

LA EFICACIA  
DE LAS REFORMAS  
ESTRUCTURALES  
IMPULSA  
EL CRECIMIENTO



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

© 2017 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS  
C/ Castelló, 128 - 6.ª planta • 28006 Madrid  
Tel.: 917 820 580  
Correo: [ice@ieemadrid.com](mailto:ice@ieemadrid.com)  
Depósito Legal: M. 20.146-2017  
Redacción técnica: SERVICIO DE ESTUDIOS DEL IEE  
Edición: JOSÉ M.ª PÉREZ DE TUDELA VÁZQUEZ (IEE)  
Impreso por FRAGMA  
Avda. de América, 22  
Tel.: 913 555 623  
Correo: [america@fragma.es](mailto:america@fragma.es)  
*Printed in Spain* · Impreso en España

# ÍNDICE

|   |    |
|---|----|
| La eficacia de las reformas estructurales impulsa el crecimiento .....    | 5  |
| Mejoran las perspectivas para la economía mundial...                      | 6  |
| La economía española vuelve a ganar impulso .....                         | 12 |
| Inflación transitoriamente elevada en el primer trimestre .....           | 16 |
| La realidad supera las expectativas.....                                  | 19 |
| Consecuencias de las reformas estructurales sobre la competitividad ..... | 28 |
| Se reactiva la construcción y el sector inmobiliario .....                | 32 |
| Hay que ser vigilantes con el cumplimiento del Pacto de Estabilidad ..... | 34 |
| Control del gasto sí, pero no a costa de la inversión ...                 | 35 |



## La eficacia de las reformas estructurales impulsa el crecimiento\*

El clima con respecto a la economía mundial es ahora más optimista que a finales del pasado año, gracias a los buenos resultados económicos obtenidos en la zona euro y en los países emergentes, así como por el impulso que ha experimentado el crecimiento del comercio mundial. Asimismo, los últimos resultados electorales en Europa, con las derrotas de partidos políticos antieuropeos, han alejado el temor a la ruptura de la UE, eliminando una de las incertidumbres más importantes que pesaban sobre los mercados y sobre el conjunto de los agentes económicos. Aunque esta circunstancia ha sido contrarrestada, en parte, por el enfriamiento de las expectativas con respecto a la política fuertemente expansiva que se esperaba que el presidente Trump pusiera en práctica en Estados Unidos.

La Reserva Federal en Estados Unidos ha elevado los tipos de interés dos veces en la primera mitad de este año, mientras que el Banco Central Europeo ha anunciado que, pese a la clara mejora de las condiciones económicas, durante este ejercicio mantendrá los tipos negativos y el programa de compras de títulos de deuda, aunque se ha instalado en los mercados la expectativa de que ambas medidas serán retiradas a lo largo de 2018.

En este contexto internacional más favorable, **la economía española ha vuelto a sorprender por su fortaleza**, y en lugar de, como se esperaba, prolongar en los dos primeros trimestres de 2017 la trayectoria de suave desaceleración que se manifestó en la segunda mitad del pasado año, ha acelerado su crecimiento. El impulso ha procedido

*Perspectivas más optimistas para la economía mundial*

*Se amplían las divergencias entre las políticas monetarias*

*La economía española vuelve a sorprender*

---

\* Este informe, primero de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado por el IEE a partir de las conclusiones obtenidas en una reunión celebrada el día 8 de junio de 2017, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

de las exportaciones de bienes y servicios, y de la vigorosa recuperación de la inversión privada tanto en vivienda como en bienes de equipo. Estos factores han dado un nuevo empuje a la actividad, al empleo y al consumo, iniciando un nuevo ciclo de aceleración. En el fondo, esta enorme e inesperada capacidad de respuesta ante los estímulos internos y externos lo que está reflejando es la notable mejora de la competitividad de nuestra economía derivada de las reformas económicas realizadas a comienzos de la pasada Legislatura, especialmente de la Reforma Laboral que —pese a sus limitaciones— ha propulsado la creación de empleo y la reducción de los costes laborales unitarios relativos. También ha sido importante el saneamiento del sector financiero, que ha posibilitado la eliminación de las severas restricciones de crédito que tenían las empresas y las familias españolas, así como el control del gasto y del déficit (insuficiente pero infinitamente mejor que el desorbitado y creciente desajuste existente anteriormente).

*Las reformas  
estructurales han hecho  
más robusto  
el crecimiento*

Por lo tanto, no debemos olvidar los **efectos positivos que las reformas estructurales han tenido sobre el potencial de crecimiento de nuestra economía** y sobre la corrección de los principales desequilibrios heredados de los años previos. Tanto la Reforma Laboral como la necesaria reestructuración del sistema financiero son dos pilares que han reforzado la capacidad de resistencia de nuestra economía, y que han mejorado las perspectivas de creación de empleo. Cualquier reversión de las políticas adoptadas en los últimos años, o cualquier incumplimiento con el objetivo de la consolidación presupuestaria, podría aumentar la incertidumbre y empeorar las perspectivas del comportamiento económico español en el futuro.

### **Mejoran las perspectivas para la economía mundial**

*Fortalecimiento  
de la economía  
mundial en el primer  
trimestre*

En la primera mitad de 2017 se ha producido una notable **mejora de las perspectivas** de crecimiento tanto para las economías desarrolladas como, en general, para las emergentes —con la excepción de algunas con una situación política específica como es el caso de Turquía o Brasil—. El crecimiento económico se ha fortalecido, especialmente en los países de Asia, y el comercio mundial experimentó un repunte intenso en el último trimestre de 2016 que se prolongó en el primero del ejercicio actual, todo lo cual ha generado un clima de optimismo que se ha reflejado en la positiva evolución de los mercados financieros. Las previsiones del Fondo Monetario Internacional apuntan ahora a un 2% de crecimiento para las economías desarrolladas —frente a un 1,7% registrado en 2016— y un 4,5% para las emergentes —desde un 4,1% en 2016—.

Al mismo tiempo, **las derrotas electorales de Wilders en Holanda y de Le Pen en Francia han alejado el temor a una ruptura de la UE** que se instaló tras el triunfo del *brex* en el Reino Unido. El riesgo de un repliegue proteccionista, inducido por la política comercial de Trump en Estados Unidos, sigue presente, aunque los primeros meses de gobierno han demostrado que el nuevo presidente no lo va a tener tan fácil a la hora de llevar a la práctica todo lo que prometió, ya que, debido al sistema de contrapesos que caracteriza el funcionamiento del poder en Estados Unidos, debe contar con el apoyo de las cámaras para poner en marcha muchas de sus promesas electorales.

Hay que recordar que las propuestas económicas realizadas durante la campaña electoral apuntaban a la ruptura de los acuerdos de libre comercio, el establecimiento de barreras proteccionistas, la bajada de impuestos tanto personales como de sociedades, la eliminación de regulaciones medioambientales, la supresión del complejo entramado de regulaciones que afectan al sector financiero creadas a partir de la crisis de 2008 y la puesta en marcha de un ambicioso programa de obras públicas. Aunque las propuestas proteccionistas han generado gran preocupación, el resto de las **medidas** fueron **acogidas calurosamente por los mercados**, concretamente la rebaja del impuesto de sociedades, la reducción de las regulaciones, especialmente en el sistema financiero, y la inversión en infraestructuras.

Los acusados ascensos en las bolsas, los tipos de interés y el dólar con que fue recibido el resultado electoral supusieron, probablemente, una **sobrerreacción o una anticipación demasiado apresurada de los acontecimientos**. Así, los problemas por los que está atravesando el nuevo equipo de Gobierno, no solo los derivados de la dificultad para conseguir la aprobación de sus planes por parte del Congreso sino también los procedentes de las relaciones poco transparentes con Rusia, han dado lugar a correcciones importantes en los mercados, que ahora no ven tan claro que todo lo anterior se pueda poner en práctica. Tampoco ha ayudado el presupuesto presentado por el presidente, que se considera irreal, ya que plantea unas rebajas de impuestos que supondrían, o bien un aumento muy importante del déficit y de la deuda, o bien un notable recorte del gasto, y ninguna de ambas posibilidades se contempla en los mismos. La explicación de Trump es que las bajadas de impuestos se autofinancian a través del crecimiento económico que generan, pero la Oficina Presupuestaria del Congreso —un organismo independiente— ha desestimado este argumento.

Por otra parte, el **precio del petróleo**, que últimamente presenta una gran estabilidad, se ha movido en los meses más recientes ligeramente por encima de los 50 dólares, un nivel algo inferior

*Se aleja el temor a los populismos antieuropeos*

*Buena acogida de los mercados a algunas de las propuestas de Trump*

*Las expectativas se han enfriado*

*Estabilidad del precio del petróleo*

*EE.UU. recuperará  
su ritmo de crecimiento  
tendencial*

*La Reserva Federal  
prosigue con las subidas  
de tipos de interés*

*Japón sigue  
sin inflación pese  
a la escasez de mano  
de obra*

*Estabilización  
de los países emergentes  
pese a las subidas  
de tipos en EE.UU*

a los 55 que llegó a alcanzar tras el acuerdo de reducción de la producción de la OPEP a finales del pasado año. Los precios de las materias primas han presentado una evolución similar. Por su parte, el euro ha recuperado recientemente el terreno perdido en los últimos meses de 2016, sobre todo tras el resultado de las elecciones en Francia.

La **economía norteamericana** creció un 1,2% en tasa anualizada en el primer trimestre de este año, lo que supone un ritmo más bajo que en los trimestres precedentes. Pero, dado que desde hace algunos años el resultado del primer trimestre del año suele ser más débil, que la creación de empleo sigue siendo intensa y que otros indicadores siguen dando buenas señales, las expectativas son que en los siguientes trimestres recupere un ritmo de crecimiento de entre el 2% y el 2,5%. La tasa de desempleo se encuentra por debajo del 5% y los salarios crecen a tasas del 2,5%, pese a lo cual la inflación subyacente se mueve por debajo del 2%.

A pesar de las contenidas tensiones inflacionistas, **la Reserva Federal elevó sucesivamente los tipos de interés** en las reuniones de marzo y junio hasta un rango de entre el 1% y el 1,25%, y se espera una subida más este año. Además, anunció el final gradual de las reinversiones de los vencimientos de la deuda en su cartera, y la consiguiente normalización del tamaño de su balance, cuestión de gran relevancia por su posible impacto sobre los mercados. Los tipos a largo plazo se mueven en torno al 2,20% a mediados de junio, por debajo de los máximos alcanzados tras la victoria de Trump en las elecciones, pero todavía 40 puntos por encima del nivel anterior al existente antes del cambio de presidente en EE.UU.

**Japón** mantiene una tendencia de aceleración en el ritmo de crecimiento de su PIB, y su tasa de desempleo ha caído por debajo del 3%, aunque la causa es la reducción de la población en edad de trabajar por motivos demográficos, más que una fuerte creación de empleo. En cualquier caso, la situación es claramente de escasez de mano de obra, pese a lo cual las tensiones alcistas sobre los salarios y sobre los precios son inexistentes —su tasa de inflación se sitúa solo ligeramente por encima de cero—.

Los **mercados en las economías emergentes** se han estabilizado tras las turbulencias sufridas después de la victoria de Trump en las elecciones de Estados Unidos, a pesar de la consolidación de las expectativas de normalización de tipos de interés en este país. Dichas tensiones estuvieron motivadas por el previsible impacto negativo sobre sus economías de una subida brusca de tipos de interés en el país norteamericano como consecuencia de las políticas propuestas durante la campaña electoral, así como, sobre todo en México, por el impacto de un aumento del proteccionismo. El peso mexicano, que



fue una de las divisas más castigadas, ha recuperado todo el valor que perdió en aquellos momentos, y la rupia india se encuentra ahora incluso por encima del valor de los días previos a las elecciones estadounidenses. No obstante, persiste el riesgo de desestabilización en estos países ante las subidas de tipos de interés en las áreas desarrolladas, especialmente cuando la zona euro se sume a Estados Unidos en la retirada de las medidas de política monetaria no convencionales.

