

LA INCERTIDUMBRE  
ES UN IMPUESTO  
AL CRECIMIENTO  
ECONÓMICO



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. 34.681-2017  
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 incertidumbre es un impuesto al crecimiento económico.....	5
Panorama internacional de placidez .....	6
El sector exterior y la inversión tiran del crecimiento y del empleo .....	10
El desafío secesionista restará crecimiento dependiendo de su intensidad y persistencia .....	15
Insuficiente esfuerzo de reducción del déficit público estructural .....	16
La incertidumbre de la cuestión catalana: los costes del proceso soberanista .....	19
La Unión Europea (I): efectos positivos frente al creciente euroescepticismo .....	26
La Unión Europea (II): retos para el futuro .....	28
Reforma de la ley hipotecaria .....	31
La sequía, fuente de preocupación .....	32



## La incertidumbre es un impuesto al crecimiento económico\*

El contexto económico internacional, en 2017, ha sido el más favorable de los últimos años, con un fortalecimiento tanto de los países desarrollados como de los emergentes. La zona euro ha conseguido avanzar al ritmo más elevado en la última década, Estados Unidos ha prolongado su ciclo expansivo sin perder dinamismo, algunas economías emergentes que se encontraban en recesión han comenzado a despegar, y China, que había perdido algo de impulso, ha vuelto a acelerarse.

No obstante, **el ritmo de crecimiento**, tanto en los desarrollados como en los emergentes, **es inferior al registrado en la anterior etapa expansiva**, pero entonces dicho crecimiento se sustentó, al menos en los primeros, sobre un intenso endeudamiento. Aunque también existen factores de oferta que limitan el potencial de crecimiento en el momento actual, como el estancamiento —o incluso retroceso— demográfico y el reducido crecimiento de la productividad, circunstancia esta última cuyas causas son objeto de gran debate.

Junto al lento avance de la productividad, otros rasgos que caracterizan la economía global poscrisis son las bajas tasas de inflación y los reducidos tipos de interés reales, todo lo cual conduce a unas políticas monetarias que siguen presentando un carácter extraordinario.

**La economía española ha vuelto a crecer más de lo esperado**, con un aumento récord de las afiliaciones a la Seguridad Social, gracias al impulso a las exportaciones derivado del contexto exterior más favorable de lo previsto. La desaceleración que se esperaba para el

*Contexto internacional favorable*

*El crecimiento es inferior al de antes de la crisis*

*La economía española mantiene su dinamismo*

---

\* Este informe, segundo 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 16 de noviembre de 2017, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

*Incertidumbre  
por el impacto  
del conflicto catalán...*

inicio del periodo no llegó hasta el tercer trimestre, y de forma muy suave. Ha destacado positivamente la fortaleza de la inversión en bienes de equipo.

El cuarto trimestre ha estado marcado por **la irrupción del conflicto secesionista de Cataluña** y la incertidumbre sobre la prolongación de las tensiones políticas más allá de las elecciones del 21 de diciembre. Los resultados electorales que se han supuesto en este informe son la ausencia de mayoría parlamentaria tanto de los partidos independentistas como de los constitucionalistas. En estas circunstancias persistirían las tensiones sociales y la incertidumbre, si bien no con la intensidad anterior a la aplicación del 155, entre otras razones porque el Gobierno resultante sería frágil y se abriría paso la expectativa de una legislatura corta. Como se explica más adelante, las previsiones del crecimiento económico para 2018 que aquí presentamos se revisarían sustancialmente al alza o a la baja si las elecciones arrojaran una mayoría parlamentaria de los constitucionalistas o de los independentistas, respectivamente.

*...que restará  
crecimiento en 2018*

**La economía** más perjudicada por la incertidumbre será la **catalana**, que **crecerá cinco décimas menos de lo que lo haría sin estas tensiones**, mientras que al conjunto de la economía nacional podría restarle dos décimas porcentuales de crecimiento en 2018. En cualquier caso, el daño más importante para Cataluña no será el impacto a corto plazo, sino los efectos acumulados a largo plazo derivado de la pérdida de confianza en esta región como destino fiable de la inversión. Además, como pone de manifiesto la evidencia comparada, la pérdida de peso, en términos relativos, de una región en la que aumenta la amenaza soberanista puede ser importante si dicha amenaza persiste durante un periodo dilatado.

### **Panorama internacional de placidez**

*Fortalecimiento  
de la economía  
mundial en 2017*

La **economía mundial** se ha fortalecido en 2017. Estados Unidos, cuyo ciclo económico se encuentra en una fase de madurez tras ocho años de crecimiento ininterrumpido, ha mantenido un ritmo que se encuentra en la media del registrado durante esa prolongada fase de expansión. La zona euro, por su parte, ha crecido a la tasa más elevada desde 2007, lo que constituye uno de los hechos más reseñables de la evolución de la economía mundial en 2017. China también ha mejorado sus registros, tras la ralentización sufrida en 2016. Incluso Japón ha avanzado al ritmo más elevado de los últimos cuatro años. Al mismo tiempo, el comercio mundial, tras varios años de atonía, ha vuelto a crecer a una tasa superior a la del crecimiento de la economía mundial: se estima en un 4,2%, frente a un

crecimiento económico del 3,6%, según las cifras del Fondo Monetario Internacional.

Con estos positivos resultados, y con la reducción de las tasas de desempleo que los acompañan, es motivo de **análisis y debate** el **reducido nivel de las tasas de inflación en el mundo desarrollado**, así como el moderado crecimiento de los salarios en comparación con otras etapas de crecimiento. En la zona euro la tasa de inflación general se ha movido en los últimos meses en torno al 1,5%, y la subyacente un par de décimas porcentuales por debajo, mientras que en Estados Unidos está ligeramente por encima del 2%, pero por debajo de las tasas que se registraban antes de 2008.

Esta anómala circunstancia está condicionando y retrasando el **abandono**, por parte de los bancos centrales, **de las medidas extraordinarias de política monetaria** de los últimos años. Así, Estados Unidos ha elevado los tipos de interés durante este año en menos ocasiones y en menor cuantía de lo inicialmente esperado. Realizó dos subidas en marzo y en junio hasta un rango de entre el 1% y el 1,25%, y ha realizado otra en diciembre. La Reserva Federal concluyó su programa de adquisición de activos en octubre de 2014, aunque, desde entonces, ha estado reinvertiendo los vencimientos de los títulos que están en su cartera. No obstante, desde el pasado mes de octubre, ha puesto en marcha un procedimiento para reducir su abultado balance de activos de forma gradual y a un ritmo prefijado, empezando con no reinvertir los vencimientos de deuda soberana en cartera.

Por otra parte, el **Banco Central Europeo** sorprendió en octubre con su anuncio de la prolongación de las compras de activos hasta septiembre de 2018, o incluso más allá si fuera necesario —si bien, por una cuantía equivalente, a partir de enero de 2018, a la mitad de la actual—, y su advertencia de que los tipos de interés permanecerían sin cambios durante un periodo «prolongado que superará con creces el horizonte de sus compras netas de activos». Antes de este comunicado se preveía un final más cercano para el programa de compra de activos, y se esperaba el inicio de las subidas de tipos de interés para los últimos meses de 2018. Ahora las expectativas se han reajustado, y ya no se esperan subidas de tipos hasta el segundo o tercer trimestre de 2019. En consonancia con ello, el tipo de cambio del euro frente al dólar sufrió una depreciación en los días posteriores a la reunión del comité de política monetaria, y el euríbor a un año retomó con vigor la senda descendente que se había frenado en las semanas anteriores a la misma.

El **Reino Unido** es un caso aparte, ya que, como consecuencia de la fuerte depreciación que sufrió la libra tras el referéndum del *brexit*, su tasa de inflación se ha elevado hasta el 3% en los meses más

*Contención  
de los salarios  
y de la inflación*

*La Fed subió los tipos  
de interés en 2017  
menos de lo esperado*

*El BCE abandona  
la QE con más lentitud  
de lo previsto*

*La inflación en el Reino  
Unido es más elevada  
debido al brexit*

recientes, y su ritmo de crecimiento del PIB se ha ralentizado hasta tasas anuales del 1,5%. El Banco de Inglaterra elevó en noviembre el tipo de referencia de su política monetaria hasta el 0,5%, y mantiene sin variación el volumen mensual de compras de activos.

*La «curva de Phillips»  
se ha aplanado*

En todo caso, la progresiva desaparición del *output gap* a consecuencia del crecimiento económico esperado, junto con la mejora del mercado de trabajo, deberían presionar los precios al alza, incluida la inflación subyacente. Pero puede que el efecto no sea tan acusado como lo fue en ciclos pasados, es decir, **puede que la «curva de Phillips» se haya aplanado**. Una causa podría ser que la intensa competencia globalizada restringe a los sindicatos a la hora de reivindicar subidas salariales por encima de los avances de la productividad laboral, y deja a las empresas con márgenes un tanto limitados para subir los precios.

*Alemania, un insólito  
factor de riesgo*

Entre los **factores de riesgo**, uno insólito podría provenir de Alemania como protagonista de cierta inestabilidad política. Las recientes elecciones generales al Bundestag no dieron la mayoría absoluta al partido de la canciller Angela Merkel, la CDU, que se enfrenta ahora a la ardua tarea de organizar una nueva coalición. Fracasado el primer intento para una «Coalición Jamaica» (con los liberales del FDP y el partido ecologista Los Verdes), está ahora sobre la mesa la reedición de la gran coalición, si bien la resistencia entre los militantes del SPD es grande. Si no se llegara a un acuerdo, solo quedarían dos opciones: o bien un gobierno del CDU/CSU en minoría o nuevas elecciones.

*El precio del petróleo,  
al alza por el conflicto  
en Oriente Medio*

Otro factor de **riesgo** es el **geopolítico**, concretamente el conflicto con Corea del Norte y las recientes tensiones que se han desatado en Oriente Medio con Arabia Saudí en el epicentro. Esta última circunstancia ya ha impulsado el precio del petróleo por encima de los 60 dólares por barril. La mayoría de las previsiones de crecimiento económico se han hecho sobre la hipótesis de un precio por debajo de esa barrera, de modo que, de mantenerse en los niveles actuales, podría reflejarse en tasas de crecimiento inferiores a lo esperado. Asimismo, las imponderabilidades derivadas de la compleja negociación sobre el *brexít* y la renegociación del NAFTA impuesta por Trump (que ha comenzado en agosto), en ambos casos con un desenlace incierto, no parecen preocupar a los agentes económicos, al menos a corto plazo.

