustaría agradecer la invitación a participar en el Foro ABC en el que me han precedido importantes personalidades, por lo que me siento muy honrado. Me gustaría aprovechar esta ocasión para tratar de hacer un análisis sosegado de la situación de la economía española y confío que en el turno de preguntas tendré la oportunidad de conocer la visión de muchos de los presentes en esta mesa.

Soy consciente de la importancia y dificultad de un análisis sereno y objetivo dada la tragedia del brutal ataque terrorista que hemos sufrido recientemente y que todos sentimos muy próximo a nosotros; ni siquiera creo que el análisis del impacto económico sea el más relevante dado el inmenso sufrimiento que ha causado.

No obstante, es necesario hacerlo, ya que los mercados financieros reaccionaron y en diversos ámbitos se abrió un cierto debate sobre las posibles implicaciones, relativo a la evolución económica en un momento en que la modesta recuperación de la economía mundial está cobrando vigor.

Me gustaría empezar avanzando una de las conclusiones a las que llegaré posteriormente: la economía española está en buenas condiciones para superar los retos a los que se enfrenta, incluido el potencial impacto que pudiera derivarse del ataque terrorista.

El principal canal de influencia es su posible impacto sobre la confianza de los agentes económicos que puede alterar sus decisiones de gasto. Todavía no es posible tener indicadores fiables de su efecto en la confianza y se necesitará tiempo adicional para determinar su transmisión a las variables económicas. Por el momento, los únicos indicadores que tenemos son los derivados de los mercados financieros, que han reaccionado buscando seguridad, lo que hizo que los bonos alcanzasen nuevos mínimos de rentabilidad y las bolsas registrasen importantes caídas. El tipo de cambio no se ha visto significativamente afectado.

Durante los seis días siguientes al atentado del 11-septiembre, el IBEX cedió un 8% aproximadamente, al mes siguiente la caída se había reducido a algo menos del 2%. En el presente caso, el IBEX ha perdido un 5% aproximadamente. Obviamente, es difícil extraer información relevante de estos mercados que tienden a sobre-

reaccionar en el corto plazo y que están sometidos a la influencia de muchos factores fundamentales y técnicos. Además, creo que la comparación con el 11-S puede ser engañosa. En esta ocasión, ni se han producido los daños a las infraestructuras y sistemas de liquidación de los principales mercados y empresas financieras, ni la coyuntura de las principales economías está en la misma posición cíclica. En aquel momento, el 11-S, la economía mundial estaba en plena desaceleración, mientras que ahora estamos en una recuperación, que, si bien es modesta, está ampliando su base y ganando fuerza. Parece menos probable que alguna de estas regiones, como Asia, sean afectadas por estos hechos. De igual forma, en el 11-S los mercados bursátiles llevaban año y medio cayendo, mientras que en la actualidad llevan subiendo durante un año aproximadamente. Todo ello aconseja prudencia en las comparaciones para no exagerar los posibles efectos y la necesidad de disponer de más información.

La semana pasada, el posible impacto económico del atentado en Madrid fue tratado en los Consejos General y de Gobierno del BCE. Además de recibir el pésame y solidaridad por lo ocurrido, el sentimiento general fue de corroborar la necesidad de más tiempo para evaluar el posible impacto sobre las variables económicas. En la próxima reunión, dentro de nuestro habitual examen económico, podremos realizar un primer análisis, que indudablemente seguirá teniendo un carácter preliminar.

Aunque el análisis de los impactos económicos requerirá más tiempo, sí se puede decir mucho sobre el grado de preparación de la economía española, sobre nuestro margen de maniobra. En este sentido, creo que hay sólidas razones, basadas en el positivo comportamiento reciente de nuestra economía, que nos permiten tener confianza en nuestra capacidad de abordar retos y de aprovechar desde una posición ventajosa los impulsos de reactivación internacional que se han ido afianzando. Por ello, centraré mis reflexiones en la economía española, su entorno, sus fortalezas, retos y también sobre el balance de riesgos.