**China** aceleró su crecimiento en el primer trimestre hasta el 6,9%, la tasa más elevada desde el tercer trimestre de 2015. No obstante, siguen preocupando factores como su elevado endeudamiento —la deuda de las empresas supone el 170% de su PIB—, su burbuja inmobiliaria, su exceso de capacidad productiva instalada y la fragilidad de su sistema financiero debido a la expansión de su «banca en la sombra». De hecho, la calificación crediticia de su deuda pública fue degradada a finales de mayo por una agencia de *rating* internacional, aunque este acontecimiento no tuvo impacto en los mercados financieros —probablemente porque la deuda externa china es muy reducida y sus reservas muy elevadas—.

El renminbi se ha apreciado moderadamente en la primera mitad del año, tras la fuerte depreciación sufrida el pasado ejercicio, motivada por una intensa salida de capitales. A finales del año las autoridades impusieron varias medidas para controlar dichos flujos de salida, entre ellas limitaciones a la inversión exterior de empresas nacionales, lo cual los ha frenado de forma notable en los primeros meses de 2017.

Recientemente en **la India** finalizó un plan de retirada de la circulación de los billetes de más alta denominación con el fin de luchar contra la economía sumergida. Dichos billetes suponían el 86% de la moneda en circulación, lo que ha generado un *cash crunch* con importantes perturbaciones en el funcionamiento del sistema de pagos que se ha reflejado en una ralentización en el ritmo de crecimiento de su PIB. También en este país preocupa la situación de su sistema financiero, por el ascenso continuo de las tasas de morosidad, sobre todo en la banca pública, circunstancia que está frenando el crecimiento del crédito y de la inversión. Aun así, crece a tasas superiores a las de China, y su potencial es muy elevado. No obstante, existen importantes barreras estructurales que frenan el despliegue de ese enorme potencial de crecimiento, procedentes del fuerte intervencionismo estatal, así como una excesiva regulación de los mercados —especialmente el mercado laboral—. Burocracia e intervencionismo estatal que limitan la eficiencia de la economía y frenan la competencia, y, en general, un entramado institucional lejano, en muchos aspectos, al de las reglas del libre mercado.

*China sigue siendo un riesgo*

*Enorme potencial de crecimiento de la India, superior al de China*

*Rusia, dependiente  
del ciclo de las materias  
primas*

**Rusia** emerge de la recesión, aunque, de momento, con un crecimiento modesto. Su problema básico es, como en muchas otras economías en desarrollo ricas en materias primas, la excesiva dependencia de estas, que se traduce en una estrecha vinculación de su ciclo económico al ciclo de precios de dichas materias primas, debido a la incapacidad para desarrollar un tejido productivo alternativo. Incapacidad que procede de problemas estructurales muy semejantes, en su naturaleza, a los comentados para el caso de la India.

*Más incertidumbre  
política en Brasil*

En **Brasil**, donde la situación económica es aún de gran debilidad —el PIB registró una nueva caída en el último trimestre de 2016—, se ha desatado una nueva crisis política que podría dificultar, aún más, la recuperación y, sobre todo, podría frustrar las reformas iniciadas por el actual presidente Temer. Entre ellas destaca la necesaria reforma de su sistema de pensiones, un sistema muy desigual, extremada e injustificadamente generoso hacia determinados colectivos como los funcionarios.

Las demás economías latinoamericanas, exceptuando Venezuela, han evolucionado de forma favorable, sus tasas de inflación tienden a moderarse y sus bancos centrales han recortado los tipos de interés. También se han producido avances, aunque más modestos, en la consolidación de sus saldos fiscales. México, Chile y Perú son los países que se encuentran en una mejor posición en este ámbito.

*Consolidación  
del crecimiento  
en la zona euro*

La **zona euro** creció en el primer trimestre un 0,6%. Destacó el vigor de la inversión, tanto en vivienda como en bienes de equipo. No es un registro espectacular, pero es más de lo esperado y con una suave tendencia de aceleración desde el segundo trimestre del pasado año, de modo que las previsiones, para el conjunto del ejercicio, han sido revisadas al alza. El intenso avance de los indicadores de confianza industrial y del consumidor, así como de los índices PMI en el segundo trimestre, o, especialmente, del índice Ifo de confianza alemán, hacen presagiar un mayor dinamismo del PIB en dicho periodo. De entre las grandes economías del área, los mejores resultados se obtuvieron en España y en Alemania. Francia ralentizó su crecimiento, e Italia mejoró algo sus registros aunque siempre dentro de su permanente debilidad. Ambas economías siguen lastradas por sus deficiencias estructurales, a las que se une, en el caso de Italia, la inacción en cuanto a la grave situación por la que atraviesa su sistema financiero.

*Ascenso transitorio  
de la inflación  
por la energía*

La **tasa de inflación** se elevó en enero y febrero hasta cerca del 2% debido al efecto escalón en el precio de la energía (los precios en los mismos meses del pasado año estaban en niveles inferiores a los vigentes al inicio del ejercicio actual), pero desde entonces ha descendido hasta el 1,4% en mayo, mientras que el índice subyacente se mueve en torno al 1%. No obstante, el *output gap* prácticamente ya se

ha cerrado, de modo que a partir del próximo año podrían intensificarse las tensiones inflacionistas. La tasa de paro continúa moviéndose a la baja, y en abril se situó en el 9,3%, frente al 10,2% de un año antes.

Las **bolsas**, al igual que los **tipos de interés a largo plazo**, experimentaron subidas notables en los primeros meses del año, empujadas por las norteamericanas, así como por el mayor clima de optimismo en relación con las perspectivas para la economía mundial. Pero los ascensos se han frenado después de que se enfriasen las expectativas sobre la materialización del programa económico de Trump. De hecho, el euro recuperó todo el terreno que perdió en las semanas posteriores a las elecciones norteamericanas.

El **Banco Central Europeo (BCE)** redujo, a partir de marzo, el volumen de compras mensuales de títulos de deuda dentro de su programa de expansión cuantitativa, tal y como había anunciado en su reunión del mes de diciembre, desde 80.000 millones mensuales a 60.000 millones. Diferentes miembros del Consejo de Gobierno de la institución han recalcado que, pese a que la situación y las perspectivas para la economía del área han mejorado claramente, aún no es el momento de retirar las medidas extraordinarias de política monetaria. No obstante, en el comunicado posterior a la última reunión del mes de junio se retiró la mención a la posibilidad de rebajar aún más los tipos de interés en caso necesario, y se comienza a instalar la expectativa de que en 2018 tendrá lugar el punto de inflexión con el inicio de la retirada de las compras de títulos de deuda y la subida de los tipos de interés. Esto puede dar lugar a que el euríbor a doce meses, que mantiene una lenta pero constante trayectoria descendente en tasas negativas, inicie un cambio de tendencia en otoño de este año.

La **política monetaria ultra-expansiva** desarrollada por el BCE no ha logrado elevar la tasa de inflación, pero ha cumplido una misión importante, y puede estar, en parte, en el origen de la reciente mejora de las condiciones económicas del área. Aunque no por haber estimulado el crédito, sino por haber reducido los costes financieros de la deuda, lo que ha facilitado el proceso de desapalancamiento de los agentes económicos. La situación actual ya no requiere de las medidas excepcionales que siguen vigentes, y debería normalizarse cuanto antes, en primer lugar, para que los tipos de interés recuperen su función de asignación de los capitales y se ponga fin a las ineficiencias y distorsiones que los actuales tipos negativos están generando; en segundo lugar, para que los Gobiernos comiencen a sentir presión para controlar sus déficits presupuestarios; y finalmente para evitar que se acrecienten los riesgos de un ajuste desordenado cuando esta retirada se materialice. Existe el peligro de que cuando

*Los ascensos de los mercados a principios del año se han frenado*

*El BCE mantendrá su política durante este año*

*La política monetaria debe normalizarse cuanto antes*

el BCE deje de comprar títulos de deuda, se produzcan abruptas subidas de tipos, caídas en las valoraciones de los títulos (con una gran presencia en los balances de las entidades financieras) y fuertes descensos en los mercados bursátiles; y cuanto más tiempo se tarde en retirar dicha política, mayor será el riesgo de que esto suceda y peores serán las potenciales consecuencias.

### La economía española vuelve a ganar impulso

*La economía española se aceleró en el primer trimestre del año*

En contra de lo que se esperaba, **la economía española ganó impulso en el primer trimestre del año**, en el que registró un avance del 0,8%, una décima porcentual más que el crecimiento registrado en el trimestre anterior. El crecimiento interanual fue del 3%. La aceleración procedió de una mayor aportación tanto de la demanda nacional como del sector exterior (Cuadro 1).

*La inflación frenó el crecimiento del consumo*

El **consumo privado** redujo su ritmo de crecimiento en términos reales a la mitad del observado el trimestre anterior, debido al repunte de la inflación —en términos nominales creció a la misma tasa que en el periodo precedente—. No obstante, los indicadores más recientes apuntan a que en el segundo trimestre podría haber recuperado dinamismo, gracias a la moderación de la inflación y al impulso procedente del fuerte crecimiento del empleo. Se espera un crecimiento, para el conjunto del año, del 2,8%, algo inferior al registrado en 2016, debido precisamente a la mayor tasa de inflación. La previsión para 2018 es un ascenso del 2,1%.

El **consumo público** se recuperó en el primer trimestre del descenso registrado el trimestre anterior. En términos interanuales y nominales su crecimiento fue del 0,8%. Las previsiones para 2017 y 2018 son de un crecimiento del 0,8% y del 0,7%, respectivamente.

*Fuerte repunte de la inversión*

Uno de los resultados más significativos de la contabilidad nacional del primer trimestre es el fuerte repunte de la **inversión**, tanto la materializada en vivienda como en bienes de equipo y productos de la propiedad intelectual. El fuerte ascenso de esta última puede estar reflejando, al menos en parte, el traslado desde el pasado año de proyectos de inversión que se pospusieron debido a la incertidumbre política, y debido también al efecto negativo, sobre la tesorería de las empresas, de la inesperada subida de los pagos a cuenta del impuesto de sociedades al final del ejercicio. Los indicadores disponibles relativos al segundo trimestre señalan una continuación del crecimiento a buen ritmo, aunque inferior al del primer trimestre, que sería muy difícil de mantener. Así, para el conjunto del año, se espera un crecimiento, para la inversión en bienes de equipo, del 6%, y para el próximo se prevé un 6,2%.

## CUADRO 1

## PREVISIONES MACROECONÓMICAS PARA ESPAÑA

(% de variación sobre el año anterior, salvo indicación en contrario)

|  | 2016       | Previsiones |            |
|--|------------|-------------|------------|
|  |            | 2017        | 2018       |
| <b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO</b>                       | <b>3,2</b> | <b>3,3</b>  | <b>2,7</b> |
| Consumo de los hogares e ISFLSH                      | 3,2        | 2,8         | 2,1        |
| Consumo público                                      | 0,8        | 0,8         | 0,7        |
| Formación bruta de capital fijo                      | 3,1        | 4,8         | 4,8        |
| — Bienes de equipo y otros productos                 | 5,1        | 6,0         | 6,2        |
| — Construcción                                       | 1,9        | 3,5         | 3,6        |
| Demanda nacional (aportación al crecimiento del PIB) | 2,8        | 2,9         | 2,6        |
| Exportación de bienes y servicios                    | 4,4        | 6,9         | 4,8        |
| Importación de bienes y servicios                    | 3,3        | 5,8         | 4,4        |
| <b>MERCADO DE TRABAJO</b>                            |            |             |            |
| Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo    |            |             |            |
| — Variación en miles                                 | 481,7      | 525,0       | 429,7      |
| — Variación en porcentaje                            | 2,9        | 3,1         | 2,4        |
| Tasa de paro (EPA)                                   | 19,6       | 17,0        | 15,0       |
| <b>PRECIOS Y COSTES</b>                              |            |             |            |
| Precios de consumo (media anual)                     | -0,2       | 2,2         | 1,9        |
| Remuneración salarial media                          | 0,1        | 0,9         | 1,6        |
| Costes laborales unitarios                           | -0,2       | 0,3         | 1,1        |
| <b>SECTOR EXTERIOR (% PIB)</b>                       |            |             |            |
| Saldo balanza pagos por cuenta corriente             | 2,0        | 2,0         | 1,6        |
| <b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)</b>             |            |             |            |
| Déficit (-) o superávit (+)                          | -4,3       | -3,1        | -2,3       |

Fuentes: Para el año 2016, Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de España (BdE). Para los años 2017 y 2018, previsiones del IEE (fecha de actualización: 1 de junio de 2017).