*Bonanza  
en los mercados  
financieros*

Por otra parte, los **mercados financieros internacionales** muestran una tónica positiva, si bien hay quien considera que la persistente alza de las cotizaciones en las principales bolsas y la baja volatilidad de las rentabilidades, a pesar de los grandes riesgos geopolíticos, podrían ser signos de advertencia sobre la posibilidad de una nueva crisis financiera. Finalmente, el conflicto secesionista con Cataluña



hasta el momento es percibido como un asunto interno de España sin impacto en los mercados europeos.

Se estima que **Estados Unidos** ha crecido un 2,2% en 2017, impulsado básicamente por el consumo, y para 2018 se prevé un resultado muy semejante. La tasa de paro se encuentra en niveles de pleno empleo, en el 4,1% en octubre, el nivel más bajo desde el año 2000, si bien es cierto que la tasa de actividad, que actualmente se encuentra en torno al 63%, no logra remontar hasta los niveles anteriores a la crisis. No obstante, la tasa de paro según otras definiciones más amplias de desempleo, como la denominada U-6, que incluye a las personas vinculadas marginalmente al empleo y que trabajan a tiempo parcial de forma involuntaria, también está descendiendo de forma muy intensa, y en octubre se encontraba en el 7,9%, dos puntos porcentuales por debajo del nivel de un año antes, y la tasa más baja desde 2001.

Las economías emergentes, tomadas en su conjunto, están creciendo a un ritmo más intenso de lo esperado. **China**, a la que se ha vaticinado una y otra vez un aterrizaje brusco, podría registrar este año, tras el buen primer semestre y con los estímulos de una cuantiosa inversión pública en infraestructuras, un crecimiento del PIB superior al objetivo oficial («al menos un 6,5%»). El FMI prevé, para este ejercicio, un 6,8%, una décima más que el año pasado; y para 2018 una tasa del 6,5%. El Banco Central ha puesto en marcha una política monetaria más restrictiva con el objetivo de enfriar el mercado de la vivienda, muy sobrecalentado y expuesto a una especulación desenfrenada.

La **India** continúa exhibiendo un notable dinamismo económico. Tras ralentizarse este año hasta una tasa de en torno al 6,7%, como consecuencia del negativo impacto que tuvo en la primera mitad del ejercicio el proceso de retirada de billetes de la circulación y la introducción de un impuesto sobre las ventas de bienes y servicios, se prevé una aceleración, en 2018, de hasta el 7,4%. Las reformas estructurales del gobierno de Modi están dando fruto, al igual que los avances en la consolidación fiscal, la corrección de los fuertes desequilibrios externos y el descenso de la inflación. Recientemente, una de las grandes compañías de calificación crediticia elevó su *rating* por vez primera en catorce años.

**Rusia** ha dejado la recesión atrás, pero no puede esperar más que un crecimiento modesto en este ejercicio (1,8%). Los resultados no mejorarán sustancialmente mientras perduren las sanciones económicas impuestas por la UE y, sobre todo, las nuevas de la Administración Trump, y mientras el precio del petróleo no suba significativamente de los niveles actuales.

En América Latina, el panorama es más dispar. **México** sigue, como siempre, con un ritmo de crecimiento moderado —en torno al

*La tasa de paro en Estados Unidos, en el nivel más bajo desde 2000*

*Los persistentes temores sobre China siguen sin materializarse*

*La India avanza en la corrección de sus desequilibrios*

*Rusia vuelve a crecer, pero moderadamente*

### En general, mejoría en América Latina

2%— y encajando de la mejor forma posible el *shock* de las amenazas proteccionistas de Trump. **Brasil** va camino de salir de la recesión, a pesar del marasmo institucional generado por los problemas del presidente Temer con la justicia. En este ejercicio no se espera más que un pobre incremento del PIB del 0,7%, tras la caída del 3,6% en 2016. El próximo año se prevé un 1,5%, si el país avanza con las reformas estructurales pendientes (entre ellas pensiones y privatizaciones). En **Argentina** las expectativas con respecto a la política de Macri siguen siendo positivas. En el furgón de cola sigue **Venezuela**, cuya economía está en caída libre con el desplome de la producción, la destrucción de empleo, el hundimiento de la inversión extranjera, la hiperinflación, el desabastecimiento de productos básicos, un ambiente social desolador y un reciente *default* en el pago de intereses de alguna emisión de deuda.

### La eurozona crece a la tasa más alta de los últimos diez años

La actividad económica en la **eurozona** muestra una firmeza mayor de la esperada y más equilibrada por países que en el pasado, una vez que en las dos grandes economías hasta ahora renqueantes, Francia e Italia, se está acelerando la actividad. Se estima un crecimiento del 2,2% en 2017, impulsado por la inversión y el sector exterior. Sería la tasa más elevada desde 2007, si bien para 2018 el pronóstico es de una ligera desaceleración. La apreciación del euro frente al dólar (un 10% en lo que va de año) es reflejo de esta mejora económica y, por consiguiente, no pone en peligro la continuidad de la recuperación. La tasa de paro, aunque disminuyendo, seguirá siendo significativa: 9,2% en este ejercicio y 8,7% en el próximo. Muy por debajo de la media se situarán Alemania, Austria y Holanda, y muy por encima figurarán Italia, España y Grecia que también tienen los registros de paro juvenil más elevados.

### El sector exterior y la inversión tiran del crecimiento y del empleo

### Desaceleración de la economía española en el tercer trimestre

La economía española sorprendió en los dos primeros trimestres de 2017 con un **crecimiento superior a lo esperado**, desacelerándose suavemente en el tercero hasta una tasa intertrimestral del 0,8%. Dicha desaceleración procedió de la reducción de la aportación al crecimiento del sector exterior, mientras que la demanda nacional experimentó una aceleración. En el conjunto de los tres primeros trimestres del año el crecimiento del PIB fue del 3,1% sobre el mismo periodo del año anterior.

El **consumo privado** mantuvo estable su dinámico ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, si bien, en el conjunto del año, su ascenso será más moderado que en 2016 (un 2,6% frente a un 3%) debido

fundamentalmente al aumento de los precios. Estos ascendieron un 1,9% en los tres primeros trimestres de este año conforme al deflactor del consumo (cifra muy semejante a la que arroja el IPC), mientras que, en el mismo periodo del pasado ejercicio, habían decrecido un 0,5%. El **consumo público** también creció en el tercer trimestre al mismo ritmo que en el trimestre anterior, y para todo el año 2017 se prevé una aceleración, con respecto a 2016, hasta una tasa del 1,2%.

La **formación bruta de capital fijo** es el componente sobre el que se sustentó la aceleración de la demanda nacional en el tercer trimestre, y más concretamente sobre la materializada en **bienes de equipo**. Esta creció, a lo largo de los tres primeros trimestres, a un ritmo tendencial ligeramente superior al registrado el pasado año, esperándose, para el conjunto del ejercicio, una tasa del 5,5%, doce décimas porcentuales más que en 2016. No obstante, hay que tener en cuenta que dicha comparación está algo influida por la paralización de proyectos de inversión en el último trimestre del pasado año, como consecuencia del efecto negativo sobre los flujos de tesorería derivado de la subida imprevista de los pagos fraccionados del Impuesto sobre Sociedades que aprobó entonces el Gobierno. Dichos proyectos se retomaron en el primer trimestre de este ejercicio, impulsando el crecimiento anual de esta variable durante este año. En cualquier caso, el repunte del tercer trimestre demuestra la fortaleza de las bases sobre las que se sustenta.

La **inversión en construcción** se ralentizó en el tercer trimestre, pero su evolución trimestral es muy volátil y esta desaceleración es poco significativa. Su tendencia muestra un elevado dinamismo, y para 2017 se estima un crecimiento del 4,4%, frente al 2,4% registrado el año anterior. Es, concretamente, la inversión en vivienda la que explica esta bonanza, ya que la inversión en otras construcciones continúa débil debido, fundamentalmente, a la contención de la inversión pública. La positiva evolución de la construcción residencial se sustenta sobre la reactivación del mercado inmobiliario, impulsado, a su vez, por la creación de empleo, los bajos tipos de interés y la demanda embalsada durante los años de crisis. Así, la compraventa de viviendas, hasta septiembre, había crecido casi un 14% interanual, una tasa muy semejante a la registrada el año anterior, y el precio medio del metro cuadrado había aumentado, en el mismo periodo, un 2,2%.

Las **exportaciones** de bienes y servicios registraron un crecimiento nulo en el tercer trimestre, resultado muy similar al observado en el trimestre anterior. No obstante, la estabilización de estos dos periodos se produjo tras un fortísimo ascenso en el primer trimestre, de modo que, en el acumulado del año, el incremento interanual es del 5,2%. La previsión para todo 2017 es del 5,1%.

*El consumo  
ha mantenido  
un crecimiento estable*

*La inversión en equipo  
se ha fortalecido*

*Sigue la reactivación  
en el sector  
inmobiliario*

*Se frenan  
las exportaciones  
e importaciones*

El crecimiento de las **importaciones** también fue nulo en el tercer trimestre, aunque también estas experimentaron un intenso ascenso en el primer periodo del año, a pesar del precio del petróleo. Se estima que, en el conjunto del año, habrán crecido un 4,0%, es decir, por debajo del crecimiento de las exportaciones, de modo que la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB anual volverá a ser positiva, si bien inferior a la registrada en 2016.

*El sector de más crecimiento en 2017 ha sido la construcción*

Desde la perspectiva de la **oferta**, la ralentización del tercer trimestre procedió de la caída de la actividad en la industria no manufacturera (extractiva y energética), mientras que en la industria manufacturera, en la construcción y en los servicios el ritmo de crecimiento fue igual al del trimestre precedente. En el acumulado de los tres primeros trimestres del año el sector de más crecimiento fue la construcción, por primera vez desde el final de la etapa expansiva anterior, seguido de las manufacturas. Sorprende que también haya crecido el VAB en el sector primario, pese a la meteorología adversa. Cabe destacar la positiva evolución del sector turístico. Hasta octubre la llegada de turistas había crecido un 9,2% sobre el mismo periodo del año anterior, tasa cercana al histórico 10% registrado en 2016. El incremento del gasto turístico hasta septiembre había sido incluso mayor, casi un 14%.