La economía española tiene sin duda retos -no son nuevos- y el Banco de España no ha dudado en cumplir con su papel de poner de manifiesto los elementos de riesgo que conviene tener presentes si queremos continuar la senda de la convergencia real. Su solución requiere continuar decididamente con las políticas de estabilidad y reformas que den a nuestra economía flexibilidad y capacidad de maniobra y reacción ante situaciones adversas. En una situación de cambio de gobierno, que siempre genera alguna incertidumbre, las manifestaciones inequívocas del nuevo equipo en cuanto a su compromiso en política económica con los principios mencionados de estabilidad, no intervencionismo y reformas añaden una razón más para la confianza. Esta confianza se podrá ver acrecentada cuando el desarrollo de las medidas permitan a los mercados, en su continua labor de seguimiento, ir conociendo los detalles de las mismas y la consistencia de su ejecución.

A lo largo de mi exposición combinaré análisis coyunturales con reflexiones de medio y largo plazo y ello porque estoy convencido de que la mejor política económica en el corto plazo es aquella que es consistente con el medio y largo plazo. Como veremos, parte de los problemas a los que se enfrenta Europa hoy están asociados a

falta de confianza derivada de la inseguridad en el planteamiento y solución de retos de largo plazo.

Empezaré analizando brevemente el contexto exterior, me detendré especialmente en la zona euro dada su relevancia para nuestra economía, y finalmente me referiré a la economía española.

1. Entorno exterior

La economía mundial se encuentra en una fase de recuperación que se inicia en 2002 y que en 2003 se afianzó y amplió su base a las principales áreas geográficas, con la excepción de la zona del euro, que registró un crecimiento de tan solo el 0,4%.

Si recordamos los debates de hace unos meses, la economía mundial se comparaba a un avión volando con un solo motor, que, obviamente, era la economía americana. Desde entonces, con carácter general y con la excepción de la zona del euro, las previsiones de crecimiento de los diversos organismos internacionales se han ido revisando al alza de manera significativa.

Además, la economía americana está siendo complementada por el crecimiento en otras partes del mundo, principalmente Asia y muy especialmente China. La integración a la economía mundial y su pronunciada cifra de expansión en 2003 – superior al 9%–, está permitiendo a este país alcanzar un papel cada vez más relevante en los intercambios comerciales y financieros internacionales. Asimismo, el PIB de Japón experimentó el pasado año un aumento muy superior a la media del último decenio, apoyado en el carácter expansivo de la política monetaria y, sobre todo, en los avances en el saneamiento financiero del sector empresarial.

La positiva evolución de la economía mundial ha estado apoyada por la recuperación de los mercados financieros internacionales en un entorno de condiciones monetarias y presupuestarias expansivas, sin que hayan aparecido tensiones inflacionistas en las principales economías.

Entrando en el análisis del balance de riesgos, el patrón de recuperación que está siguiendo la economía mundial incorpora algunos elementos de riesgo para su sostenibilidad.

Así, el dinamismo económico de Estados Unidos en los últimos años ha estado impulsado por algunos factores cuya actuación expansiva no se puede mantener de manera indefinida. Tal es el caso de la excepcional relajación de la política monetaria, las rebajas de impuestos y el aumento de la propensión al gasto de las familias. El deterioro de los balances patrimoniales del sector privado –especialmente de los hogares– y del sector público, que ha acompañado a la acción de estos factores, se ha manifestado en un incremento del déficit por cuenta corriente hasta niveles superiores al 5% del PIB.

Los desequilibrios externos no pueden seguir creciendo de manera ilimitada, por lo que las perspectivas de consolidación del crecimiento económico mundial dependen de la forma en la que puedan corregirse los mismos. También habrá que seguir la evolución del precio del petróleo, que se encuentra por encima del límite superior de la banda fijada por la OPEP.