*Escasez de oferta  
de vivienda*

El **sector inmobiliario** se encuentra en clara fase de expansión. Ya existe escasez de oferta en numerosas regiones y ciudades, lo que se refleja en el ascenso de los precios tanto de compraventa como, especialmente, de alquiler. No obstante, no hay que olvidar que el volumen de transacciones aún es la mitad del que existía al final de la etapa expansiva anterior. Y aunque la inversión en vivienda está remontando, en el primer trimestre aún era, en términos reales, la mitad de la que había en 2007. En cuanto a la inversión en otras construcciones, aunque registró una caída intertrimestral en el primer trimestre, su ritmo tendencial de crecimiento es positivo, si bien muy reducido debido a que la obra pública continúa estancada por la necesidad de consolidación presupuestaria de las AA.PP. El crecimiento de la inversión en construcción total —tanto vivienda como otras construcciones— podría acelerarse este año hasta el 3,5%, y el próximo hasta el 3,6%.

*Crecimiento vigoroso  
de las exportaciones  
de bienes*

Las **exportaciones** crecieron de forma vigorosa en el primer trimestre, sobre todo las de bienes, cuyo avance —un 4,6% intertrimestral— fue, una vez más, superior al crecimiento del comercio internacional. Le siguieron, en intensidad, las exportaciones de servicios no turísticos, y finalmente las de turismo. Las **importaciones** de bienes crecieron a un ritmo algo superior a las exportaciones de bienes en el primer trimestre, aunque las importaciones totales crecieron por debajo de las ventas totales al exterior. El resultado es una aportación neta positiva del sector exterior al crecimiento económico, una de las características más significativas del actual proceso de recuperación económica, que representa un cambio de gran trascendencia con respecto al patrón de crecimiento característico de la anterior fase expansiva. Se espera que este patrón de crecimiento de las exportaciones, mayor que el de las importaciones, se mantenga en el conjunto de 2017 y en 2018.

*Gran dinamismo  
en el sector  
de la construcción*

Desde la perspectiva de la **oferta**, la industria manufacturera presentaba, hasta el primer trimestre, una tendencia de desaceleración, aunque algunos indicadores apuntan a que, en el segundo, puede haber ganado fuerza. La construcción experimentó un repunte muy acusado derivado del dinamismo de la actividad en vivienda. La evolución de los visados de nueva construcción, un indicador adelantado de actividad, apunta a una aceleración en el segundo trimestre. La obra pública sigue en acusado declive, según se desprende de la evolución de la licitación oficial, que no ha mantenido la modesta mejora que reflejó en la segunda mitad del pasado año.

*Sorprendente  
sostenimiento del ritmo  
de llegadas de turistas*

En cuanto al **sector servicios**, en el primer trimestre aceleró su ascenso interrumpiendo la tendencia de desaceleración que presentaba hasta entonces. Dentro de este sector, el turismo sigue exhibiendo una sorprendente fortaleza. El año pasado el número de visitantes

creció a un ritmo histórico del 10% debido a la llegada de muchos turistas «prestados», desviados de otros destinos que han perdido su atractivo debido al terrorismo. De modo que este año se esperaba una ralentización por la imposibilidad de mantener un ritmo tan intenso derivado de factores transitorios. No obstante, el ritmo de llegada de turistas ha seguido creciendo en los primeros meses del año a tasas idénticas a las del pasado año, con un incremento del gasto tanto de los extranjeros como de los nacionales.

El **empleo** aceleró su crecimiento en el primer trimestre hasta un 0,7%. La construcción fue el sector de mayor creación de empleo en dicho periodo, seguido de los servicios. Conforme a la EPA, el número de desempleados seguía descendiendo, en el primer trimestre, al mismo ritmo histórico registrado el pasado año, y la tasa de paro se situó en el 18,8%, frente al 21% de un año antes. La población activa mantiene una tendencia descendente debido, sobre todo, a factores demográficos. La tasa de actividad presenta una muy suave trayectoria a la baja, debido a la caída de la misma en la población entre 16 y 34 años, mientras que, para mayores de 35 años, la tasa de actividad se halla en ascenso.

La evolución de los afiliados a la Seguridad Social en abril y mayo anuncia una nueva aceleración de la creación de empleo en el segundo trimestre, de modo que la previsión de creación de empleo, para el conjunto del año, se ha elevado hasta un 3,1%, mientras que para 2018 se prevé un 2,4%, lo que supone una creación de alrededor de 500.000 empleos equivalentes a tiempo completo al año en ambos ejercicios. Esto daría lugar a un descenso de la tasa de desempleo media anual hasta el 17% este año y hasta el 15% el año próximo.

En suma, tras la desaceleración experimentada en la segunda mitad del pasado año, **la economía se aceleró en el primer trimestre** del ejercicio actual, y los indicadores económicos apuntan a que, en el segundo trimestre, ha seguido ganando fuerza, con un crecimiento que podría situarse en el 1%. Se incumplen, así, las expectativas de continuación de la trayectoria de ralentización, que se esperaba como consecuencia del agotamiento de los «vientos de cola» que habían impulsado el crecimiento durante los dos años anteriores. Las exportaciones y la inversión en equipo, así como la inversión en construcción, impulsada por la recuperación del empleo, son las variables que han proporcionado el impulso inicial a un nuevo ciclo de crecimiento de la actividad, del empleo y del consumo. A ello se añade, aunque sin ser el factor determinante, la inagotable vitalidad del turismo.

Las **expectativas de crecimiento** se quedan sistemáticamente por debajo de la realidad desde que se inició la recuperación, y las previsiones son revisadas continuamente al alza, lo que obedece a

*Aceleración  
del crecimiento  
del empleo*

*Se incumplen  
las previsiones  
de desaceleración*

*Se ha infravalorado  
la capacidad  
de respuesta de nuestra  
economía*

la infravaloración del fuerte impacto derivado de la ganancia de competitividad de los últimos años, en gran medida derivada de la Reforma Laboral y de los mecanismos de ajuste cíclicos de la economía, así como también la infravaloración del potencial de crecimiento del consumo ante la recuperación del empleo. En definitiva, la previsión de crecimiento del PIB, para 2017, se ha revisado acusadamente al alza hasta un 3,3%, mientras que, para 2018, se prevé una moderada desaceleración hasta el 2,7%.

*Persisten los riesgos  
externos e internos*

Los principales **riesgos** proceden del exterior, concretamente de un posible incumplimiento del optimista escenario de crecimiento para la economía internacional, así como de un ajuste desordenado de los desequilibrios de la economía china. También cabe mencionar el potencial impacto desestabilizador sobre los mercados y sobre las economías emergentes de la retirada, o el anuncio de la retirada, de las medidas de política monetaria no convencionales tanto en la zona euro como en Estados Unidos. En el plano interno, lo que podría frustrar las favorables expectativas económicas sería un retroceso en las reformas estructurales que se han puesto en marcha en los últimos años, concretamente, y de forma especial, las que afectan al mercado laboral y al sistema de pensiones.

### **Inflación transitoriamente elevada en el primer trimestre**

*Superávit de la balanza  
por cuenta corriente*

El año 2016 cerró con un superávit de la **balanza por cuenta corriente** del 2% del PIB, con una sustancial mejora del saldo comercial en comparación con el año anterior, debido no solo al descenso del precio del petróleo, sino también a un crecimiento de las exportaciones superior al de las importaciones. Hasta el mes de marzo de 2017, el superávit comercial descendió algo en comparación con el mismo periodo del pasado año, debido al encarecimiento del petróleo. Pero este descenso fue más que contrarrestado por la notable mejoría del saldo de la balanza de rentas, que registró un superávit, frente al déficit obtenido en el mismo periodo del año anterior, de modo que la balanza por cuenta corriente exhibía un excedente de 1.506 millones de euros, frente al déficit de 509 millones del año pasado.

*Déficit en la cuenta  
financiera  
por la política del BCE*

En cuanto a la **cuenta financiera** de la balanza de pagos, el año pasado crecieron las inversiones directas en España, pero su volumen fue superado por el de las inversiones de España en el exterior. Los demás capítulos de la balanza financiera registraron un flujo importante de salidas de capital, al igual que el año anterior, pero no tienen nada que ver con una pérdida de confianza de los inversores internacionales en nuestra economía, sino que obedecen simplemente



a un cambio en las fuentes de financiación de nuestras entidades financieras; estas han sustituido la financiación procedente del mercado interbancario por la liquidez procedente del BCE a través de su política de expansión cuantitativa. En el primer trimestre del año estas tendencias se mantenían.

El año pasado los hogares redujeron su **tasa de ahorro** debido a un crecimiento del consumo superior al de la renta disponible, de modo que aquella alcanzó el nivel más bajo de toda la serie histórica desde 1999, exceptuando el año 2007. La razón que explica esta caída de la tasa de ahorro en el momento actual del ciclo es que muchos hogares que estaban en desempleo y, por tanto, tenían unas importantes necesidades de gasto insatisfechas, al encontrar trabajo han dado salida a toda esa demanda acumulada gastando la mayor parte de los ingresos recibidos. Además, muchos hogares que conservaban su empleo también habían retraído su gasto por temor, y ahora que tienen más confianza en el mantenimiento de su puesto de trabajo dan salida a esa demanda insatisfecha. El descenso de la tasa de ahorro de los hogares fue más que compensado por el incremento de la misma en las empresas.

Tanto los hogares como las empresas destinaron una parte de dicho ahorro a inversión, mientras que el resto se destinó a la adquisición de activos financieros y a la reducción de la deuda. La **tasa de endeudamiento** de los hogares descendió hasta el 64,4% del PIB, 3,5 puntos porcentuales por debajo de la tasa del año anterior, mientras que la tasa de las empresas no financieras se redujo hasta el 101,7% del PIB, cinco puntos porcentuales menos que en el año anterior. Hay que recordar que la reducción de los pagos por intereses, derivada del descenso del endeudamiento y de los tipos de interés, constituye uno de los factores más importantes en el proceso de saneamiento de las cuentas de familias y empresas.

El **crédito nuevo** a las pequeñas y medianas empresas creció el pasado año, aunque a una tasa inferior a la muy elevada del año anterior. El crédito a grandes empresas, por el contrario, descendió, debido a que estas han estado sustituyendo financiación bancaria por la emisión de sus propios títulos de deuda, continuando un proceso de desintermediación que se inició varios años atrás. En los primeros meses de este año se mantenían las mismas tendencias, aunque el ritmo de crecimiento del crédito nuevo a las pequeñas y medianas empresas ha sido más acelerado que en 2016.

En cuanto a las **Administraciones Públicas**, su tasa de ahorro mejoró ligeramente en 2016, pero siguió siendo negativa, es decir, sus ingresos corrientes siguen sin ser suficientes para cubrir los gastos corrientes. Como resultado, este sector registró un déficit —excluyendo las ayudas a las entidades financieras— del 4,3% del PIB,

*La satisfacción de las necesidades de gasto acumuladas hace caer la tasa de ahorro*

*Prosigue el proceso de desendeudamiento*

*Crece el crédito a las pymes*

*Cumplimiento del objetivo de déficit en 2016*

*Mejoría de las cuentas  
públicas hasta marzo*

por debajo del objetivo del 4,6%, aunque hay que recordar que dicho objetivo había sido relajado previamente.

Hasta marzo de este año, el **conjunto de las AA.PP., excluyendo las corporaciones locales**, había registrado un déficit consolidado de 5.700 millones de euros, 2.700 millones menos que en el mismo periodo del año anterior, gracias a un crecimiento de los ingresos sensiblemente superior al de los gastos. Destacó el vigoroso aumento de la recaudación por IVA y por cotizaciones sociales. La mejora del resultado con respecto al pasado año procedió de la Administración Central, mientras que la Seguridad Social y las CC.AA. empeoraron sus resultados. En el caso de la Seguridad Social, el deterioro obedeció a la reducción de las transferencias procedentes del Estado, ya que los ingresos procedentes de las cotizaciones sociales crecían a un ritmo superior al del gasto en pensiones, gracias, en parte, a la fuerte creación de empleo y, en parte, al aumento de las bases máximas y mínimas de cotización.