*Incertidumbre sobre el impacto de Cataluña en el cuarto trimestre*

Con respecto al **cuarto trimestre**, los indicadores disponibles, aún escasos, apuntan a una ralentización del consumo, sobre la cual es difícil saber en qué medida ha influido la crisis en Cataluña. Así, se han producido descensos acusados al inicio del periodo en el índice de confianza del consumidor, en los pedidos de bienes de consumo, en las ventas minoristas y en las matriculaciones de automóviles. Los indicadores de actividad en la industria, por el contrario, apuntan a una mejoría significativa, con sólidos ascensos en los índices de confianza, en los pedidos y en el índice PMI, aunque los afiliados a la Seguridad Social en el sector moderaron su incremento. En los servicios, los índices de confianza y los PMI se han reducido, y el crecimiento de los afiliados en las ramas de mercado se ralentizó. También la llegada de turistas se frenó al inicio del periodo. Con respecto a la construcción, el crecimiento del empleo se ha acelerado, la evolución de los visados sigue apuntando a un crecimiento dinámico de la obra privada y la licitación anuncia una recuperación de la obra pública.

*Extraordinario crecimiento de la afiliación en 2017*

El crecimiento del **empleo**, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, experimentó una suave ralentización en el tercer trimestre y acumula, en los tres primeros trimestres del año, un avance del 2,8% sobre el mismo periodo del año anterior, una tasa muy semejante a la que arroja la EPA. El crecimiento, en todo 2017, será solo ligeramente inferior al año anterior, un 2,9%, equivalente

## 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>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>
Consumo de los hogares e ISFLSH	3,0	2,6	2,6
Consumo público	0,8	1,2	1,0
Formación bruta de capital fijo	3,3	5,0	4,4
— Bienes de equipo y otros productos (a)	4,3	5,5	4,2
— Construcción	2,4	4,4	4,6
Demanda nacional (aportación al crecimiento del PIB)	2,5	2,8	2,7
Exportación de bienes y servicios	4,8	5,1	5,6
Importación de bienes y servicios	2,7	4,0	5,8
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>			
Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo			
— Variación en número de personas	506.397	505.114	430.148
— Variación en porcentaje	3,0	2,9	2,4
Tasa de paro (EPA)	19,6	17,1	14,9
<b>PRECIOS Y COSTES</b>			
Precios de consumo (media anual)	-0,2	2,0	1,5
Remuneración salarial media (b)	0,1	0,7	1,0
Costes laborales unitarios	-0,2	0,3	0,6
<b>SECTOR EXTERIOR (% PIB)</b>			
Saldo balanza pagos por cuenta corriente	1,9	1,8	1,4
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)</b>			
Déficit (-) o superávit (+)	-4,3	-3,0	-2,3

*Notas:* (a) Incluye bienes de equipo (equipo de transporte y otra maquinaria y bienes de equipo), recursos biológicos y productos de la propiedad intelectual; (b) Calculada como la tasa de variación anual del cociente de la remuneración de los asalariados y el total del empleo asalariado; \*Fecha de estimación: 1 de diciembre de 2017.

*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 diciembre de 2017).

*Notable descenso  
del desempleo juvenil*

a más de medio millón de empleos. En términos de afiliados a la Seguridad Social, las cifras son más impresionantes: en el conjunto de 2017 el avance será de en torno al 3,6%, equivalente a la cifra récord de más de 600.000 nuevos afiliados.

La **tasa de temporalidad** se situó en el tercer trimestre en el 27,4%. Es oportuno destacar que la tasa de temporalidad es una variable procíclica, es decir, que crece en épocas de expansión económica y se reduce en etapas recesivas. Así ocurrió durante la larga expansión económica de 1996 a 2007, en la que llegó a alcanzar un máximo del 34% en el año 2006. Con la llegada de la crisis económica y la fuerte destrucción de empleo que vino aparejada con ella, la tasa de temporalidad se redujo notablemente, hasta el 24% en el 2014 (10 puntos porcentuales menos). La razón del comportamiento procíclico de la tasa de temporalidad es sencilla: en épocas recesivas, cuando las expectativas de crecimiento son negativas, las empresas reducen su demanda de trabajo que, en términos de flujo, es mayoritariamente empleo de carácter temporal. En etapas del ciclo expansivas, por el contrario, con expectativas de crecimiento positivas, aumenta la demanda de empleo y, consecuentemente, el empleo temporal. Sin embargo, como ya hemos comentado en Informes de Coyuntura anteriores,<sup>1</sup> existe abundante evidencia empírica que demuestra que la Reforma Laboral del 2012 ha tenido un impacto positivo y significativo sobre la contratación, sobre todo en el segmento de los trabajos con carácter indefinido. Lo normal es que cuando se recupere el nivel de empleo máximo alcanzado antes del comienzo de la crisis económica (20,7 millones de puestos de trabajo en el tercer trimestre de 2007) la tasa de temporalidad se eleve hasta tasas cercanas, pero inferiores, a las alcanzadas entonces.

La **población activa** descenderá en 2017 por quinto año consecutivo, en parte debido a la reducción de la población en edad de trabajar, que se encuentra en tasas negativas desde 2010, y en parte debido a la menor tasa de actividad. No obstante, según la EPA, la población entre 16 y 24 años podría crecer en 2017 por primera vez desde 1992. La tasa de desempleo sigue a la baja y la media anual, para el conjunto del año, se situará en el 17,1%, 2,5 puntos porcentuales menos que en 2016. Destaca la reducción del desempleo juvenil, cuya tasa se situó, en el tercer trimestre, en el 36% frente al 41,9% de un año antes, y ello pese al incremento de la tasa de actividad dentro de este grupo. Desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2013 (56,9%, siendo el segundo país, en ese momento, solo por

---

<sup>1</sup> Véase, en este sentido, el Informe de Coyuntura de junio de 2017, «La eficacia de las reformas estructurales impulsa el crecimiento», especialmente las páginas 23 a 25.

detrás de Grecia, con una tasa de desempleo juvenil más elevada), se ha reducido en más de 20 puntos porcentuales.

En suma, **el PIB podría crecer, en el conjunto de 2017, un 3,3%**, una tasa igual a la registrada el ejercicio anterior, y muy por encima de lo que se pronosticaba hace un año, cuando las previsiones del consenso apuntaban a un 2,5%. El resultado mejor de lo esperado ha procedido básicamente de la mayor aportación del sector exterior, como consecuencia tanto de un mayor crecimiento de las exportaciones —debido a una fortaleza superior a la esperada en la economía mundial— como de un menor crecimiento de las importaciones, así como del impacto positivo de la inversión privada.

*La economía creció en 2017 más de lo que se preveía*

### **El desafío secesionista restará crecimiento dependiendo de su intensidad y persistencia**

**De cara a 2018** existe un elevado grado de incertidumbre debido al potencial impacto de las tensiones políticas en Cataluña, que dependerá, en buena medida, de cómo se desarrollen los acontecimientos después de las elecciones del 21 de diciembre. Aunque un escenario de independencia está descartado, el clima de inseguridad que genera la situación de conflicto institucional provoca el retraso o la cancelación de decisiones de consumo, de inversión y de contratación de nuevos empleados. Así, en el escenario más probable, en el que, tras las elecciones del 21 de diciembre, no se alcanzara una mayoría parlamentaria ni de los partidos independentistas ni de los partidos constitucionalistas, la **previsión de crecimiento para 2018** se situaría en el 2,8%. En términos de empleo estimamos que el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentaría en unos 430.000 y la tasa de paro media anual descendería hasta el 14,9%.

*Cataluña podría restar dos décimas de crecimiento en 2018*

Sin embargo, **en el caso (poco probable) de que el bloque constitucionalista obtenga mayoría, la situación podría normalizarse y suponer un espaldarazo al crecimiento** a través de una mejora en las expectativas y en la confianza de los agentes económicos. En este escenario, tanto la economía de Cataluña como la del conjunto de España podrían crecer a una tasa del 3% en 2018, gracias al mejor contexto internacional, con un incremento notable del comercio mundial. La actual situación de incertidumbre tendría un impacto sobre la economía catalana —que representa el 19% del PIB nacional— de en torno a cinco décimas, y para el conjunto de la economía nacional de dos décimas de PIB.

*Si gana el bloque constitucionalista el crecimiento podría mejorar*

Sea cual sea el **impacto** a corto plazo, si persisten las tensiones secesionistas, el mayor daño sobre el crecimiento de dicha región

*El mayor daño del independentismo será a largo plazo*

será **a largo plazo**. El cambio masivo de sedes sociales y fiscales, desde el 1 de octubre, de empresas hasta entonces radicadas en Cataluña es un indicador inequívoco de que se ha producido un severo deterioro en la reputación de dicha comunidad y en la confianza de los inversores, que buscan un entorno seguro, estable y predecible dentro de la UE y del euro. Esto se traducirá en un menor flujo de inversiones y en una pérdida de peso económico a lo largo de los años, que será más acusado en la medida en que las fuerzas independentistas sigan teniendo una presencia política determinante en dicha comunidad.

### **Insuficiente esfuerzo de reducción del déficit público estructural**

*Se mantiene el patrón de crecimiento sin desequilibrios*

En 2017 se ha mantenido el esquema de los años anteriores de **crecimiento sin desequilibrios**: no se genera endeudamiento —al contrario, los agentes privados continúan desendeudándose—, no hay déficit exterior y no se pierde competitividad en costes. Además, desde el punto de vista sectorial también es un crecimiento equilibrado, con una gran aportación del sector industrial. Se trata, en definitiva, de un crecimiento sostenible. El único elemento de riesgo es el elevado endeudamiento público.

*La balanza comercial sigue en superávit*

Hasta el mes de septiembre el **superávit comercial** había descendido un 6,5% con respecto al mismo periodo del año anterior, debido, en gran medida, según los datos de Aduanas, al encarecimiento de las importaciones tanto de productos energéticos como del resto de productos. Este deterioro no fue contrarrestado en su totalidad por la mejoría experimentada por la balanza de rentas, de modo que el superávit por cuenta corriente ha sido inferior en unos 600 millones de euros al registrado hasta septiembre de 2016. Se estima que, en el conjunto de 2017, dicho superávit corriente será una décima porcentual inferior al del año anterior, un 1,8% del PIB, y para 2018 se prevé un descenso hasta el 1,4%.