La zona del euro evoluciona con retraso respecto al dinamismo de la economía mundial. La causa principal de la persistente debilidad de su actividad económica se encuentra en la atonía del gasto interno, lastrado por las sucesivas caídas de la inversión productiva desde 2001 a 2003 y la atonía del consumo privado. Pero, además, la apreciación del tipo de cambio se ha dejado sentir en la evolución de las ventas exteriores netas de la zona, particularmente en el último trimestre de 2003, después de varios años de pérdidas de cuotas de exportación en el mercado mundial.

De acuerdo con la primera estimación, el crecimiento de la zona euro en el cuarto trimestre fue de un 0.3% en términos inter trimestrales, confirmando que la recuperación se inició en el tercer trimestre, después de que los dos primeros registraran crecimientos ligeramente negativos. Merece la pena destacar que persistió la debilidad del consumo privado (0,1%) y, como dato positivo, que la formación bruta de capital fijo registró una tasa de crecimiento positiva por primera vez desde el cuarto trimestre de 2002. La caída de la inversión ha estado vinculada, en parte, a los pobres resultados empresariales y a los procesos de saneamiento emprendidos por algunas compañías importantes. Sin embargo, como veremos posteriormente, esta explicación no es suficiente.

En cuanto a la evolución del consumo privado en los primeros meses de 2004, la confianza de los consumidores experimentó una ligera mejora en enero y febrero, en tanto que los datos de matriculación de automóviles de febrero y ventas minoristas fueron relativamente favorables. Esta información permite albergar ciertas expectativas de recuperación de este componente de la demanda desde el inicio del año.

Todo lo dicho es compatible con el escenario de recuperación gradual, con un balance de riesgos más equilibrado y con unas perspectivas de inflación que aunque volátiles por el efecto base, se estima compatibles con la definición de estabilidad de precios.

En cualquier caso, la dificultad de asentar el crecimiento de la demanda interna contrasta con el mantenimiento de condiciones propicias para su expansión. Así, al reducido nivel de los tipos de interés nominal y real que permanecieron cercanos a los mínimos de las últimas décadas, se unió en 2003 la intensa recuperación de las bolsas y la reducción de los diferenciales de tipos de los bonos corporativos. Al mismo tiempo, la renta disponible de los hogares se vio fortalecida por el comportamiento del empleo, más favorable que en otras etapas de desaceleración, y las rebajas impositivas instrumentadas en numerosos países. Y en la misma línea, la mejora del entorno internacional ha contribuido a aumentar la demanda exterior de las empresas europeas, mitigando el efecto contrario de la apreciación del tipo de cambio.

Pero aunque existan algunos factores específicos que pueden explicar parcialmente la atonía del consumo y la inversión en los últimos dos años, estos no son suficientes para justificar por sí solos el escaso impulso del gasto del sector privado cuando se dan las condiciones favorables mencionadas, por lo que resulta evidente que lo que subyace detrás de la misma es, ante todo, una confianza endeble de consumidores e inversores.

No es fácil desentrañar con precisión los factores que subyacen a la débil confianza de los agentes económicos, pero resulta bastante probable que estén ligados a fragilidades estructurales de la economía que erosionan las expectativas sobre el comportamiento futuro de las rentas del trabajo y del capital.

En consecuencia, cuando –como ocurre en la fase actual– la falta de pulso de la economía se debe, en gran parte, al pesimismo de las expectativas y a la persistencia de problemas estructurales, la capacidad de las autoridades monetarias para influir sobre las decisiones de gasto de los agentes es limitada y adquiere, en cambio, gran relevancia que su conducta suscite confianza en el mantenimiento de la estabilidad de precios, condición imprescindible para lograr un crecimiento sostenido.

Simultáneamente, ganan importancia las políticas de reformas estructurales; en este sentido me gustaría hacer dos comentarios adicionales:

En primer lugar, la importancia de otorgar la prioridad necesaria al logro de presupuestos equilibrados que proporcionen márgenes de maniobra a las economías, permitiendo el funcionamiento libre de los estabilizadores automáticos cuando lo necesiten. También es necesario, desde el punto de vista del funcionamiento de una Unión Monetaria, para evitar que los costes de la indisciplina fiscal sean compartidos por los miembros de la zona. Por lo tanto, resulta particularmente importante mantener y respetar reglas, como las contenidas en el Tratado de la Unión Europea y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con independencia de que puedan ser estudiadas fórmulas que permitan mejorar su funcionamiento en la práctica.