*El déficit de este año  
se situará en el límite  
del objetivo*

Este año el **déficit del conjunto de las AA.PP.** probablemente se situará en el límite del objetivo establecido, el 3,1% del PIB, mientras que el próximo ejercicio, si no se adoptan medidas adicionales, se podría superar ligeramente el objetivo para dicho año, situado en el 2,2% del PIB. La deuda pública sigue creciendo, aunque, debido al crecimiento del PIB nominal, su ratio sobre este se mantiene estable en torno al 100%.

*Ascenso transitorio  
de la inflación  
por la energía  
y factores puntuales*

La **tasa de inflación** repuntó hasta el 3% en los dos primeros meses del año, debido al ascenso del precio del petróleo, así como a factores transitorios inesperados, como el notable incremento del precio de la electricidad y de los alimentos no elaborados, debido, en este último caso, a las reducidas cosechas como consecuencia de las desfavorables condiciones meteorológicas. En los dos meses posteriores se revirtieron dichas subidas de precios, e incluso, en el caso de la electricidad, su precio cayó por debajo del nivel alcanzado en enero. A esto se unió, en mayo, la cancelación de un importante efecto escalón en los precios de los combustibles, de modo que la tasa de inflación de dicho mes se situó en el 1,9%. La tasa subyacente se mueve desde el inicio del año en torno al 1%.

*La inflación descenderá  
en la segunda mitad  
del año*

El **diferencial** con respecto a la tasa media de la zona euro es ahora desfavorable a España, lo que se explica por el hecho de que la subida de la inflación procede, fundamentalmente, de los productos energéticos; cuando esto es así, la tasa de inflación crece más en España que en la zona euro, debido a la mayor dependencia del petróleo de nuestra economía y a una menor imposición sobre los carburantes, lo que hace que el precio de la materia prima tenga más peso en el precio final del producto. El diferencial en la tasa subyacente se mueve en torno a cero. A lo largo del presente año la tasa

general seguirá moviéndose a la baja —siempre y cuando el precio del petróleo no vuelva a ascender— debido a la cancelación de los efectos escalón que tuvieron lugar en la segunda mitad del pasado año. La previsión para la tasa media anual es del 2,2% este año, mientras que el año próximo descenderá hasta el 1,9% debido a que ya no existirán efectos escalón en los precios de la energía, suponiendo, obviamente, la estabilidad del precio del petróleo en euros.

La **remuneración por asalariado** experimentó un crecimiento nulo el pasado año, aunque ello no supuso una pérdida de poder adquisitivo debido a que la tasa de inflación de dicho periodo fue negativa. En el primer trimestre de 2017 la remuneración media creció un 0,4% interanual, ligeramente por debajo del crecimiento de la productividad. No obstante, para el conjunto del año, y sobre todo para el año próximo, se espera una aceleración de los salarios por encima de la productividad, de modo que los costes laborales unitarios ascenderán en ambos ejercicios.

*Continúa la contención salarial al inicio del año*

## La realidad supera las expectativas

**La economía española va a crecer, por tercer año consecutivo, a un ritmo superior al 3% en términos reales.** Además, la creación de puestos de trabajo y, en paralelo, la disminución del desempleo, muestran un enorme dinamismo. Desde el último informe de coyuntura, nuestra estimación de crecimiento del PIB para el año en curso ha pasado del 2,3% al 3,3%. Esta evolución de las previsiones está en sintonía con todos los analistas (el Gráfico 1 muestra el Consenso de Funcas para los años 2016, 2017 y 2018 en los distintos meses en los que se ha venido elaborando el Panel). Sin duda, conforme se va conociendo el valor real de nuevos indicadores, es decir, conforme la información de la que se dispone aumenta, el optimismo con relación al comportamiento de la economía española hace lo propio. Una de las características diferenciadoras de la actual etapa de expansión, respecto a otras del pasado, es que está siendo mucho más equilibrada, puesto que el crecimiento no solo se sostiene por la demanda nacional, sino también por el sector exterior.

*Revisión al alza continuada de las previsiones de crecimiento*

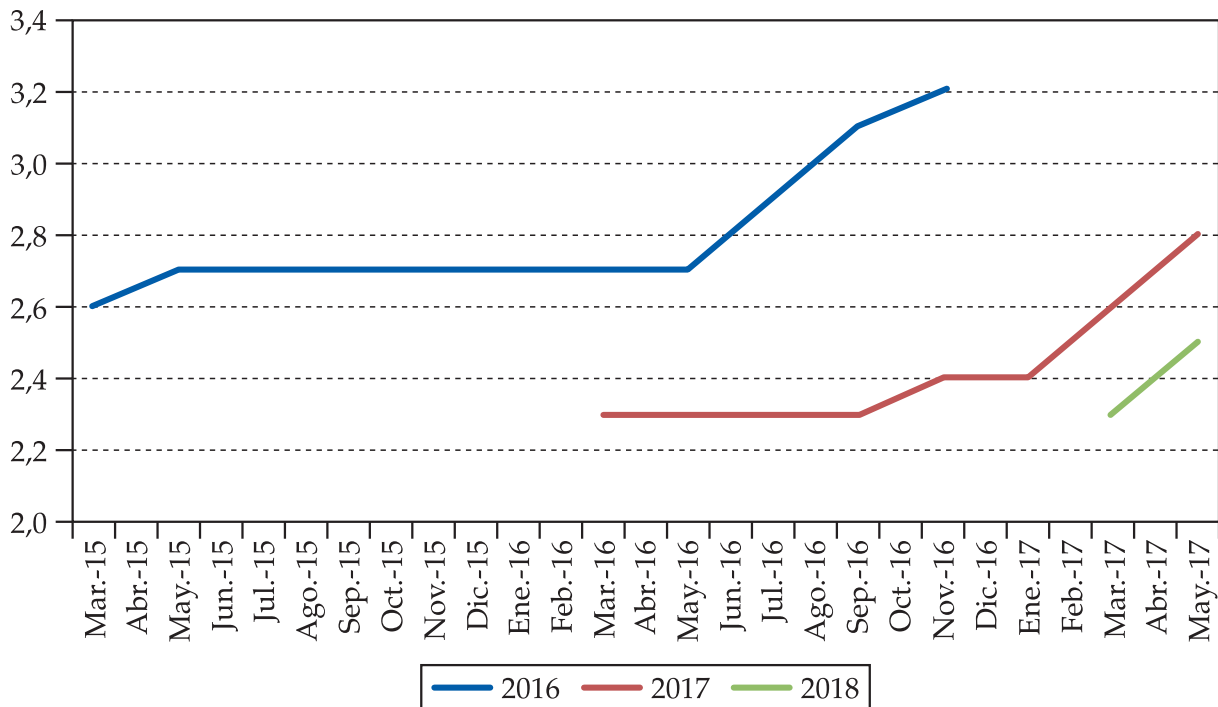
Esta evolución optimista tiene, como explicación, tanto factores exógenos, es decir, ajenos a las decisiones de política económica adoptadas en nuestro país, como endógenos.

Entre los factores exógenos se pueden citar fundamentalmente cuatro. En primer lugar, como ya se ha indicado, **el crecimiento del comercio internacional está siendo superior a lo inicialmente previsto.** Según la Actualización del informe del *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional, el comercio mundial de bienes

*El comercio internacional crece más de lo previsto*

GRÁFICO 1

## EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



Fuente: FUNCAS.

*EE.UU. no lleva a cabo políticas proteccionistas*

y servicios, que se estima que creció un 1,9% globalmente en 2016, se prevé que lo haga a un ritmo del 3,8% y del 4,1% en 2017 y 2018, respectivamente. La aceleración del crecimiento del comercio mundial se produce tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes y en desarrollo. Además, las tasas de crecimiento son mayores que el del producto mundial, algo positivo, puesto que indica que se está avanzando en la división internacional del trabajo.

En segundo lugar, pese a los temores apuntados en nuestro anterior informe, por el momento la administración norteamericana presidida por **Donald Trump no está llevando a cabo una política comercial proteccionista**, ni parece que la vaya a poner en práctica en el corto plazo. El ya citado *World Economic Outlook* reduce el nivel de riesgo que percibe respecto a un retraimiento del comercio mundial derivado de políticas contrarias a la globalización. Pese a ello, hay que insistir en que las restricciones al comercio y a la migración perjudicarían el ánimo de los mercados, siendo un motivo importante de preocupación (en caso de materializarse) para el crecimiento potencial a escala mundial.

*Estabilización del precio del crudo*

En tercer lugar, aunque existían previsiones de un incremento significativo del **precio del petróleo**, este **no ha tenido el repunte esperado**, con el efecto expansivo que esto supone en nuestra economía

al reducir el coste tanto para las empresas como para los consumidores. En lo que va de año, el valor a cierre de cotización del barril de Brent ha descendido aproximadamente el 15%, y se encuentra lejos de algunas previsiones realizadas a comienzos de año. Pese a que diversas entidades pronosticaban subidas del crudo en torno a los 70 dólares por barril para este año, existen indicadores que apuntan a que su precio se va a estabilizar en el entorno actual durante este año. Por el lado de la oferta, la evolución de la producción de *shale oil* en EE.UU., el incumplimiento por parte de los países de la OPEP de las cuotas de producción pactadas en noviembre de 2016 y que prorrogaron el pasado 25 de mayo, y el avance de los inventarios, son algunas de las explicaciones que están detrás de que el precio del crudo no muestre la senda alcista pronosticada tiempo atrás.

Pero, por otro lado, un factor a tener en cuenta a la hora de calibrar el impacto de la subida del precio del petróleo en nuestra economía es la **evolución de la eficiencia energética**. El avance en esta hace menos dependientes a los países importadores netos de energía. La factura energética de un país evoluciona por dos motivos: por los precios en los mercados internacionales de este tipo de bienes y por su dependencia energética exterior. Este segundo factor está determinado, a su vez, tanto por la importancia relativa de las diferentes fuentes (es decir, por la composición del *mix* energético) como por la capacidad de las empresas y de los hogares de introducir avances tecnológicos que tengan como resultado una mayor eficiencia en el uso de la energía. En el caso de España, diversos análisis apuntan que nuestra dependencia del exterior ha disminuido desde 2005, fundamentalmente porque el grado de diversificación de la energía primaria ha aumentado en este período, gracias al descenso de la importancia del petróleo en el *mix*, a favor de otras fuentes como el gas natural. Esto hace a nuestro país menos vulnerable a la evolución de los precios del crudo en los mercados internacionales, afectando positivamente a nuestra balanza por cuenta corriente.<sup>1</sup>

En cuarto lugar, la **normalización de la política monetaria tanto en EE.UU. como en la eurozona** está siendo muy **gradual**, lo cual implica que los efectos expansivos sobre las economías, a escala mundial, van a seguir teniendo efecto durante un tiempo. En el caso de la Reserva Federal norteamericana, la subida del tipo de interés de referencia, que se mantuvo en el 0,25% desde el 16 de diciembre de 2008 al 16 de diciembre de 2015, está inmersa en un proceso de normalización lento que, con la última subida del 14 de junio de este

*Mejora de la eficiencia energética española*

*Normalización gradual de la política monetaria*

---

<sup>1</sup> Un análisis sobre la evolución de la dependencia energética de nuestro país se puede encontrar en el capítulo 3 del Informe Anual 2016 del Banco de España, *El proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente*.

año, se sitúa en el 1,25%. En el caso del Banco Central Europeo, todo parece indicar una estabilidad en la política de tipos de interés, y que, aunque en los próximos meses se pueda anunciar un proceso de *tapering*, o de retirada del *quantitative easing*, este se realizará de manera gradual, manteniendo su efecto expansivo sobre las economías de la eurozona.

### *Transmisión de la política monetaria*

Pese a ello, como apuntan diversos estudios, **la transmisión de la política monetaria podría ser menos efectiva de lo que inicialmente se piensa**, por dos factores: por un lado, por los «vientos en contra» que habitualmente surgen cuando hay problemas de balance en las entidades financieras, ocasionados bien por un exceso de deuda, por una elevada incertidumbre, o bien por una mala asignación de los recursos; y, por otro lado, por los posibles efectos no lineales que van asociados al mantenimiento de unos tipos de interés permanentemente bajos. Tipos nominales reducidos durante un período de tiempo prolongado pueden impactar bien sobre el beneficio de las entidades bancarias y, consecuentemente, sobre la oferta de crédito, o bien sobre el comportamiento hacia el consumo y el ahorro de los agentes económicos.<sup>2</sup> Aunque tras la reforma del sistema bancario acometida en España en los últimos años los balances de las entidades están más saneados, la posible existencia de estos efectos no lineales de la política monetaria en un entorno de tipos de interés persistentemente reducidos debe ser un aviso para afianzar o, por lo menos, no revertir las reformas estructurales de nuestra economía y el compromiso con la consolidación presupuestaria.