*La balanza financiera sigue marcada por la QE*

En cuanto a la **balanza financiera**, las inversiones extranjeras en España realizadas entre enero y septiembre se habían incrementado en 39.000 millones de euros en comparación con las registradas en el mismo periodo de 2016, por el crecimiento tanto de las directas como de las de cartera. Pero las inversiones españolas en el exterior se elevaron en una magnitud muy semejante, de modo que el saldo de la balanza mantiene un déficit muy cercano al del año pasado, y superior al superávit de la balanza por cuenta corriente. Ello supone un incremento de la posición deudora del Banco de España, tal y como viene sucediendo desde la puesta en marcha de la



política de expansión cuantitativa por parte del BCE. Hay que recordar que ese déficit de la cuenta financiera y el consiguiente incremento de la posición deudora de la autoridad monetaria es el reflejo de la financiación concedida por el Eurosistema a las entidades financieras.

Tanto hogares como empresas siguen presentando capacidad de financiación, es decir, registran un excedente financiero (su ahorro es superior a su inversión). En el caso de los **hogares**, la **tasa de ahorro** mantiene una trayectoria descendente desde 2014. En la primera mitad de 2017 (período para el que se dispone de datos) se situó en el 6,1% de la Renta Disponible Bruta (RDB) frente al 8,4% un año antes. La inversión de los hogares, por el contrario, mantiene una trayectoria ascendente, de modo que la capacidad de financiación de este sector, aunque sigue siendo positiva, se ha comprimido en los últimos años. Por otra parte, el crédito nuevo concedido a los hogares, tanto para vivienda como para consumo, aunque no alcanza ni la tercera parte del que se concedía hace 10 años, y aún es muy inferior al volumen de amortizaciones, se encuentra en ascenso. La generación de un menor excedente financiero unido al mayor ritmo de concesión de créditos nuevos ha dado lugar a que el ritmo de reducción del volumen nominal de la deuda, por parte de los hogares, también se ralentice. El endeudamiento de este sector suponía, en el segundo trimestre, un 101,8% de su RDB frente al 105,2% de un año antes.

En cuanto a las **sociedades no financieras**, su tasa de ahorro, contrariamente a la de los hogares, se mueve al alza. En los últimos años su tasa de inversión también ha aumentado, pero a menor ritmo que la tasa de ahorro, de modo que el excedente financiero de las empresas se ha incrementado hasta el 3,1% del PIB en 2016. En la primera mitad de 2017 se observa un cambio de tendencia: la tasa de ahorro aumentó menos que la tasa de inversión, de modo que la capacidad de financiación de las empresas se aminoró. Pese al mantenimiento de un sólido excedente financiero, el ritmo de descenso del volumen nominal de deuda, medida ésta conforme a las cuentas financieras, se ha ralentizado recientemente, si bien su ratio en porcentaje del PIB seguirá disminuyendo debido al mayor crecimiento del PIB nominal. Dicho ratio ascendía, en el segundo trimestre de 2017, al 99,9% del PIB, cuatro puntos porcentuales menos que un año antes.

El déficit de las **Administraciones Públicas** hasta septiembre, excluyendo las Corporaciones Locales, se situó en casi 23.000 millones de euros, 12.000 millones menos que un año antes, como resultado de un crecimiento intenso de los ingresos y una estabilización de los gastos. La mayor reducción procedió de la Administración Central,

*Desciende el ahorro de los hogares*

*El proceso de desendeudamiento empresarial, próximo a concluir*

*Las AA.PP. cumplirán este año el objetivo de déficit*

con 10.000 millones menos, situando su déficit en 17.000 millones. El ajuste de las Comunidades Autónomas ha sido menos voluminoso, pero ha llevado a estas a registrar, en su conjunto, un superávit de casi 1.000 millones de euros. La región que ha obtenido un mayor excedente en dicho periodo fue Canarias, mientras que el peor resultado, con un déficit que ya en dicho mes superaba el objetivo para todo el año, lo ha presentado Murcia.

*Mejoría coyuntural  
de las cuentas  
de la Seguridad Social*

En cuanto a la **Seguridad Social**, su déficit empeoró en el mismo periodo, aunque esto obedeció al descenso de las transferencias del Estado destinadas al Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), así como al adelanto, con respecto al año anterior, en el pago de transferencias del SEPE a las CC.AA. El crecimiento de las cotizaciones sociales, su fuente básica de financiación, es muy intenso, un 5,6%, debido tanto al crecimiento del empleo como al incremento de las bases mínimas y máximas de cotización, y superior al crecimiento de los gastos; concretamente el gasto destinado a pensiones crecía un 3%, de modo que el Sistema de la Seguridad Social ha reducido su déficit en comparación con el pasado año. El intenso crecimiento y la creación de empleo conllevarán una mejora coyuntural de las cuentas de la Seguridad Social, pero el problema será a medio y a largo plazo, cuando llegue a la edad de jubilación la generación del *baby boom* y dada la menor tasa de natalidad de las últimas décadas.

*Escaso esfuerzo  
en la corrección  
del déficit estructural*

En suma, todo apunta a que este año las AA.PP. cumplirán su **objetivo de déficit**, aunque para 2018 no está claro que esto vuelva a ser así. Por otra parte, el cumplimiento obedece básicamente a la mejora del saldo cíclico, gracias al crecimiento económico, mientras que el avance en la corrección del déficit estructural ha sido muy pobre. El volumen nominal de deuda pública sigue, por tanto, en ascenso, si bien en porcentaje del PIB se mantiene estable en torno al 99%, un nivel excesivo que conlleva una importante vulnerabilidad para nuestra economía.

*Incremento  
de la inflación media  
en 2017 por la energía*

La tasa de **inflación**, que en los primeros meses del año repuntó con fuerza hasta el 3% debido al encarecimiento de la energía y de los alimentos no elaborados, se moderó posteriormente hasta una tasa del 1,6% en octubre, y podría cerrar el año en torno al 1%, como consecuencia, fundamentalmente, de la reducción de la inflación en los productos energéticos, cuyo comportamiento ha sido muy volátil. En el conjunto del año la tasa general de inflación habrá registrado una media del 2%, frente al -0,2% del pasado ejercicio, y para 2018 se prevé una moderación hasta el 1,5%, siempre que el precio del petróleo se mantenga estable en torno al nivel actual.

La **inflación subyacente**, que refleja las tensiones inflacionistas estructurales de la economía, ha mostrado mayor contención, con tasas de en torno al 1,1%, tres décimas porcentuales por encima de la

media de 2016 debido al aumento de la correspondiente a los servicios. El diferencial con respecto a la media europea ha sido este año desfavorable a España, tras varios años en sentido contrario. También en el índice subyacente el resultado ha sido de desventaja, aunque, en este caso, la diferencia ha sido de apenas una décima porcentual de media hasta octubre.

El salario medio en los tres primeros trimestres del año fue, conforme a la contabilidad nacional, un 0,1% superior al de un año antes. La productividad, por su parte, aumentó un 0,3%, de modo que los **costes laborales unitarios** descendieron un 0,2% en el conjunto de la economía, si bien existen importantes divergencias sectoriales: en las manufacturas y los servicios de mercado crecieron ligeramente, mientras que en la construcción sufrieron un descenso importante. En el caso de las manufacturas, de confirmarse el crecimiento en el conjunto del año, sería el primero desde 2009.

*Los CLU siguen contenidos*

### La incertidumbre de la cuestión catalana: los costes del proceso soberanista

Ya han aparecido algunos informes que han tratado de analizar cuál podría ser el **impacto, a corto y medio plazo, sobre el crecimiento de la inestabilidad política en Cataluña**. En concreto, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) publicó el pasado 2 de noviembre el *Informe sobre las líneas fundamentales de presupuestos de 2018 de la Comunidad Autónoma de Cataluña*<sup>2</sup> y, en el mismo, realiza una estimación del impacto sobre el crecimiento, tanto de España como de Cataluña, del aumento de la incertidumbre ocasionado por la situación política de los últimos meses. Para ello, su escenario central es que la inestabilidad política e institucional en Cataluña tendrá una resolución a corto plazo con una normalización progresiva. Al mismo tiempo, la AIReF realiza el mismo ejercicio bajo un escenario alternativo, en el que la situación de incertidumbre se intensifica y se dilata en el tiempo.<sup>3</sup> Asimismo, el Banco de España, en su último *Informe de Estabilidad Financiera* de noviembre de este año,<sup>4</sup> también realiza un ejercicio de simulación sobre qué ocurriría en el corto y en el medio plazo con el crecimiento de la economía catalana. Con este objetivo calcula los efectos acumulados en el PIB real de Cataluña comparando un escenario base —que define

*Impacto a corto plazo por la inestabilidad política en Cataluña*

<sup>2</sup> Puede consultarse aquí: <https://goo.gl/izW9r3>.

<sup>3</sup> Aunque la probabilidad de que ocurra este escenario es inferior al central planteado por la AIReF, sin embargo, no es nulo.