Además, puede suceder que déficit presupuestarios pretendidamente expansivos que sean percibidos con desconfianza y como no sostenibles, tengan efectos contrarios, es decir, contractivos al no trasladarse a decisiones adicionales de gasto.

El segundo punto al que me gustaría referirme es una reflexión más de medio-largo plazo sobre el crecimiento en la UE.

Como he dicho antes, el escenario central actual es de moderada recuperación, de forma que a lo largo de este año el crecimiento tendería de forma gradual a acercarse a su crecimiento potencial.

En mi opinión, el principal problema no es que la UE esté creciendo por debajo de su potencial; ciertamente es preocupante su dificultad para dinamizar la demanda interna, creo que el problema radica en que el potencial de crecimiento se sitúe en una cifra tan baja como el entorno del 2% o algo superior.

Se que estoy abriendo otro frente en esta presentación, pero creo que es importante detenerse un momento porque está directamente relacionado con la necesidad de poner decididamente en marcha las agendas de Lisboa y Barcelona y mejorar la productividad. Estos últimos aspectos son también relevantes para nuestra economía.

Esta reducción de nuestra capacidad de crecer en la UE ha venido produciéndose lenta y sistemáticamente en los últimos 30 años y ha hecho que nos hayamos ido separando lentamente de los crecimientos potenciales de los EEUU.

Ello ha originado un debate interesante, sobre todo a partir de 1995, sobre los determinantes del crecimiento, y especialmente las diferencias en la productividad aparente y sus componentes entre las dos zonas. La economía de los EEUU, a diferencia de la Unión Europea, ha mostrado un grado de eficiencia que le ha permitido conseguir notables y persistentes incrementos de productividad y, además, hacerlos compatibles con incrementos de empleo. Esta afirmación hay que matizarla con los datos de esta última fase de recuperación, en la que el empleo está comportándose significativamente por debajo de lo esperado según patrones anteriores.

No hay tiempo para profundizar en este debate, que es complejo y que comprende elementos tan variados como problemas estadísticos de medición en Europa; el ritmo de avance en la inversión, principalmente en tecnologías de la información; la mejora en capital humano y en la capacidad de incorporar el progreso técnico y nuevas tecnologías a la organización y procesos de las empresas, etc.

Una reflexión final en este punto: la materialización y transmisión de los efectos potenciales de las inversiones en nuevas tecnologías hacia el conjunto de la sociedad no es automática y requiere que la economía haya alcanzado el grado de competencia y de flexibilidad necesarios para facilitar cambios organizativos, la adaptación de las capacidades de los trabajadores a un entorno cambiante y un marco dinámico de creación de empresas.

Los anuncios y acciones en materia de reformas en algunos de los principales países de la UEM representan una ventana de oportunidad que deseablemente debería servir para ir acumulando suficiente masa crítica para mejorar la confianza de los agentes y para reducir la vulnerabilidad de la economía de la UEM ante perturbaciones de confianza.

2. Economía española

Quiero pasar al análisis de la economía española, no sin destacar que el comportamiento del entorno exterior es un importante condicionante de nuestra evolución.

A pesar del escaso dinamismo de la zona euro, la economía española ha proseguido durante 2003 y la parte transcurrida de 2004 una senda de gradual expansión, en sintonía con la notable mejoría de la economía mundial. Este comportamiento de la economía española a lo largo de 2003 ha venido a confirmar algunos análisis previos que el Banco de España ha venido realizando, a los que me referiré brevemente.

La economía española ha cerrado el año 2003 con un crecimiento medio del 2.4%, que se descompone en un aumento de la demanda nacional del 3.3% y una contribución negativa del saldo neto exterior de un punto porcentual. Este crecimiento fue acompañado nuevamente de una importante creación de empleo (1.8% promedio del año).