### *Las reformas estructurales, clave para un crecimiento sostenible*

Además de los factores externos, en los últimos años **se han acometido una serie de reformas que están permitiendo que nuestro crecimiento sea más robusto y equilibrado** que en anteriores ciclos expansivos. Dos son de especial calado. La reforma del mercado de trabajo del año 2012 y la reestructuración del sector bancario, incluido el proceso de construcción de la Unión Bancaria a nivel comunitario. En general, y como ponen de manifiesto diversos análisis,<sup>3</sup> las reformas estructurales tienen el potencial de hacer crecer sustancialmente la productividad y el empleo, y, al mismo tiempo que revitalizan el crecimiento económico, mejoran la habilidad de los países de ajustarse rápidamente ante circunstancias adversas reasignando recursos y reestructurando las economías. Las medidas que van en la dirección de flexibilizar los mercados de productos y de factores

<sup>2</sup> Para un análisis de los efectos de la política monetaria en un entorno de tipos de interés persistentemente reducidos, véase C. Borio y B. Hofmann (2017): «Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low?», BIS Working Papers, N.º 628.

<sup>3</sup> Véase ECB (2015): «Progress with structural reforms across the Euro Area and their possible impacts», *Economic Bulletin*, Issue 2, pp. 1-13.

hacen más resilientes a los países. Ante *shocks* adversos, el impacto es menor, y el tiempo necesario para recuperarse se acorta.

Un factor adicional a las reformas estructurales acometidas en los últimos años, que está teniendo un efecto positivo sobre la actividad económica, es, sin duda, **la estabilidad política** alcanzada tras la formación de Gobierno el pasado noviembre, puesto que **ha afianzado la formación de expectativas de expansión y, en consecuencia, el crecimiento económico**. Tras más de un año de interinidad del Ejecutivo, y las incertidumbres inherentes a los procesos electorales vividos, en el que la inversión se ralentizó, la perspectiva de una Legislatura larga, sin alteraciones sensibles de la política económica, provoca una reactivación económica mediante la recuperación de proyectos congelados y la contratación adicional de trabajadores para los que ya estaban en marcha.

Son muchos los análisis realizados que, tratando de ver los **efectos de la Reforma Laboral de 2012**, coinciden en su impacto positivo sobre el empleo. Así, por ejemplo, en OECD (2014), *The 2012 Labour Reform in Spain: A Preliminary Assessment*, se muestra que, hasta el segundo trimestre de 2013, es decir, con poco tiempo de rodaje de la medida, el 50% de los costes laborales unitarios y, al menos, la creación de 25.000 nuevos contratos indefinidos al mes (fundamentalmente en las empresas de menor tamaño), pueden atribuirse a la misma.

Hay multitud de evidencias que muestran que la Reforma Laboral de 2012 ha tenido efectos positivos sobre la contratación y sobre la reducción de los despidos. En R. Doménech, J.R. García y C. Ulloa (2016): «Los efectos de la flexibilidad salarial sobre el crecimiento y el empleo», *BBVA Documentos de trabajo*, n.º 16/05, estimando un VAR estructural, demuestran que si durante el período 2012-2015 se hubiera mantenido la rigidez laboral de 2010-2011, se habría destruido empleo. Además, de haber existido mayor flexibilidad laboral antes de la Reforma, el desempleo habría sido menor del realmente observado. En un análisis más reciente, J.I. García-Pérez y J. Mestres<sup>4</sup> muestran que **la reforma del mercado de trabajo de 2012 en España ha supuesto un paso decisivo para abordar y resolver algunos de sus problemas estructurales**. Por un lado, ha tenido un efecto positivo y significativo sobre la *contratación*, sobre todo en el segmento de los trabajos con carácter indefinido. Este hecho es el resultado, muy probablemente, de la relajación en las condiciones de despido. Por otro lado, hay evidencia de que los *períodos de desempleo*

*La estabilidad política mejora las expectativas*

*Efectos positivos de la Reforma Laboral*

*La Reforma Laboral aborda y resuelve algunos problemas estructurales*

<sup>4</sup> J.I. García-Pérez, y J. Mestres Domènech (2017): «The Impact of the 2012 Spanish Labour Market Reform on Unemployment Inflows and Outflows: A Regression Discontinuity Analysis using Duration Models», WP ECON 17.02.

se han acortado. Es decir, gracias a la reforma una persona desempleada necesita, en promedio, un menor número de días para encontrar un empleo. Como consecuencia de estas dos circunstancias, la *segmentación del mercado laboral* español, entendida como la brecha existente entre el empleo temporal y el indefinido, parece haberse reducido. Respecto al escenario alternativo en el que no se hubiera implantado la Reforma Laboral, ha aumentado la probabilidad de pasar del desempleo a un empleo indefinido. Además, lo ha hecho tanto en términos absolutos como en términos relativos. Es decir, ahora es más probable que un individuo desempleado transite del paro a un empleo indefinido que lo haga a uno temporal. Por último, debido a la aplicación de una mayor flexibilidad interna dentro de las empresas, hay evidencia de que han disminuido los *despidos*, a cambio de modificaciones en las condiciones laborales (sean estas salariales, funcionales, etc.). Dicho de otro modo, ha disminuido la probabilidad de transitar de un empleo al desempleo.<sup>5, 6</sup>

*Cualquier  
contrarreforma puede  
perjudicar al empleo*

A la vista de la evidencia empírica disponible, **cualquier contrarreforma** que modifique las reglas del juego establecidas en los últimos años en el mercado laboral, que tuvieron como objetivo corregir las disfuncionalidades que, durante años, se venían observando en la economía española, **puede perjudicar la creación de empleo y la situación de los desempleados**. Dentro de este último colectivo, los parados de larga duración y los que tienen un bajo nivel de cualificación, son los que potencialmente saldrían más perjudicados con el regreso a un mercado laboral más rígido, y menos enfocado hacia la flexibilidad interna dentro de las empresas. Por esta razón, la reaparición de un clima de incertidumbre política, que pudiera llevar al poder a partidos contrarios a la reforma, debilitaría el crecimiento.

*Efectos de segunda  
ronda de la creación  
de empleo*

**La intensa creación de empleo de los últimos trimestres tiene efectos de segunda ronda que impactan positivamente en el crecimiento**. Tras una larga recesión, los desempleados que consiguen trabajo mejoran sus expectativas y, como consecuencia, su propensión al consumo aumenta. En una situación inicial de elevado desempleo, una fuerte y continua creación de puestos de trabajo termina

<sup>5</sup> La probabilidad es estadísticamente significativa cuando se trata de trabajadores a tiempo parcial, siendo el efecto nulo cuando se consideran contratos indefinidos.

<sup>6</sup> Véase, además, E. Gamberoni, K. Gradeva y S. Weber (2016): «Firms responses to employment subsidies: A regression discontinuity approach to the 2012 Spanish labour market reform», *ECB Working Paper Series*, N.º 1970; J.I. García-Pérez (2016): «El efecto de la Reforma Laboral de 2012 sobre la dualidad y el empleo: Cambios en la contratación y el despido por tipo de contrato», *FEDEA policy paper*, N.º 2016-06; y M. Izquierdo, A. Lacuesta y S. Puente (2013): «La reforma laboral de 2012: un primer análisis de algunos de sus efectos», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre de 2013.



provocando, por lo tanto, un importante aumento de la demanda interna. Como corolario, el incremento de las expectativas, y la mejora significativa en el mercado de trabajo, producen un incremento de la inversión. En definitiva, existen efectos no lineales de la creación de empleo sobre la actividad económica. En primer lugar, el desempleado es, en términos relativos, el que tiene una mayor propensión al ahorro. Sus circunstancias personales provocan que decida reservar una parte creciente de sus recursos económicos. Por ello, en el momento en que consigue un trabajo, y sus perspectivas hacia el futuro mejoran, aumenta su propensión a consumir. En conjunto, si se acelera la creación de empleo, el consumo lo hace más que proporcionalmente, y, consecuentemente, la actividad, generando un círculo virtuoso por el que el crecimiento es mayor de lo que cabría pensar mediante simples extrapolaciones lineales. En segundo lugar, al igual que una de las características en los períodos recesivos es que sube la probabilidad de que un trabajador pierda su empleo, y, como respuesta, incrementa su ahorro como precaución, en las épocas alcistas del ciclo ocurre lo contrario. Al aumentar la percepción de seguridad en el puesto de trabajo de un mayor número de personas, se produce el efecto ya descrito: sube el consumo a nivel agregado y, por consiguiente, la actividad y la inversión privada, realimentando todo ello la creación de empleo.

Pese a las voces que se vienen escuchando desde hace tiempo, es necesario remarcar que la **contención salarial** ha tenido efectos muy positivos sobre la creación de empleo y la reducción del desempleo en España. Volver a fijar salarios en función de variables de precios, independientemente de la situación empresarial o del nivel de productividad, acabaría ocasionando, como ya ha quedado de manifiesto en el pasado, una situación en la que el conjunto de los trabajadores más vulnerables estaría en peor situación. Las subidas salariales generalizadas solo acaban beneficiando a los empleados con mejores condiciones contractuales, a expensas de aquellos que ven cómo sus ingresos disminuyen, bien sea por reducciones de jornada, o porque se vean abocados a una situación de desempleo. Para conseguir incrementos de los salarios que afecten al mayor número de personas, primero es necesario alcanzar una situación de pleno empleo. Además, solo mediante aumentos generalizados de la productividad se puede garantizar un crecimiento sostenible de los sueldos.<sup>7</sup> Para ello es imprescindible una inversión permanente en capital, tanto físico como humano, y preservar la competitividad exterior de la economía.

*La contención salarial es clave*

<sup>7</sup> De otra manera, se generaría una espiral inflacionista. A largo plazo, el nivel de los salarios está determinado por la productividad.

### *Se reactiva la oferta de crédito*

Desde el lado de la **oferta de crédito**, la experiencia previa a la crisis y un marco regulatorio más exigente están facilitando el desapalancamiento de los hogares y de las empresas. Aunque, *a priori*, mayores requisitos pueden restringir el crédito dirigido a las empresas, sin embargo, también favorecen que la financiación bancaria se destine hacia proyectos más solventes, haciendo más robusto al sistema financiero y más eficiente al conjunto de la economía. Durante los primeros años de la crisis, la mayor parte de la inversión empresarial, sobre todo en las empresas de menor tamaño, vino de beneficios no distribuidos. Este proceso de desapalancamiento iniciado por el sector empresarial, que todavía está en marcha, está siendo fundamental para consolidar su crecimiento actual y para aumentar los niveles de inversión. Diversos estudios apuntan que un mayor nivel de endeudamiento previo, o una mayor carga financiera, impactan negativamente sobre las decisiones de inversión empresarial neta.<sup>8</sup> Es decir, aquellas empresas con peor situación en sus balances se encuentran con una mayor restricción al acceso a la financiación bancaria, con el efecto negativo que, en agregado, esta situación tiene para la inversión, el crecimiento de las ventas y la generación de empleo.