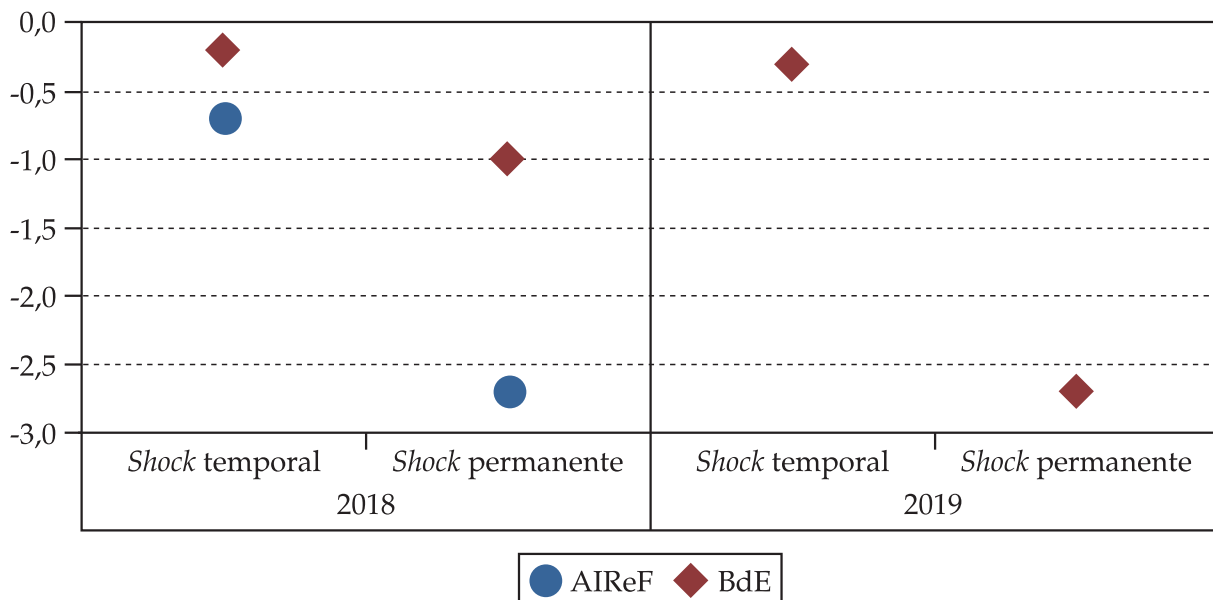
<sup>4</sup> Puede consultarse aquí: <https://goo.gl/eP1Nm1>.

como aquel en el que el nivel de incertidumbre se hubiese mantenido en los niveles observados en el tercer trimestre de este año— con dos escenarios alternativos. En el primero de ellos el nivel de riesgo agregado aumenta en el último trimestre de este año y retorna a los niveles del escenario base a comienzos del año siguiente. En el segundo, la incertidumbre económica y política aumenta a niveles mayores y va desapareciendo de forma más progresiva. Es decir, el primer escenario alternativo podríamos considerar que supone un *shock* temporal, mientras que el segundo sería uno permanente sobre la economía catalana derivado de la acentuación de las tensiones independentistas.

Tal y como se puede apreciar en el Gráfico 1, en el escenario central, es decir, suponiendo que la incertidumbre es temporal, la AIREF prevé, para 2018, una caída del PIB catalán de 7 décimas y un aumento del déficit público de 1 décima. Por su parte, en el escenario alternativo, el impacto sobre el crecimiento sería de hasta 2,7 puntos porcentuales, mientras que el déficit aumentaría en 4 décimas. Tal y como reconoce la AIREF, el aumento de la incertidumbre también tendría un impacto negativo sobre el conjunto de la economía española, pues su crecimiento podría retraerse 0,4 o 1,2 puntos

GRÁFICO 1

### IMPACTO SOBRE EL CRECIMIENTO DE CATALUÑA DEL INCREMENTO DE LA INCERTIDUMBRE (Variación en puntos porcentuales)



*Nota:* Las discrepancias entre las estimaciones de la AIREF y las del BdE se deben a las diferentes variables que utilizan las dos instituciones para calcular el impacto, a los modelos estadísticos utilizados y a la definición de los escenarios alternativos. Para más información, léanse la información metodológica de los informes comentados.

*Fuente:* Banco de España, Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal y elaboración propia.

porcentuales, en función del escenario (central o alternativo) que estemos considerando. Por su parte, el Banco de España estima que, aunque la incertidumbre asociada al movimiento independentista de los últimos meses desaparezca, el coste sobre el crecimiento económico para Cataluña será de 3 décimas a medio plazo (2019). Sin embargo, si avanzáramos hacia un escenario de mayor tensión, en el que la incertidumbre aumentara más y se tardara más tiempo en reducir, el impacto sobre el crecimiento sería de hasta 2,7 puntos porcentuales acumulados hasta el año 2019. Además, analistas internacionales, como Oxford Economics, llegan a conclusiones similares.<sup>5</sup> Así, en su escenario más adverso (que no es su escenario central), consistente en una subida permanente de la rentabilidad de los bonos de 50 puntos básicos y un descenso del 10% del precio de las acciones, estima que la economía española podría experimentar un crecimiento 17.000 millones de euros inferior en 2019 respecto a su escenario base (aproximadamente un 1,4% del PIB).

El motivo por el que el aumento de **la incertidumbre** impacta negativamente en el desempeño de una región o de un país es porque **afecta al comportamiento de los distintos agentes económicos**. Así, la tensión que genera influye en las decisiones de consumo, de inversión y de financiación, lo que tiene un potencial efecto negativo sobre el crecimiento y sobre la estabilidad financiera. La evidencia empírica disponible<sup>6</sup> indica claramente que, por un lado, las familias, al disminuir su confianza en el futuro, pueden incrementar su propensión marginal al ahorro, es decir, la proporción de su renta que no consumen, por un motivo de precaución. Además, las empresas, en una situación de mayor incertidumbre, pueden decidir retrasar e incluso abortar proyectos de inversión que ya tenían previamente planificados, porque se torna más complejo calcular los riesgos, los costes y los beneficios asociados a ellos. Por último, la literatura académica demuestra que, en períodos de elevada incertidumbre, las sociedades financieras restringen la concesión de crédito y que aumenta la volatilidad en los precios de los activos, así como las primas de riesgo, con su consiguiente impacto sobre los costes de financiación de los agentes económicos.<sup>7</sup>

En el caso de Cataluña, se ha pasado de una situación en donde la probabilidad de que se produjera la independencia era nula, a otra, en donde dicha probabilidad, aunque sea muy reducida, es

*La incertidumbre afecta al comportamiento de los agentes*

<sup>5</sup> Para más información, puede consultarse aquí: <https://goo.gl/pm1FvJ>.

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, Bloom, N. (2009): «The impact of uncertainty shocks», *Econometrica*, 77(3), pp. 623-685.

<sup>7</sup> En este sentido, véase, por ejemplo, Buraschi *et al.* (2014): «Economic Uncertainty, Disagreement, and Credit Markets», *Management Science*, 60(5), pp. 1.281-1.296.

*Podría aparecer  
un comportamiento  
diferencial negativo  
de Cataluña*

mayor que cero.<sup>8</sup> Salvo que se revierta este escenario, y dada la evidencia que tenemos, tanto a nivel comparado (como con el caso de Canadá) como con las reacciones de los distintos agentes económicos en los meses posteriores al comienzo de la inestabilidad a principios de septiembre, podemos aventurar con certeza que caerá la cuota de participación de la economía catalana respecto a la del resto de España. Como ya se ha podido observar, el traslado de la sede social y fiscal de un gran número de empresas de Cataluña hacia el resto del país (y el posible traslado de la producción en el futuro) puede afectar negativamente a la economía catalana en términos relativos. Es decir, **la salida de capitales, tanto físicos como humanos**, que experimenta Cataluña como consecuencia del incremento de la amenaza soberanista, no afecta tanto a la economía del resto de España porque parte de esos recursos se trasladan a esos otros territorios. Si no se produce la independencia, ni tampoco hay un agravamiento en la probabilidad de que ocurra, la situación afectaría poco a la economía española y, sin embargo, **podría aparecer un comportamiento diferencial negativo para la economía catalana**. Es decir, a medio y a largo plazo, si no se revierte la situación de incertidumbre, Cataluña acabará teniendo un crecimiento potencial inferior al que podría tener en una situación alternativa de completa estabilidad institucional. Además, el crecimiento sería inferior al promedio nacional.

*Los costes en Cataluña,  
peores que en Quebec*

Pero, sin duda, hay factores que hacen que el riesgo de independencia de **Cataluña** pueda tener un **impacto mucho más perjudicial** sobre su economía **que** otros procesos soberanistas, como el caso de **Quebec**, que se analizará más adelante. Hay, al menos, dos motivos, por los que el efecto de una Cataluña independiente sería devastador para su economía. En primer lugar, se produciría su salida inmediata de la Unión Europea. Por lo tanto, saldría del mercado único y de la unión aduanera. En segundo lugar, la separación de España provocaría la salida del euro de la economía catalana. Esto explica por qué, desde el pasado 1 de octubre, cerca de 3.000 empresas —y los bancos catalanes los primeros— han trasladado su sede social y fiscal desde Cataluña hacia otras regiones españolas.

*Tensiones entre Quebec  
y las restantes  
provincias canadienses*

Existen pocos ejemplos a nivel internacional con los que comparar el actual proceso soberanista catalán. El más parecido de ellos es el de Quebec. En 1976, con la victoria en las elecciones provinciales del Parti Québécois, las **tensiones entre Quebec y las restantes provincias canadienses**, así como entre dicha provincia y el Gobierno central se intensificaron, desembocando en el referéndum del 20 de

<sup>8</sup> Para un análisis sobre los costes de la independencia catalana, así como del proceso plebiscitario o referendario, véase Feito, J.L. (2014): «Razones y sinrazones económicas del independentismo catalán», Panel Cívico.

mayo de 1980, perdido por los secesionistas. La consulta versaba sobre si los quebequeses querían ser un Estado Libre asociado con Canadá. Tras un período de estabilidad política, las tensiones independentistas se recrudecieron cuando, a comienzo de la década de los noventa y a iniciativa del Parti Québécois, se sometieron a votación una serie de propuestas para «solucionar el problema de Quebec». La primera de ellas, el acuerdo del lago Meech en 1990, se votó en todas las provincias de Canadá, pero no tuvo el apoyo necesario y no fue aprobado. La segunda, el acuerdo de Charlottetown, se sometió a referéndum nacional y fue rechazado mayoritariamente. Finalmente, los independentistas consiguieron que se realizara un referéndum de independencia a nivel nacional. La redacción de la pregunta, establecida solo por el gobierno de Quebec, fue muy controvertida. Hubo intensos debates sobre cuáles serían las relaciones entre Quebec y el resto de Canadá en caso de independencia, así como sobre la moneda o la pertenencia o no de Quebec a distintas organizaciones internacionales, como el NAFTA, en caso de secesión. Como en 1980, la opción soberanista también perdió, aunque recibió el 49,4% de los votos, con un 93% de participación. En agosto de 1998, tras un recurso del Gobierno federal de Canadá, el Tribunal Supremo declaró que Quebec, bajo la ley constitucional y el derecho internacional, no tenía competencia para decidir unilateralmente su independencia. Uno de los resultados de esta sentencia fue que, en junio de 2000, el Parlamento Federal aprobó la Ley de Claridad, con el objetivo de eliminar cualquier ambigüedad de futuros referéndums de soberanía. La Ley convierte a la Cámara de los Comunes en la única responsable de determinar si la pregunta de un referéndum es clara o no lo es. Además, le concede el exclusivo derecho de decidir qué mayorías constituyen claramente una voluntad de separarse.<sup>9</sup>