Los datos del cuarto trimestre indican que los componentes más dinámicos han continuado siendo el consumo privado y la construcción, si bien han registrado una ligera desaceleración. La inversión en bienes de equipo que registra crecimientos positivos desde mediados de 2002, también disminuyó su ritmo de avance. Por otra parte la desaceleración de las importaciones fue superior a la de las exportaciones, lo que permitió que la aportación del sector exterior fuese menos negativa. El perfil de crecimiento de la economía a lo largo de los cuatro trimestres del año pasado fue ascendente: 2,2-2,3-2,4 y 2,7. Los indicadores más recientes no parecen apuntar a cambios relevantes en las tendencias observadas en los trimestres precedentes y siguen siendo consistentes con un escenario de crecimiento medio que se aproxime al 3%.

En cuanto a la inflación, tras tres meses de reducciones consecutivas, la última cifra correspondiente a febrero, que alcanzó un 2.1% en términos interanuales, representa la tasa más baja desde principios de 1999 y lleva el diferencial con la UEM a un 0,6. El seguimiento de esta variable, dada su persistencia, sigue siendo clave para detectar posibles problemas de competitividad.

Si tomamos una cierta perspectiva en nuestro análisis, la economía española ha experimentado en los últimos años, una etapa de crecimiento continuado, que ha supuesto avances significativos en el terreno de la convergencia real, de modo que la brecha entre la renta per-capita española y la media de la UEM se ha reducido en más de siete puntos porcentuales en los últimos ocho años.

Este proceso no se ha interrumpido en la etapa de desaceleración económica reciente, a pesar de que nuestros principales socios de la UEM atraviesan una fase de crecimiento débil, que ha dificultado el avance de las exportaciones españolas. Este es un comportamiento positivo nuevo, diferente, no solo en relación a la evolución de nuestros socios europeos sino también en relación a experiencias pasadas de desaceleración de nuestra economía.

Esta prolongada fase de crecimiento, donde la economía española se ha mostrado menos vulnerable que en el pasado a perturbaciones exteriores adversas, se ha beneficiado en gran medida del efecto expansivo que sobre las decisiones de gasto de los agentes ha tenido la consolidación del entorno de estabilidad macroeconómica que ha ocasionado nuestro ingreso en la UEM y la reducción de los tipos de interés nominales y reales. Pero, además, las políticas domésticas llevadas a cabo, en particular el esfuerzo notable realizado en materia de consolidación presupuestaria y la adopción de reformas que han potenciado los impulsos expansivos sobre la actividad y el empleo generados por los cambios institucionales acaecidos con la introducción del euro.

Lo importante es que los mismos factores que han dotado a la economía española de una considerable resistencia frente a la fase de debilitamiento cíclico, nos permiten abordar desde una posición ventajosa los impulsos de reactivación internacional que se han ido afianzando y generalizando a lo largo del último ejercicio.

Esta conclusión, que ya avanzaba en mi introducción, no solo se basa en el significativo comportamiento diferencial de los últimos años, sino que también viene avalada por un análisis de medio plazo, que permite confirmar los profundos cambios en los fundamentos de la economía española. A lo largo de los últimos veinticinco años la economía española ha experimentado transformaciones de gran trascendencia y profundidad, que han transcurrido al hilo de una creciente integración en el entramado económico mundial, que culminó hace cuatro años con su incorporación en el grupo de países fundadores de la Unión Económica y Monetaria, y que ha sido capaz de impulsar su presencia en el escenario internacional, hasta alcanzar un puesto relevante en la nueva economía globalizada.

En este capítulo de transformaciones relevantes que han fortalecido nuestra economía, el sistema financiero español merece un reconocimiento en sus avances en áreas como la solvencia, eficiencia y gestión de riesgos. Tenemos un sistema bancario competitivo, con unos ratios de solvencia, una capacidad de generación de recursos recurrentes y una gestión de riesgos que lo colocan en los primeros lugares de los países avanzados. Una razón adicional para la confianza, dada la trascendencia de que el sistema bancario sea capaz de funcionar correctamente y financiar el desarrollo de nuestra economía en condiciones cíclicas favorables y adversas.