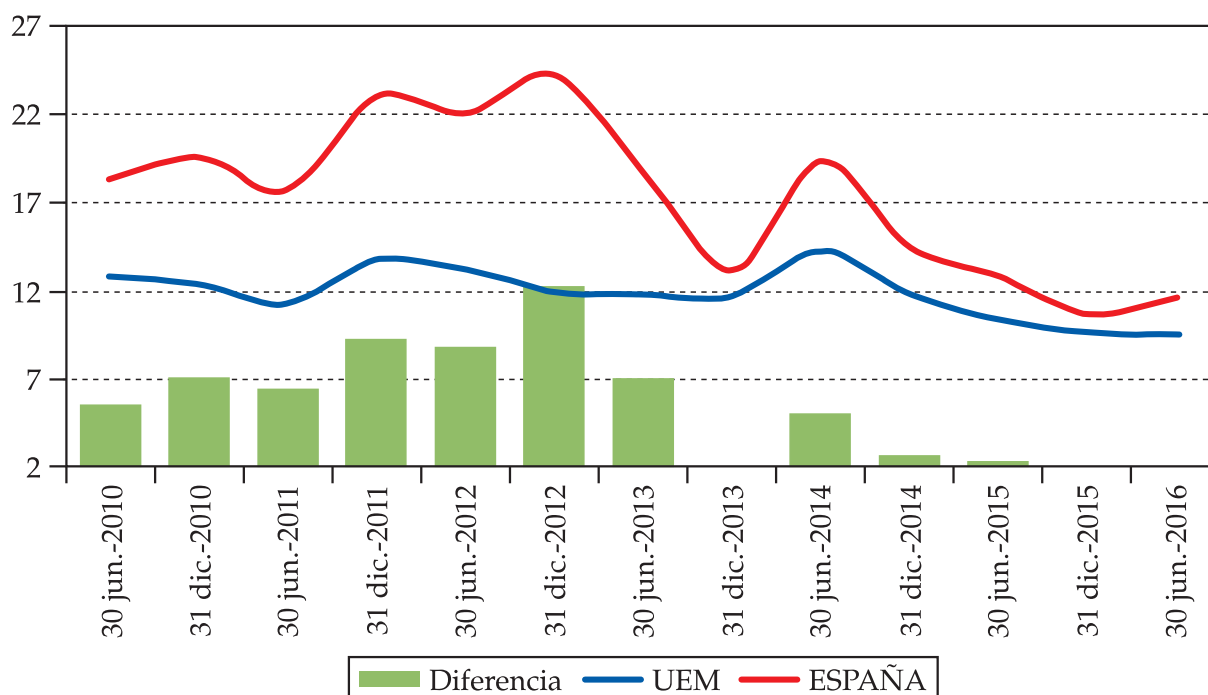
### *Baja la restricción de acceso al crédito bancario*

Gracias tanto al proceso de desapalancamiento realizado por las empresas como a la mejora de los costes de financiación (canal especialmente relevante para las sociedades de menor tamaño, que suponen la mayor parte del tejido productivo español), y gracias, también, a la necesaria reestructuración bancaria, **el número de empresas que tienen restricciones de acceso a la financiación**, tal y como se muestra en el Gráfico 2, **se ha reducido significativamente en España**. En él se recoge la evolución de un indicador construido a partir de las distintas oleadas de la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas (SAFE, por sus siglas en inglés), que elabora el Banco Central Europeo semestralmente, desde el año 2009, a un conjunto amplio y representativo de empresas europeas. Como se puede apreciar en el Gráfico, en los primeros años de la crisis aumentó notablemente el porcentaje de empresas españolas que decían estar restringidas en su acceso al préstamo bancario, mientras que se mantenía constante en el conjunto de los países de la Unión Económica y Monetaria. Esta tendencia comenzó a revertirse a partir de finales de 2012 (con un repunte transitorio a mediados de 2014). En las últimas oleadas de la encuesta prácticamente se ha cerrado el *gap* en el acceso a la financiación bancaria de las empresas españolas respecto al promedio de la UEM. Si hiciéramos el análisis con otras fuentes de financiación ajena, como pueden ser las líneas de crédito, el

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, el capítulo 2 del Informe Anual 2016 del Banco de España, *La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión*.

GRÁFICO 2

## ACCESO RESTRINGIDO AL PRÉSTAMO BANCARIO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS VS. UEM



*Nota:* El indicador muestra el número de empresas, para la UEM y para España, que en el semestre en el que se realizó el trabajo de campo de la encuesta declaró una de estas tres circunstancias respecto a los préstamos bancarios: (1) No lo solicitó por miedo a que este fuera rechazado; (2) La ha obtenido, pero por un importe inferior al 75% de lo que había solicitado; (3) Lo rechazó por considerar elevado el coste ofrecido por la entidad financiera.

*Fuente:* Banco de España (2017).

*factoring*, etc., podríamos comprobar que el comportamiento ha sido similar en todas ellas.

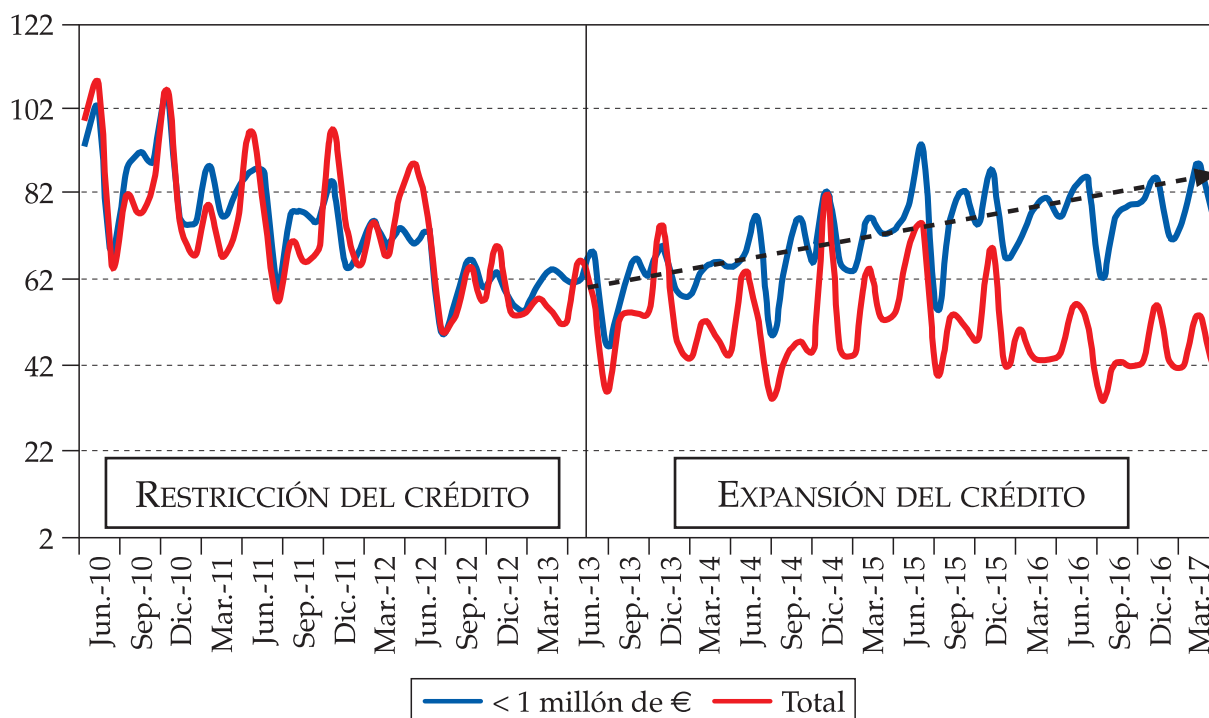
Como consecuencia de la mejor situación tanto de los balances de las empresas, derivada de su saneamiento desde el comienzo de la crisis, como de la mejor situación del sector bancario, tras su proceso de reestructuración bancaria, poco a poco **se está incrementando el valor de las nuevas operaciones de crédito** (Gráfico 3). Lo más importante es que el importe de las nuevas operaciones crece, fundamentalmente, en el sector de las empresas de menor tamaño,<sup>9</sup> que son las más dependientes del crédito bancario, al no disponer de las mismas facilidades de captación de financiación alternativa que poseen las empresas de mayor tamaño.

*Poco a poco aumentan las nuevas operaciones de crédito*

<sup>9</sup> Se ha aproximado el crédito concedido a las pequeñas empresas por el importe de las nuevas operaciones de menos de un millón de euros.

## GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DEL IMPORTE DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO.  
TOTAL Y PRÉSTAMOS DE MENOS DE 1 MILLÓN DE EUROS.  
(2010M6 = 100)



Fuente: Banco de España.

### Consecuencias de las reformas estructurales sobre la competitividad

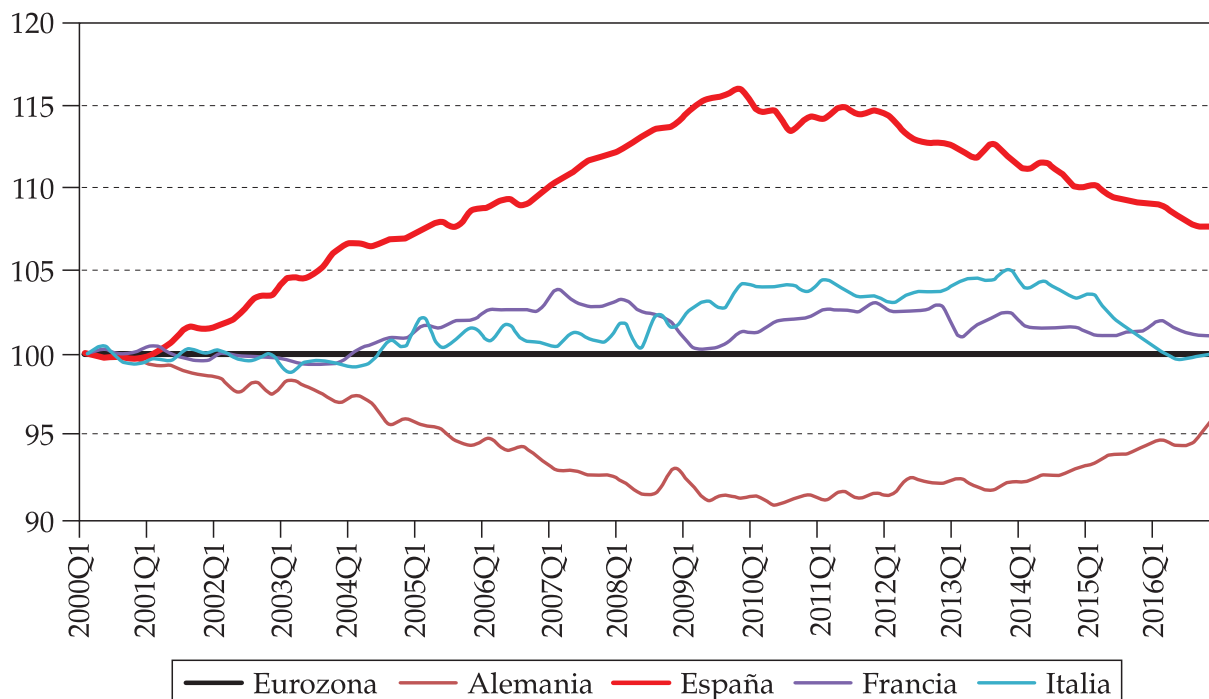
*La devaluación  
interna mejora  
la competitividad  
exterior*

Una de las grandes lecciones prácticas de la crisis económica que debemos tener presente es que, en una zona monetaria común, sin soberanía ni monetaria ni cambiaria, es imprescindible mantener unos diferenciales de costes favorables con los principales socios comerciales para no perder competitividad frente a ellos. **El proceso de devaluación interna ha conseguido una mejora significativa de nuestra competitividad exterior.** Como se puede apreciar en el Gráfico 4, España perdió, entre el año 2000 y el último trimestre de 2009, respecto al conjunto de los países de la eurozona (que son nuestros principales socios comerciales), una enorme competitividad, medida a través de los costes laborales.<sup>10</sup> Durante ese período, estos se encarecieron un 16% en términos relativos. El comportamiento de los principales países de nuestro entorno fue muy diferente. Por un lado,

<sup>10</sup> Utilizando otros indicadores alternativos de competitividad exterior, como, por ejemplo, la evolución comparada de los precios de consumo, se obtiene un resultado cualitativamente idéntico al indicado en el texto.

GRÁFICO 4

## EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES RELATIVOS DE ESPAÑA, ALEMANIA, ITALIA Y FRANCIA (2000-2016)



*Nota:* Evolución de los costes laborales medidos como compensación a los empleados, más impuestos, menos subsidios. Se ha normalizado de tal forma que, para todos los países, 2000Q1 = 100. Un incremento del indicador significa que los costes salariales del país se han encarecido relativamente (respecto a la eurozona), y viceversa.