**El comportamiento de la economía de Quebec ha sido muy inferior al del resto de Canadá desde el comienzo de las tensiones soberanistas.** En el Gráfico 2 se muestra la tasa de crecimiento anual del PIB real tanto de Quebec (línea roja) como del resto de Canadá (línea azul), así como el diferencial de crecimiento entre ellas. Tal y como se puede apreciar, desde 1981 (período inmediatamente posterior a la celebración del primer referéndum) hasta 2016, mientras que la economía de Canadá ha crecido a una tasa anual promedio del 2,5%, Quebec lo ha hecho al 1,9%.<sup>10</sup> Es decir, en promedio, y durante

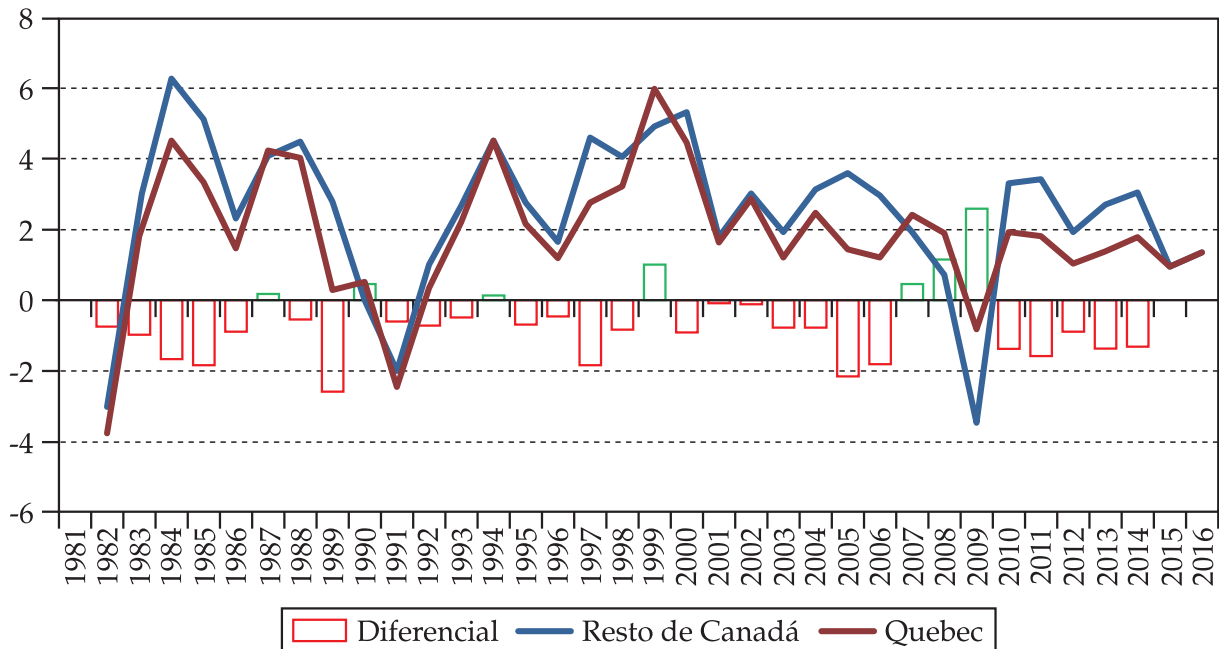
*El comportamiento económico de Quebec ha sido inferior al del resto de Canadá*

<sup>9</sup> Para un análisis detallado de los referéndums celebrados en Quebec en 1980 y 1995, su proceso y las diferencias entre ambos, véase Smith, B. (2013): «The Quebec referendums», *Economic indicators*, 2, 13.

<sup>10</sup> Si analizamos qué ocurrió entre 1981 y 2007, para evitar el impacto de la crisis económica, el crecimiento de Quebec y del resto de Canadá fue del 2,1% y del 2,9%, respectivamente.

## GRÁFICO 2

DIFERENCIAL EN EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL DE QUEBEC RESPECTO AL RESTO DE CANADÁ. 1981-2016  
(En puntos porcentuales)



Fuente: Statistics Canada y elaboración propia.

35 años, Quebec ha estado creciendo seis décimas por debajo del resto de Canadá. En términos acumulativos, esta diferencia en las tasas de crecimiento tienen impactos muy notables. Así, mientras que en el resto de Canadá el PIB real en 2016 era un 136,3% superior al de 1981, en Quebec solo lo era un 90,9%. Como consecuencia de esto, el peso de la economía de Quebec se ha ido reduciendo con el tiempo. Mientras que en 1981 representaba el 22,5% de la economía canadiense, su importancia relativa ha ido menguando hasta suponer el 19,5% en 2016.

*El crecimiento de Quebec ha sido menor del que le habría correspondido*

Una de las principales razones del menor crecimiento del PIB de Quebec fue un comportamiento demográfico negativo y una fuerte emigración de capital humano cualificado hacia otras provincias de Canadá, algo similar, por cierto, a lo que podría ocurrir en Cataluña. Así, entre 1981 y 2016, mientras que la población en Quebec aumentó un 27,1%, en el resto de Canadá lo hizo casi el doble (53%). Como consecuencia de un avance de su población menor que el del resto de Canadá, el crecimiento de la renta per cápita en Quebec, en dicho período, fue similar al del resto del país. Así, mientras que en Quebec el PIB per cápita (constante con precios de 2007) ha pasado de 27.459 \$ en 1981 a 41.247 \$ en 2016 (es decir, un incremento del 50,2%), en el resto de Canadá pasó de 33.772 \$ en 1981 a 52.182 \$ en



2016 (un aumento del 54,5%). Sin embargo, esta práctica igualdad de crecimiento en el PIB per cápita es indicativa de **ineficiencia económica en Quebec**, puesto que partía de una situación muy inferior a la del resto de Canadá y, por lo tanto, su crecimiento, en condiciones normales, debería haber sido mucho más rápido. Pero incluso en el periodo inicial del proceso independentista, previo a la celebración del primer referéndum entre 1976 y 1980, treinta de las mayores empresas canadienses salieron de Quebec y alrededor de 100.000 ciudadanos por debajo de los 25 años se fueron a vivir a otras provincias. Como consecuencia de ello, la capitalidad financiera y económica del país, que ejercía predominantemente Quebec durante la década de los años 70, se desplazó claramente a Ontario y hoy la diferencia de renta y población entre Montreal (capital de Quebec) y Toronto (capital de Ontario) es muy superior a favor de esta última. Durante toda la extensión del proceso, cerca de 700 empresas trasladaron su sede social y productiva desde Quebec hacia otras regiones canadienses. El traslado de sedes sociales ha sido mucho mayor (y concentrado en un espacio de tiempo mucho menor) en la economía catalana por el posible impacto que tendría dejar de pertenecer al mercado único europeo y al euro. Aunque todavía no se ha realizado un traslado de la producción, si persiste la incertidumbre, y no digamos si se incrementan las tensiones independentistas, el traslado de la capacidad productiva hacia otras regiones españolas comenzaría a hacerse efectivo.

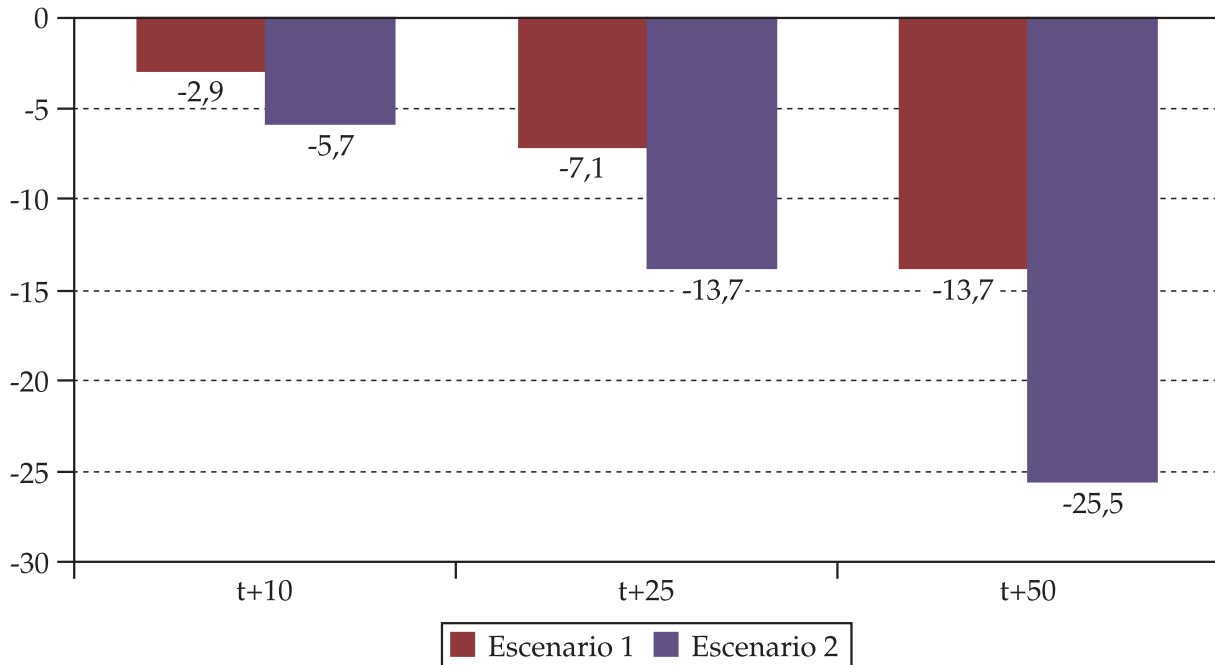
El **impacto agregado a largo plazo sobre el bienestar económico relativo de Cataluña** de un prolongamiento de la inestabilidad sería muy importante. En el Gráfico 3 se presenta qué ocurriría con el PIB de Cataluña si, debido a la inestabilidad ocasionada por la amenaza soberanista, este terminara creciendo a una tasa menor que la del resto de España e inferior, al mismo tiempo, a una situación de ausencia de incertidumbre. Para ello, se estiman dos escenarios alternativos. En el primero de ellos, el PIB catalán crecería tres décimas menos al año de lo que lo haría en ausencia de incertidumbre. En el segundo, el descenso anual sería de seis décimas. Tal y como se puede observar, bajo el primer escenario, el PIB catalán, transcurridos 10 años desde el comienzo de la amenaza soberanista, acabaría siendo un 2,9% inferior a lo que sería si no existiera incertidumbre, un 7,1% al cabo de 25 años, y un 13,7% tras 50 años. En el escenario más adverso, es decir, en el que el crecimiento del PIB es inferior en 6 décimas respecto al escenario base, este sería un 5,7% menor tras 10 años, un 13,7% tras 25 años y un 25,5% tras 50 años. Es importante remarcar que no se está diciendo que la economía catalana retrocedería en bienestar económico. Lo que se está diciendo es que este bienestar sería muy inferior, en una situación de incertidumbre prolongada, al