Así pues, los principales rasgos de la evolución reciente de la economía española confirman la existencia de unas bases sólidas para la continuidad de una senda de expansión gradual, probablemente más moderada que la registrada durante

el ciclo anterior en el horizonte de los próximos años, si no se producen graves perturbaciones inesperadas.

Sin embargo, el patrón de crecimiento seguido en el periodo más reciente, que ha estado impulsado principalmente por el gasto en consumo y en construcción en un contexto de tipos de interés históricamente bajos, puede generar algunos riesgos para su proyección a más largo plazo. Cuando se prolonga en el tiempo un patrón de gasto de estas características, puede dar lugar a la aparición de dificultades para el equilibrio financiero de hogares y sociedades y para la competitividad de la economía.

Ya en ocasiones anteriores he tenido la oportunidad de señalar que, ahora que los signos de recuperación de la economía internacional se afiancen, conviene que este crecimiento se base en mayor medida en el impulso proveniente de la demanda exterior, superando el patrón seguido hasta este momento, en el que la demanda interna ha tenido un papel preponderante. Este cambio de composición favorecería la intensificación de la inversión productiva y evitaría los desequilibrios que puede acarrear una escasa diversificación de fuentes del crecimiento.

Para propiciar el crecimiento sostenido, nuestra economía debe avanzar hacia un patrón de crecimiento más diversificado, con mayor peso de la inversión productiva y de las exportaciones, que contribuya al equilibrio financiero de las empresas y de los hogares y fortalezca las bases de la competitividad. Para ello resulta fundamental profundizar en el papel estabilizador de la política presupuestaria y en las reformas estructurales que incrementen la flexibilidad y la eficiencia de la economía. Estos cambios son necesarios para seguir cerrando la brecha que, en términos de bienestar, nos separa aún de la media de los países del área del euro.

En cuanto a los condicionantes de la inversión, conviene recordar que en España las condiciones monetarias y financieras son particularmente favorables. Esta holgura de las condiciones financieras se ha traducido en un intenso recurso de las empresas y, sobre todo, de las familias a la obtención de recursos ajenos para sustentar sus decisiones de gasto.

En estas condiciones, la posición financiera de las empresas no supone ningún obstáculo para un mayor dinamismo de la inversión en bienes de equipo y del empleo. No obstante, los niveles de endeudamiento alcanzados suponen, como en el caso de los hogares, una mayor exposición relativa de las sociedades a un posible aumento de los costes de refinanciación de sus pasivos o a una evolución desfavorable de sus resultados y, consiguientemente, han elevado la dependencia de sus decisiones de gasto al comportamiento de las variables que determinan dicha situación financiera

La existencia de un marco propicio para la ampliación del capital productivo, como el que se desprende de la situación financiera de las empresas, tiende a facilitar la transición gradual hacia un patrón de crecimiento en el que la inversión en equipo – junto con las exportaciones- adquiere un mayor protagonismo. Esta transición es necesaria para afrontar los riesgos que, para las posibilidades de crecimiento a largo plazo, se pueden derivar de una prolongada debilidad de este tipo de inversión que

podiera llegar a afectar negativamente a la innovación y a la productividad y, por tanto, a la competitividad de la economía.

El dinamismo de la otra variable clave, la exportación, requiere cuidar la competitividad de la economía, que puede verse obstaculizada a medio plazo por ciertas características del funcionamiento de los mercados de factores y de productos, que dificultan la eficiencia en los procesos de formación de costes y de precios. La capacidad para trasladar incrementos salariales a precios y mantener los márgenes de explotación de las empresas es muy inferior en las ramas más expuestas a la competencia exterior o en las que la demanda presenta una mayor debilidad, por lo que la excesiva homogenización en el comportamiento salarial puede erosionar su rentabilidad y competitividad.