*Fuente:* Eurostat.

los costes laborales en Alemania cayeron significativamente. Por otro, en Francia y en Italia, aunque estos crecieron, lo hicieron a un ritmo muy inferior. Esta circunstancia, unida al descenso de las primas de riesgo con la instauración de la Unión Monetaria Europea —y el consiguiente descenso en los costes de financiación—, provocó una pérdida de competitividad creciente de nuestra economía y unos elevados déficits de balanza por cuenta corriente. A partir de 2009, sin embargo, el proceso de contención salarial ha permitido mejorar nuestra situación exterior, lo que se ha traducido en un incremento de nuestras exportaciones y un progreso de nuestro saldo respecto al resto del mundo. La mejora de la competitividad de la economía española experimentada en los últimos años ha tenido, como consecuencia, un incremento de nuestra cuota en los mercados internacionales. La devaluación interna ha sido esencial para incrementar el empleo y disminuir el paro.

Una parte importante de las empresas españolas, al comienzo de la crisis y ante la debilidad de la demanda interna, decidieron

*Aumento  
muy importante  
de nuestra base  
exportadora*

exportar al exterior. Tres años después del comienzo de la recuperación, todo parece indicar que se ha producido un **aumento muy importante** y, lo más destacable, permanente, **de la base exportadora de la economía española**. Mientras que en el año 2009 el 3,1% del tejido empresarial español exportaba al exterior, la tendencia desde entonces ha sido ascendente, hasta suponer casi el 4,6% en el año 2015. Son las empresas de menor tamaño (menos de 50 trabajadores) las que más han aumentado su participación en los mercados exteriores, aunque su contribución al volumen total de exportación sigue siendo reducido.<sup>11</sup> Más importante que esto es el hecho de que crece el número de empresas que exporta regularmente.<sup>12</sup> En los últimos cuatro años se han incrementado un 31% hasta alcanzar la cifra de 49.792 en el 2016. Se están diversificando, asimismo, los destinos, siendo Asia y América del Norte las zonas geográficas donde más se han expandido las exportaciones españolas.

*Superávits continuados  
de la balanza  
por cuenta corriente*

La evolución de la balanza por cuenta corriente, desde el inicio de la crisis, ha pasado de mostrar un déficit con el exterior del 9,6% del PIB en el 2007 (que era, en aquellos momentos, el mayor del mundo entre los países medianos y grandes) a un superávit del 2% en el 2016. En definitiva, en algo menos de una década ha experimentado un proceso de ajuste muy intenso, mejorando en 11,6 puntos porcentuales. **Al contrario de lo que venía sucediendo tradicionalmente en la economía española, desde que comenzara la recuperación en el año 2014, el saldo de la balanza por cuenta corriente muestra superávits**. En el pasado, períodos de crecimiento económico estaban asociados a deterioros de nuestras cuentas con el exterior. Por ejemplo, en la anterior fase alcista (1995-2007), la acumulada pérdida de competitividad respecto a nuestros principales socios comerciales y una confianza en el futuro excesivamente optimista hizo que España tuviera un saldo por cuenta corriente tremendamente deficitario. A partir de entonces, diversos factores explican la evolución tan positiva de nuestra situación con el resto del mundo. Entre ellos está la evolución cíclica de la economía y la caída de los precios del petróleo, así como el ajuste de las cuentas públicas, el envejecimiento de la población o las ganancias en competitividad experimentadas en los últimos años.<sup>13</sup> La favorable evolución de la competitividad de la economía española en los últimos años, de confirmarse en el futuro,

<sup>11</sup> Según los últimos datos proporcionados por el ICEX, el 0,1% de las empresas españolas que exportaron en 2016 facturaron el 40,1% del volumen total. Es decir, el grado de concentración de las exportaciones es elevado.

<sup>12</sup> Se entiende por regular aquella empresa que ha exportado durante, al menos, los últimos cuatro años.

<sup>13</sup> Para un análisis pormenorizado de la evolución de la balanza por cuenta corriente en nuestro país, véase el capítulo 3 del Informe Anual 2016 del Banco de España, *El proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente*, ob. cit.

podría suponer, tal y como señala la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal,<sup>14</sup> un incremento de nuestro crecimiento potencial. La mejora de la competitividad ha contribuido a que las exportaciones hayan aumentado estructuralmente y a que, en sentido inverso, las importaciones hayan disminuido. Además, tal y como se desprende de la información de la Central de Balances del Banco de España, la evolución de las compras en el exterior de las empresas españolas sugiere una cierta *sustitución de importaciones* por producción nacional durante los últimos años.<sup>15</sup> Según diversos estudios, las empresas más internacionalizadas tienen una serie de características que las diferencian de las no internacionalizadas. Por ejemplo, su productividad por trabajador tiende a ser más elevada y sus condiciones laborales suelen ser mejores (medidas por la temporalidad en el empleo o por el salario promedio).<sup>16</sup> Por lo tanto, seguir apostando por una mayor presencia en el exterior de nuestro tejido productivo garantiza mejoras de la productividad y de las condiciones laborales.

Una de las consecuencias del desequilibrio externo tan abultado que experimentó España durante la fase expansiva previa a la crisis económica es que, en la actualidad, la **posición de inversión internacional deudora neta** sigue siendo muy elevada. A finales del año pasado, todavía representaba el 85,7% del PIB que, pese a ello, es casi 5 puntos porcentuales inferior al nivel de 2012. La composición actual de los pasivos con el resto del mundo convierte a nuestro país en menos vulnerable que hace unos años, pues priman, en mayor medida, instrumentos que no están sujetos a riesgo de refinanciación (como los que posee el Banco de España) o pasivos no exigibles (participaciones en el capital social, ya sea inversiones en cartera o inversiones directas, o también mediante derivados financieros). Aun así, esto no quiere decir que España sea invulnerable a *shocks* externos que hagan que la velocidad a la que se reduce nuestro endeudamiento con el resto del mundo se ralentice. Es importante, para seguir en una senda de consolidación de la posición deudora, que el

*Posición de inversión internacional deudora neta*

<sup>14</sup> Informe sobre la Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2017-2020.

<sup>15</sup> Solo se dispone de datos hasta el año 2013 del contenido importador y exportador a escala de empresa.

<sup>16</sup> Para un ejemplo de las características de las empresas exportadoras españolas, véase C. Martín Machuca y A. Rodríguez Caloca (2009): «Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España. Para un análisis de los efectos de la Inversión Directa de las empresas españolas y de las empresas exportadoras en el exterior sobre los costes laborales y sobre la productividad, véase S. Esteve y D. Rodríguez (2014): «Características de las empresas que realizan IED. Empresas multipaís y multiproducto», en Rafael Myro (dir.): *España en la inversión directa internacional*, Instituto de Estudios Económicos.

crecimiento económico siga siendo tan dinámico como en los últimos años y que mantengamos superávits por cuenta corriente,<sup>17</sup> para lo que es imprescindible que tengamos equilibrio en las cuentas públicas. Las reformas en los mercados de factores (como la del mercado de trabajo acometida en el 2012) y de productos —a través de su efecto sobre la competitividad y el crecimiento potencial— resultan fundamentales para seguir corrigiendo nuestro desequilibrio externo, como también lo es la consolidación presupuestaria según lo previsto en el proyecto de estabilidad.

### Se reactiva la construcción y el sector inmobiliario

*Recuperación  
de la construcción  
y de las actividades  
inmobiliarias*

Sin duda, los dos sectores económicos que más sufrieron durante la larga crisis económica fueron la **construcción** y las **actividades inmobiliarias**, ambas muy intensivas en mano de obra. Tras un proceso de ajuste profundo, tanto en el empleo como en el nivel de actividad, alcanzando niveles excesivamente reducidos, todos los indicadores parecen señalar que se están recuperando. Tal y como se puede apreciar en el Gráfico 5(a), después de una larga fase entre 2007 y 2014 en la que la construcción de vivienda nueva venía descendiendo a tasas de dos dígitos, a partir de ese momento ha comenzado un proceso de recuperación desde niveles muy bajos, y lejos de los máximos alcanzados durante el *boom* anterior. Este es un hecho positivo para la generación de puestos de trabajo, puesto que tanto la construcción como las actividades inmobiliarias generan más empleo por unidad de producto que el promedio de la economía. Con datos desde 2009 de la Encuesta de Población Activa, en el Gráfico 5(b) se observa que, en estas dos ramas, se ha pasado de destruir más de un 20% de puestos de trabajo al año, al comienzo de la crisis, a crecer a ritmos superiores al 4% desde el 2014.

*La nueva Ley  
Hipotecaria debe  
alcanzar un difícil  
equilibrio*

La construcción, mediante su importante efecto de arrastre, es fundamental para generar un nivel de empleo mayor en el conjunto de la economía. Las manufacturas, los servicios o el transporte se ven muy beneficiados de la reactivación del sector de la construcción. Cualquier cambio regulatorio en este ámbito debe ser muy cuidadoso para no entorpecer su actividad y, con ello, la generación de

<sup>17</sup> De manera resumida, la variación entre el año  $t$  y el año  $t-1$  de la posición de inversión internacional de un país,  $\nabla PII_t$ , es igual a:

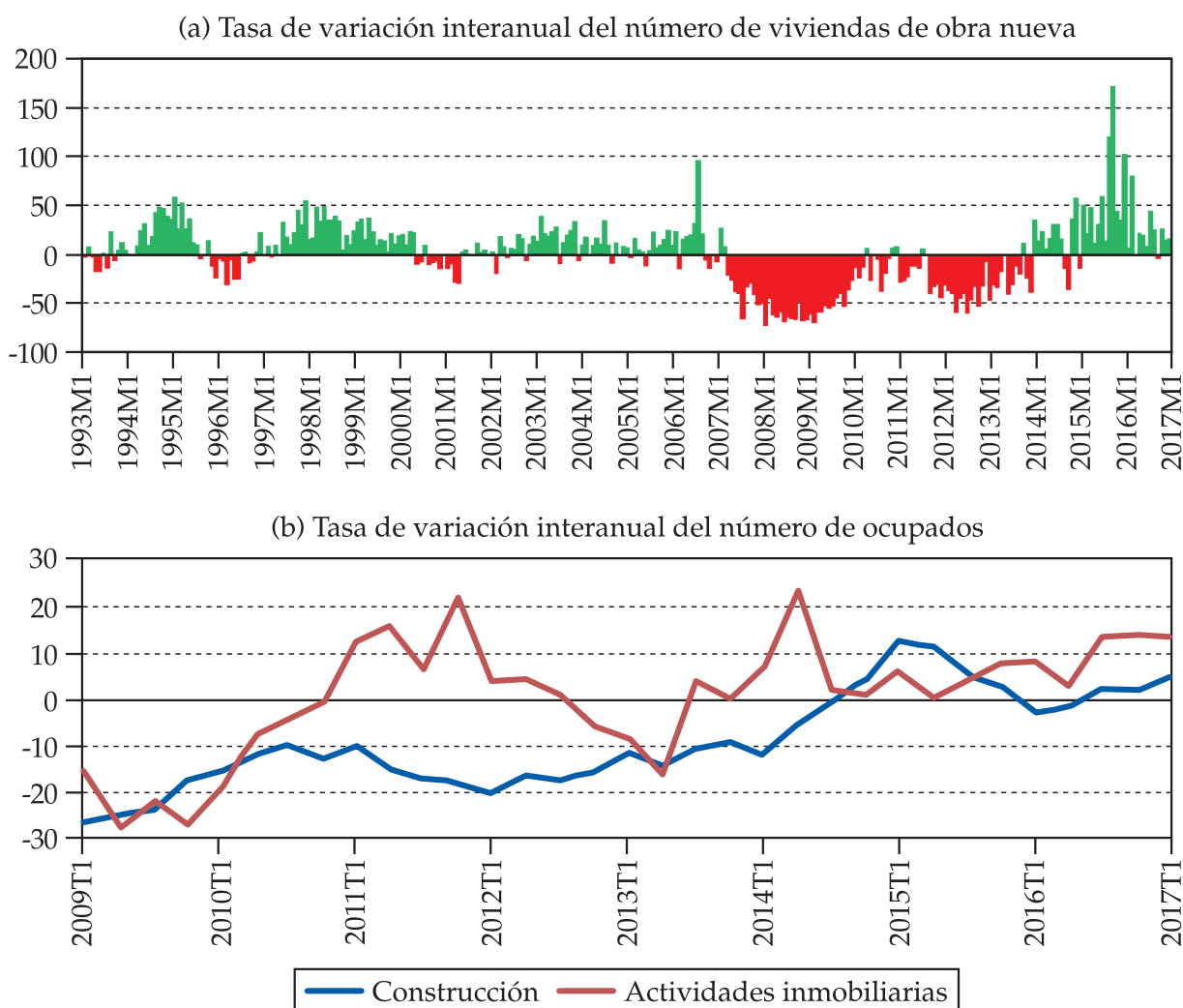
$$\nabla PII_t = PII_{t-1} \times (i_t - g_t) + cc_t$$

donde  $i_t$  es el tipo de interés,  $g_t$  es el crecimiento del PIB nominal y  $cc_t$  es el saldo de la balanza de bienes y servicios. *Ceteris paribus*, crecimientos del PIB nominal mayores que el tipo de interés promedio reducen la posición deudora neta, y lo mismo sucede con los superávits por cuenta corriente.