*Impacto a largo plazo  
sobre el bienestar  
en Cataluña*

## GRÁFICO 3

## CRECIMIENTO DIFERENCIAL DEL PIB CATALÁN EN DISTINTAS SITUACIONES

(En puntos porcentuales)



*Nota:* El escenario 1 se define como aquel en el que el PIB catalán crece anualmente tres décimas por debajo de lo que lo haría en ausencia de incertidumbre. En el escenario 2 el descenso es de seis décimas.

*Fuente:* Elaboración propia.

que podría ser en ausencia de la misma y que caería el peso relativo de Cataluña en la renta nacional. Como nos demuestra la evidencia empírica disponible en situaciones comparables, como en el caso de Quebec, el incremento de la amenaza soberanista acaba repercutiendo sobre el crecimiento potencial de su economía, y sus efectos, en términos de bienestar económico, acaban siendo muy destacables a largo plazo.

### La Unión Europea (I): efectos positivos frente al creciente euroescepticismo

#### Crece el euroescepticismo

Después del *brexit* se ha hecho cada vez más evidente el descontento de algunos europeos hacia el proyecto colectivo que supone la Unión Europea (UE). Sin embargo, los británicos no son los únicos que tienen una imagen negativa de la UE. **En los últimos años el euroescepticismo ha crecido entre los ciudadanos de casi todos los Estados miembros**, y parte de este descontento se refleja en los partidos políticos que apoyan la recuperación de la soberanía nacional

e, incluso, la salida de la UE. Como se puede ver en el Gráfico 4, según datos del Eurobarómetro, el porcentaje de ciudadanos, tanto en España como en el conjunto de la Unión Europea, que tiene una imagen mala o muy mala de la UE es mucho mayor en los últimos años. Y, aunque la opinión de los europeos respecto al proyecto común ha ido mejorando desde la crisis de la eurozona de 2012, sin embargo, el nivel de desconfianza hacia las instituciones de la Unión y hacia el proyecto común es superior al que existía antes del comienzo de la crisis económica.

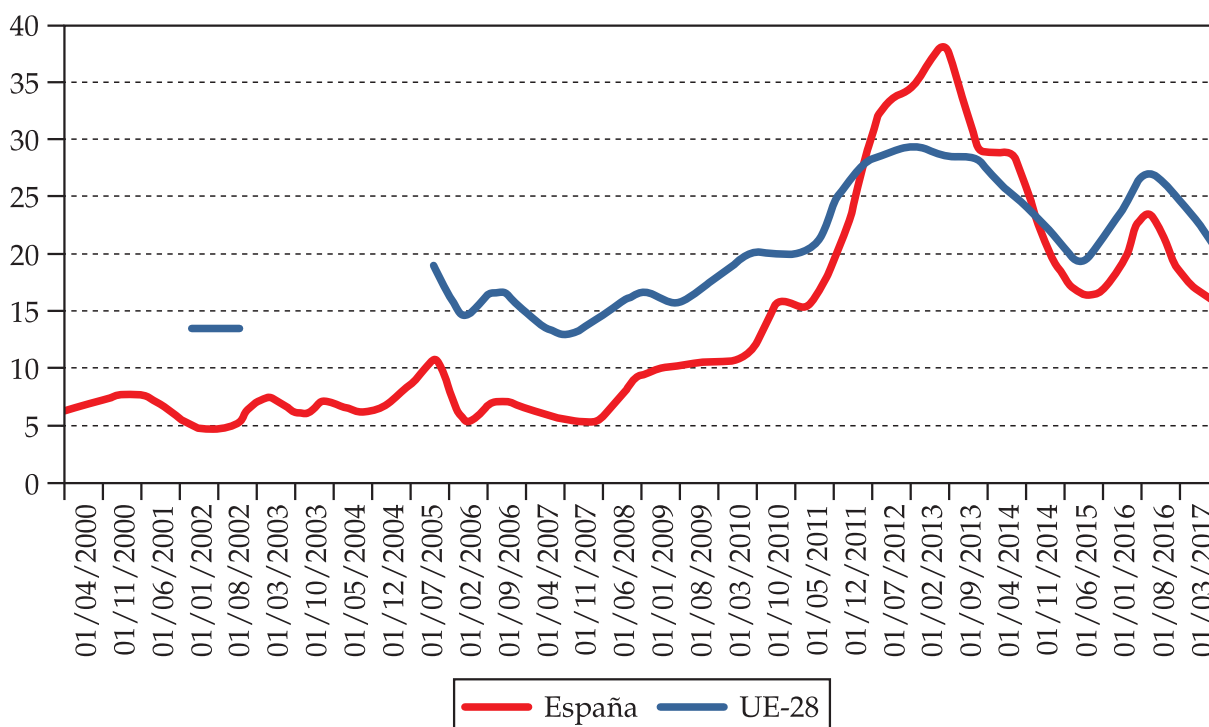
En este contexto de creciente euroescepticismo **es relevante recordar los enormes beneficios que ha traído consigo la Unión Europea**. Ha logrado mitigar las divisiones que fueron tan dolorosamente expuestas en las dos guerras mundiales del s. XX. Pero, también, la UE es una de las áreas económicas más fuertes del mundo. Con más de 500 millones de personas (el 7,3% de la población mundial), representa el 23% del PIB mundial en términos nominales. Sin duda

*Beneficios  
de la pertenencia  
a la Unión Europea*

#### GRÁFICO 4

#### EVOLUCIÓN DEL EUROESCEPTICISMO EN LOS CIUDADANOS DE LA UNIÓN EUROPEA. 2000-2017

(Porcentaje de personas con una imagen mala o muy mala de la Unión Europea)



Nota: Pregunta QA13 del Eurobarómetro:

*In general, does the European Union conjure up for you a very positive, fairly positive, neutral, fairly negative or very negative image?*

Fuente: Eurobarómetro y elaboración propia.

a este desempeño ha contribuido el libre comercio y la eliminación de las barreras no arancelarias, que han reducido los costes para las empresas y los precios para los consumidores. Además, este crecimiento ha sido inclusivo con todos los países. Un reciente estudio<sup>11</sup> demuestra que tanto los países más pobres como los más ricos de la Unión han salido beneficiados de su pertenencia al club. Es decir, los beneficios de la pertenencia a la Unión Europea son muy grandes y superan ampliamente a sus costes. Campos *et al.* (2014) analizan qué habría ocurrido con los países que se unieron al proyecto en los años ochenta y en 2004 si no lo hubieran hecho, y llegan a la conclusión de que su renta per cápita habría sido sensiblemente inferior. En un ejercicio similar, HM Treasury (2016) encuentra la misma respuesta para los países que ingresaron a la UE en 1973 y en 1995. Además, importantes herramientas como el Fondo de Cohesión Social o los fondos estructurales han ayudado a mitigar las disparidades regionales existentes en la UE.

## La Unión Europea (II): retos para el futuro

*Es indispensable seguir implementando reformas estructurales*

El pasado 7 de mayo Emmanuel Macron fue elegido presidente de Francia, mientras que el 16 de junio, su partido, La República en Marcha, obtuvo mayoría absoluta en la Asamblea Nacional francesa. Tras su victoria, está en el punto de mira su agenda reformista, empezando por la desregulación del mercado de trabajo, la reducción del gasto público (incluyendo algunas prestaciones sociales superfluas), así como la de la deuda del Estado. Esto va a suponer un reto de enorme magnitud para Francia que va a demostrar la capacidad y la disponibilidad de la sociedad francesa para abandonar hábitos y comportamientos escleróticos y apostar por la modernización de las instituciones, la flexibilidad de los mercados, la innovación en las empresas y la responsabilidad de cada uno por sus decisiones. En general, a nivel comunitario, es imprescindible, para no perder el tren de la modernidad, que los dirigentes políticos europeos tengan en cuenta una serie de principios y adopten un conjunto de medidas a nivel nacional. En primer lugar, **es indispensable seguir implementando** en los mercados de bienes y servicios, así como en el mercado de trabajo y en el sistema bancario, las **reformas estructurales** necesarias para elevar la competitividad de las empresas y la

<sup>11</sup> Véase HM Treasury (2016): «HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives». También Campos, N., Coricelli, F. y Moretti, L. (2014): «Economic Growth and Political Integration: Synthetic Counterfactuals Evidence from Europe», mimeo.

productividad de la economía en su conjunto. Y se deben abordar a escala nacional. Las disfuncionalidades de los diferentes mercados, como el laboral (que aqueja a diversos países de la Unión), tienen que ser solucionadas internamente en cada país.