El análisis del sector industrial más abierto a la competencia exterior, parece indicar que tras varios años de compresión de márgenes ha debido recurrir a incrementos de productividad mediante el ajuste en el empleo. Esta estrategia de reducción de costes ha permitido mantener la competitividad en los mercados de exportación pero difícilmente puede prolongarse de manera indefinida.

Las consideraciones anteriores apuntan al reto que para la política económica supone la necesidad de avanzar hacia un patrón de crecimiento en el que se reduzcan los riesgos de desequilibrios financieros en las empresas o los hogares o de deterioro de la competitividad de la economía.

Más concretamente, la sostenibilidad del dinamismo económico requiere una política fiscal capaz de compensar suficientemente las presiones que genera una política monetaria común relativamente laxa para nuestra posición cíclica y una mayor profundización del proceso reformador que permita dotar a la oferta de un grado idóneo de flexibilidad.

Reconociendo las dificultades que se han puesto de manifiesto en Europa para cumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en un contexto de bajo crecimiento, conviene destacar que la importancia de una política fiscal ortodoxa no surge, o al menos no únicamente, del cumplimiento del marco de coordinación europeo sino de las propias necesidades de nuestra economía.

Desde el ingreso de España en la UEM, la política presupuestaria ha llevado el peso de la estabilización macroeconómica, compensando, al menos parcialmente, los impulsos expansivos sobre la demanda interna que se han derivado de la política monetaria única. En este contexto, las cuentas públicas han registrado resultados cada vez más favorables, hasta alcanzar posiciones excedentarias en 2002 y 2003 y niveles de deuda pública descendentes, progresivamente alejados del umbral del 60% del PIB. Este comportamiento se ha visto favorecido, en gran medida, por diseños institucionales que han incidido en el sistema presupuestario y que han culminado con la entrada en vigor de la Ley de Estabilidad Presupuestaria en 2003.

A medio plazo, no obstante, no cabe esperar que la holgura de las condiciones monetarias varíe significativamente, por lo que incluso el mantenimiento de impulsos

fiscales contractivos, de magnitud similar a los de los últimos años, podría resultar insuficiente para dotar al conjunto de políticas macroeconómicas (monetaria y fiscal) del tono coherente con la fase de expansión de la actividad que se prevé para los próximos años. La disciplina fiscal permitirá también enfrentar mejor otras consideraciones de medio plazo como el impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público.

Esa orientación restrictiva, necesaria para una gestión adecuada de la demanda agregada, debería simultanearse con el objetivo, en términos de composición, de mejorar la calidad de las finanzas públicas, de manera que el sector público impulse los incrementos de productividad necesarios. Naturalmente este requisito afecta tanto a la composición del gasto como a la de los ingresos públicos. Una política fiscal que tenga en cuenta estos objetivos permitiría, además, contribuir al logro de los objetivos establecidos para la UE por el Consejo Europeo de Lisboa en la primavera del 2000, confirmados y concretados posteriormente en la cumbre de Barcelona.

En definitiva, la economía española ha mostrado en su evolución reciente unas condiciones adecuadas para proseguir una senda de gradual expansión que le permitirá avanzar hacia los estándares de progreso y bienestar propios de los países europeos más avanzados. Para que esta tendencia se mantenga a más largo plazo será necesario que la inversión productiva y las exportaciones desempeñen un mayor protagonismo como motores del crecimiento, que se modere el ritmo de crecimiento de la financiación al sector privado y que se fortalezcan las bases de la competitividad de la economía. Estos son los retos a los que se enfrentan los instrumentos de política económica que, como la política fiscal o las políticas de oferta, se mantienen bajo la responsabilidad de las autoridades nacionales. De su capacidad para mantener un tono fiscal que sea suficientemente estabilizador y para avanzar decididamente en el cumplimiento de los objetivos planteados en la agenda de Lisboa, dependerá el que las favorables perspectivas actuales se puedan proyectar a más largo plazo.

En cuanto al impacto del atentado terrorista, creo que el análisis de las bases en las que se apoya nuestra economía y las perspectivas a corto plazo permiten reafirmar nuestra confianza.