## GRÁFICO 5

## LA REACTIVACIÓN DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN Y LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS



Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, y Encuesta de Población Activa.

puestos de trabajo. Una de las reformas que se están debatiendo en la actualidad es la de la Ley Hipotecaria, que responde a la transposición de una Directiva europea. Los países tienen un cierto grado de libertad en este ejercicio, y en el caso español se están planteando cambios de diversa índole. Ahora bien, las reformas regulatorias deben ser fruto de análisis rigurosos que permitan cambiar lo que no ha funcionado y conservar lo que sí lo ha hecho, que es mucho. Más de ocho años después del comienzo de la crisis, y a pesar de haber sufrido un fuerte ajuste económico y una subida del desempleo hasta niveles cercanos al 25%, la tasa de mora hipotecaria solo ha alcanzado el 8% (muy por debajo de la de otros países de nuestro entorno, como el 23% de Irlanda). Además, el modelo hipotecario español ha permitido financiar uno de los mayores porcentajes de vivienda

en propiedad de Europa (el 79% de las familias españolas son propietarias de vivienda, frente al 52% de Alemania). Por tanto, **la nueva Ley Hipotecaria debe alcanzar un complicado equilibrio entre objetivos múltiples**, como proteger al consumidor, garantizar la seguridad jurídica y facilitar el acceso a la vivienda de los clientes del futuro.

### Hay que ser vigilantes con el cumplimiento del Pacto de Estabilidad

#### *Proceso de consolidación presupuestaria*

El **proceso de consolidación presupuestaria** iniciado en España hace unos años, dentro del Protocolo de Déficit Excesivo, ha supuesto que, previsiblemente durante el próximo año, nuestro país vuelva a cumplir con el objetivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Pese a que, tal y como se muestra en el Cuadro 2, en la Actualización del Programa de Estabilidad Presupuestaria 2017-2020 (APE 2017-20), se estima que el ejercicio cierre con un déficit público del conjunto de las Administraciones Públicas del 3,1%, sin embargo, hay dos factores que apuntan a un comportamiento mejor del previsto para las cuentas públicas de este año. En primer lugar, la evolución de la economía española, mejor de lo previsto cuando se elaboró la APE 2017-20 en términos de crecimiento del PIB y de crecimiento del empleo, va a tener, como correlato, unos ingresos públicos más elevados, a través de un incremento en la recaudación de las principales figuras impositivas y de las cotizaciones sociales. En segundo lugar, y por el lado del denominador, el incremento del PIB nominal va a producir que la ratio sea menor de lo inicialmente estimado. El proceso de consolidación fiscal ha contribuido enormemente

CUADRO 2  
EL DÉFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

|   | 2016<br>(% PIB) | 2017<br>(% PIB) | Var. %       | Var.<br>absoluta |
|---|-----------------|-----------------|--------------|------------------|
| Administración Central                  | -2,52           | -1,1            | -56,3        | 1,42             |
| Comunidades Autónomas                   | -0,82           | -0,6            | -26,8        | 0,22             |
| Corporaciones Locales                   | 0,64            | 0,0             | -100,0       | -0,64            |
| Administraciones de la Seguridad Social | -1,62           | -1,4            | -13,6        | 0,22             |
| <b>TOTAL ADMINISTRACIONES PÚBLICAS</b>  | <b>-4,33</b>    | <b>-3,1</b>     | <b>-28,4</b> | <b>1,23</b>      |

Fuente: Informe Económico y Financiero de los PGE para el 2017.

a realizar el ajuste de nuestro sector exterior. Tal y como pone de manifiesto el último Informe Anual 2016 del Banco de España,<sup>18</sup> el componente estructural del déficit público disminuyó 5,3 puntos porcentuales entre 2010 y 2015, contribuyendo en un 20% al ajuste realizado por el sector exterior en el mismo periodo de tiempo.

Pese a lo dicho en el párrafo anterior, siguen existiendo **riesgos en las cuentas públicas** tanto a medio como a largo plazo. A medio plazo, la normalización progresiva de la política monetaria incrementará el coste financiero de la deuda pública. Además, las presiones sobre el gasto público, en el actual contexto político, suponen un factor de incertidumbre para el mantenimiento de una senda de estabilidad presupuestaria, que se torna fundamental para no lastrar nuestro crecimiento económico. Es imprescindible que se cumpla la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera aprobada en el año 2013, y seguir siendo rigurosos con el cumplimiento de la consolidación presupuestaria.

En los últimos años, el **progresivo envejecimiento de la población** ha elevado también el gasto y, sin duda, seguirá haciéndolo a largo plazo, tanto por las pensiones por jubilación como por cuestiones asociadas al mayor gasto público de la tercera edad. Según el *Ageing Report 2015* de la Comisión Europea, en el 2013 nuestro país destinó el 11,8% del PIB al sistema público de pensiones, porcentaje que fue algo superior al de la media de la Unión Europea (10,5%).<sup>19</sup> Pese a que el aumento de la longevidad y el progresivo envejecimiento poblacional es una característica común a la mayor parte de los países desarrollados, sin embargo, de acuerdo con las distintas proyecciones demográficas existentes, España es uno de los países en donde el peso de la población en edad de jubilación va a aumentar más. Hacer frente al incremento previsto en la tasa de dependencia es un gran desafío al que se enfrentan los sistemas públicos de pensiones de los países desarrollados.

*Riesgos en las cuentas públicas a medio plazo*

*También existe riesgo a largo plazo*

## Control del gasto sí, pero no a costa de la inversión

Es fundamental, para no lastrar a medio plazo la capacidad de crecimiento de nuestra economía, que la **contención del gasto público** se produzca **en los gastos corrientes y no en la inversión**. Como se puede observar en el Cuadro 3, la inversión en infraestructuras a precios constantes de 2016, según los distintos Presupuestos Generales del Estado (PGE), ha pasado de 11.105 millones de euros en el año

*Contención del gasto público sin perjudicar la inversión*

<sup>18</sup> Véase nota a pie de página 1.

<sup>19</sup> European Commission (2015): *The 2015 Ageing Report. Economic and budgetary projections for the 28 UE Member States (2013-2060)*.

## CUADRO 3

## EVOLUCIÓN DEL GASTO REAL PRESUPUESTADO EN INFRAESTRUCTURAS

(Millones de euros)

|                     |           | ID Proyecto (por grupos)* |         |       |         |       |       |         |         |
|---------------------|-----------|---------------------------|---------|-------|---------|-------|-------|---------|---------|
|                     |           | TOTAL                     | 451     | 452   | 453     | 454   | 455   | 456     | 457     |
| Nivel               | 2007      | 11.105,2                  | 1.135,0 | 295,3 | 2.876,0 | 117,1 | 190,8 | 5.209,3 | 1.281,8 |
|                     | 2016      | 5.011,8                   | 421,4   | 116,1 | 1.014,7 | 32,8  | 93,3  | 2.398,6 | 934,9   |
|                     | 2017**    | 4.729,0                   | 359,7   | 114,7 | 953,2   | 28,7  | 89,9  | 2.268,7 | 914,0   |
| Variación<br>(en %) | 2007-2017 | -57,4                     | -68,3   | -61,1 | -66,9   | -75,5 | -52,9 | -56,4   | -28,7   |
|                     | 2016-2017 | -5,6                      | -14,6   | -1,2  | -6,1    | -12,3 | -3,6  | -5,4    | -2,2    |

## Notas:

\* El ID de cada proyecto se corresponde con los siguientes programas de gasto:

(451M): Estudios y servicios de asistencia técnica en Obras Públicas y Urbanismo; (451N): Dirección y Servicios Generales de Fomento; (451O): Dirección y Servicios Generales de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente; (452A): Gestión e infraestructuras del agua; (452M): Normativa y ordenación territorial de los recursos hídricos; (453A): Infraestructura del transporte ferroviario; (453B): Creación de infraestructura de carreteras; (453C): Conservación y explotación de carreteras; (453M): Ordenación e inspección del transporte terrestre; (453N): Regulación y supervisión de la seguridad ferroviaria; (453O): Comisión de Investigación de Accidentes Ferroviarios; (454M): Regulación y seguridad del tráfico marítimo; (454O): Comisión de Investigación de Accidentes e Incidentes Marítimos; (455M): Regulación y supervisión de la aviación civil; (455O): Comisión de Investigación de Accidentes e Incidentes de Aviación Civil; (456A): Calidad del agua; (456B): Protección y mejora del medio ambiente; (456C): Protección y mejora del medio natural; (456D): Actuación en la costa; (456M): Actuaciones para la prevención de la contaminación y el cambio climático; (457M): Infraestructuras en comarcas mineras del carbón.

\*\* A partir de los datos contenidos en los Presupuestos Generales del Estado para los diferentes años se han convertido en términos reales utilizando el valor promedio del Índice de Precios al Consumo (2016 = 100). Para el año 2017 se ha utilizado la previsión del IEE.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Función Pública e Instituto Nacional de Estadística.

2007 (el último, antes del comienzo de la crisis económica) a 4.729, es decir, ha caído, en el transcurso de la década, un 57,4%. Pero, además, y tras tres años de recuperación, la tendencia no ha variado, sino que se sigue reduciendo la partida destinada a inversión, puesto que en 2017 se dedica un 5,6% menos del Presupuesto que en 2016. Si desagregamos el gasto en infraestructuras en sus diversos programas, podremos ver que la reducción se ha producido de forma generalizada y con la misma intensidad. Una reducción permanente en el gasto en inversión pública puede afectar al potencial de crecimiento futuro del país. Por esta razón se ha de revertir la situación, buscando, al mismo tiempo, soluciones alternativas que no recaigan exclusivamente en el Presupuesto público. En este sentido, es fundamental fomentar la colaboración público-privada e impulsar un uso eficiente en la gestión de las infraestructuras.

En definitiva, la actual situación política, con difíciles equilibrios, hace que se torne dificultosa una nueva dinámica reformista como la experimentada durante la anterior Legislatura. Pese a ello, debemos ser conscientes de que **las medidas adoptadas** en los últimos años **han tenido, como consecuencia, un crecimiento** de nuestra economía **más robusto y sostenible**, con una participación positiva de todos los componentes del PIB tanto de la demanda interna como del sector exterior. Sin embargo, no estamos totalmente libres de vulnerabilidades. Aunque las reformas adoptadas han disminuido nuestra debilidad, debemos seguir estando comprometidos con la reducción de los desequilibrios comenzando por la consolidación presupuestaria de las cuentas públicas. Cualquier contrarreforma o incumplimiento de nuestro compromiso con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento ocasionaría un incremento de la incertidumbre, con su consiguiente impacto sobre el crecimiento potencial y la generación de empleo. Además, cualquier modificación legislativa, como la que actualmente se está debatiendo sobre la Ley Hipotecaria, debe ser muy cautelosa para que, al mismo tiempo que se protege al consumidor, se garantice la seguridad jurídica y se facilite el acceso a la vivienda. De otra manera, se perjudicaría la actividad de un sector clave de la economía española, y sus efectos sobre la necesaria generación de puestos de trabajo podrían ser muy perniciosos.

*Crecimiento económico  
más robusto  
y sostenible*



INSTITUTO  
DE ESTUDIOS  
ECONÓMICOS

38

**años**

*por la economía  
de mercado*

## **INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

Servicio de Publicaciones  
Castelló, 128 - 6.ª planta  
28006 Madrid  
Tel.: 917 820 580 - Fax 915 623 613  
Correo: [iee@ieemadrid.com](mailto:iee@ieemadrid.com)  
[www.ieemadrid.es](http://www.ieemadrid.es)