Por otro lado, los países desarrollados, en su conjunto, se enfrentan a una serie de **problemas de carácter estructural**, a los que tienen que hacer frente dentro de sus propias fronteras. El creciente envejecimiento poblacional, y el cambio demográfico que supone, plantea una serie de retos de primera magnitud. Pone en cuestión la sostenibilidad y la suficiencia de los sistemas públicos de la Seguridad Social, sobre todo el de las pensiones. Pese a las reformas implantadas en diversos países en los últimos años, incluido el nuestro (en 2011 y 2013), no se debe obviar que siguen existiendo problemas que han de ser abordados. En este sentido, el incremento de la edad de jubilación en distintos Estados miembros, así como el fomento del segundo y el tercer pilar del sistema de pensiones puede ayudar a mejorar la eficiencia y la generosidad del mismo. Además, el cambio demográfico plantea retos importantes sobre una menguante población activa. Es fundamental establecer políticas que fomenten e incrementen la tasa de actividad. En paralelo, se tiene que aumentar la inversión en educación para hacer frente a los retos del futuro, entre los que se encuentra la mayor digitalización de la economía. Por último, se tiene que realizar una fuerte inversión en las infraestructuras económicas (especialmente las digitales, las de carretera y las de energía).

A nivel europeo se han de desarrollar políticas que tengan fuertes externalidades. Asimismo, **es imprescindible distinguir entre lo urgente y lo menos apremiante**. En relación con lo primero, es inexcusable completar el mercado único para los servicios, incluidos los productos digitales, lo que incluye los derechos de propiedad intelectual, las responsabilidades de los proveedores y de los usuarios, etc. En el marco de la Estrategia del Mercado Único Digital, impulsada por la Comisión Europea en mayo de 2015, es imprescindible limitar el bloqueo geográfico injustificado de los contenidos digitales, con el objetivo último de avanzar en la unificación del mercado común entre los Estados miembros. Por otro lado, con el propósito de aumentar la eficiencia en la financiación de los proyectos empresariales innovadores, tienen que completarse los planes de una unión europea de capitales que conduzca a una verdadera integración de los mercados de capital-riesgo que, en la actualidad, se encuentran excesivamente fragmentados. Con ello se conseguiría aumentar la diversificación de las fuentes de financiación de las empresas europeas, todavía excesivamente dependientes del crédito bancario y, como corolario, se lograría diversificar los riesgos privados asociados al ciclo coyuntural.

*Problemas de carácter estructural*

*Es inexcusable distinguir entre lo urgente y lo menos apremiante*

*Hay que fortalecer  
las instituciones  
europeas*

Paralelamente, **hay que seguir fortaleciendo las estructuras institucionales de la zona euro:**

- En primer lugar, es necesario cumplir con el pacto fiscal europeo, formalmente conocido como Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, firmado el 2 de marzo de 2012 por 25 Estados miembros de la UE (todos a excepción del Reino Unido y de la República Checa) y ratificado en las legislaciones nacionales de diversos países.<sup>12</sup> El Tratado, que contiene 16 artículos, supone un compromiso claro de los distintos Estados miembros para controlar el déficit estructural, y para avanzar en la consolidación del déficit y la deuda públicos.

En el caso de España, desde que en el año 2009 se alcanzó la cifra del 11,1% del PIB de déficit público, se inició un proceso de consolidación fiscal que ha tenido, como resultado, una reducción del mismo hasta niveles que se espera que estén por debajo del 3% (saliendo del Protocolo de Déficit Excesivo) para el año próximo. En este sentido, **la firma de los Presupuestos Generales del Estado tendría un impacto positivo sobre el déficit** y sobre el desempeño económico, por varias razones. Por un lado, ancla la legislatura, dando mayor estabilidad y mejorando las expectativas de los agentes. Además, si hay Presupuestos y se asegura el objetivo de déficit, se saldría, como se ha comentado, del Protocolo de Déficit Excesivo. Ello tendría un impacto sobre el crecimiento económico vía confianza, a través de la mejora del *rating* sobre nuestra economía y la consiguiente reducción en los costes de financiación.

- En segundo lugar, la Unión Europea avanza en la buena dirección en el **proceso de construcción de la Unión Bancaria**. Así se pone de manifiesto, por ejemplo, con la utilización de uno de sus principios, el de *bail-in*, dentro del Mecanismo Único de Resolución, tal y como se utilizó en la crisis del Banco Popular en junio de este año. Las reformas legislativas implementadas en la Unión Europea con relación a los mecanismos de recuperación y resolución de entidades de crédito (transpuestas al cuerpo legislativo español) suponen un avance en la armonización de las normas y en los procedimientos a nivel comunitario que tratan de evitar la vía concursal de las entidades en crisis minimizando el impacto en las finanzas públicas, así como el vínculo entre el riesgo del sector financiero y

<sup>12</sup> En España se aprobó en el Congreso de los Diputados, el 21 de junio de 2012, con 309 votos a favor.

el riesgo soberano y la fragmentación de los sistemas financieros de la UE. Véase, en este sentido, la Directiva 2014/59/UE, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión; el Reglamento 806/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución; y, por último, la Directiva 2014/49/UE, sobre sistemas de garantía de depósitos.

## Reforma de la ley hipotecaria

El pasado 17 de noviembre se publicó, en el Boletín Oficial de las Cortes Generales, el **Proyecto de Ley reguladora de los contratos de crédito hipotecario**. Su objetivo es devolver la seguridad jurídica a los contratos hipotecarios con una nueva ley que transpone la Directiva 2014/17/EU y que tiene en cuenta los principios básicos fijados por la jurisprudencia reciente. Tal y como se dice en su Exposición de Motivos, la regulación de los contratos de crédito inmobiliario desempeña un papel relevante en la estabilidad económica y es un instrumento de cohesión social. Es de destacar que el sistema hipotecario español actualmente vigente y, en particular, el régimen de concesión de préstamos y créditos con garantía hipotecaria inmobiliaria ha permitido que un número importante de familias españolas tengan una vivienda en propiedad y que, además, lo hagan en una proporción muy superior a la de otros países de nuestro entorno. No obstante, el modelo hipotecario español ha permitido financiar uno de los mayores porcentajes de vivienda en propiedad de Europa: hasta el 79% de las familias españolas son propietarias de vivienda, frente al 52% de Alemania.

Aunque el Proyecto de Ley establece modificaciones en numerosas cuestiones de la actual norma, dos aspectos importantes están relacionados con la cláusula de reembolso anticipado y con la cláusula de vencimiento anticipado, que son más exigentes que las previstas en la Directiva europea. El **objetivo** que se persigue con su **reforma es mejorar la seguridad jurídica de las hipotecas**. A cambio, es importante señalar que se acota el coste de algunas opciones de los contratos y que, probablemente, bajo las nuevas condiciones contractuales, el tipo de interés efectivo de las nuevas hipotecas será más elevado. La nueva ley hipotecaria debe tratar de conciliar distintos objetivos, que no siempre son coincidentes. Por un lado, debe

*Proyecto de ley de los contratos hipotecarios*

*La reforma pretende mejorar la seguridad jurídica*

aumentar la seguridad jurídica de los contratos. Por otro, debe avanzar hacia una mayor protección de los consumidores. Por último, debe tener como finalidad última el mayor acceso posible a la vivienda.<sup>13</sup>

## La sequía, fuente de preocupación

### *Preocupa la sequía*

La falta de lluvias que experimenta nuestro país desde enero de 2016 refleja **una de las peores sequías (si no la peor) que estamos padeciendo en las últimas décadas**. Según el Índice de Precipitaciones Estandariza (SPI por sus siglas en inglés) en el último año hidrológico la mayor parte de la Península Ibérica y las islas Canarias han tenido un año muy seco.<sup>14</sup> De no cambiar el nivel de precipitaciones en los próximos meses, la sequía que estamos sufriendo puede ser más severa que la que tuvimos en 1981-1984 y 1992-1995. Pese a que el peso del sector primario en la economía española es muy reducido (según los últimos datos de la Contabilidad Nacional para 2016, la producción de la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca representaban el 2,5% del total de la economía española; y el 3,9% de los puestos de trabajo totales), una sequía prolongada en el tiempo tiene efectos sobre más sectores, como la agroindustria, con un peso más destacado. En este sentido, y puesto que nuestro país tiene ciclos recurrentes de sequía, es imprescindible una mayor inversión en la gestión hídrica. La falta de agua no se debe solo a la falta de lluvias, sino que España pierde hasta un 26% de agua como consecuencia de su deficiente red de distribución,<sup>15</sup> lo que empeora las negativas consecuencias de la sequía. La primera consecuencia de la falta de inversión hídrica es que España se enfrenta a sanciones de la Unión Europea por incumplimientos en materia de agua, por sentencia del Tribunal de Justicia de la UE de noviembre del año pasado.

---

<sup>13</sup> Para un análisis reciente sobre el sistema hipotecario español, los cambios legislativos que son un antecedente del actual y un análisis de la cláusula de reembolso anticipado y de la cláusula de vencimiento anticipado, véase García Montalvo, J. (2017): *Algunas consideraciones sobre la nueva ley hipotecaria*, Instituto de Estudios Económicos.

<sup>14</sup> Para el cálculo del SPI en un lugar determinado se parte de la serie histórica de precipitaciones mensuales correspondiente al período requerido, y su distribución de probabilidad se ajusta a una distribución Normal estandarizada, de tal manera que valores positivos (negativos) del SPI indican que ha llovido más (menos) que la media. Se consideran períodos de sequía aquellos en los que el valor del SPI son iguales o inferiores a -1.

Puede consultarse la información sobre el SPI aquí: <https://goo.gl/MJvoFa>.

<sup>15</sup> Véase, para más información, Sener y Seopan (2017): *Análisis de la inversión en infraestructuras prioritarias en España*.



En definitiva, el ejercicio que cierra va a ser el cuarto año consecutivo de crecimiento del PIB real en nuestro país, y el tercero en el que se crece a una tasa superior al 3%. Después de una prolongada recesión económica, esta circunstancia implica una fuerte creación de empleo (superior al medio millón de trabajadores equivalentes a tiempo completo al año) y una reducción de los desequilibrios que se fueron acumulando en la anterior etapa expansiva. Estamos ante un crecimiento equilibrado, puesto que tanto la demanda nacional como el sector exterior están contribuyendo positivamente, algo que no pasaba en anteriores etapas expansivas. Pero, **para garantizar el mejor desempeño posible de nuestro país es imprescindible que se atenúen las incertidumbres asociadas con el proceso soberanista en Cataluña**, que se fortalezcan las instituciones europeas y, por último, que se siga firme en nuestro compromiso con la implantación de reformas estructurales y con la reducción de los desequilibrios acumulados en el pasado.

*Para alcanzar  
los mejores resultados  
es necesario  
que termine  
la incertidumbre*



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)