

REFORMAS  
PARA  
UN CRECIMIENTO  
SOSTENIBLE



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

© 2006 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS  
C/ Castelló, 128 - 6.ª planta • 28006 Madrid  
Tel.: 917 820 580

Diseño y maquetación: JPM GRAPHIC, S.L.  
C/ Martín Machío, 15 • 28002 Madrid  
Tel.: 911 812 210

Impreso por ARTEGRAF, S.A.  
C/ Sebastián Gómez, 5 • 28026 Madrid  
Tel.: 914 754 212

*Printed in Spain* · Impreso en España

## **Reformas para un crecimiento sostenible\***

La economía mundial mantiene un buen ritmo de crecimiento, aunque se perciben algunas señales de moderación en la segunda mitad del año. La reducción de las tensiones en el mercado del petróleo permite aparcar, al menos de momento, uno de los principales motivos de preocupación de los últimos tiempos, aunque persiste el otro gran factor de riesgo: los desequilibrios globales. Estados Unidos ha ralentizado de forma acusada su ritmo de crecimiento debido al frenazo del sector inmobiliario, pero todos los indicios apuntan a un «aterrizaje suave», con un crecimiento para 2007 por debajo de su tasa potencial, pero lejos de la recesión. En la zona euro, el panorama ha mejorado ostensiblemente, en gran medida gracias al afianzamiento de la recuperación de Alemania, pero la subida del IVA, a partir del 1 de enero del próximo año, en el país germano podría frenar prematuramente la recuperación.

Las tasas de inflación han celebrado la bajada del precio del petróleo con descensos en sus índices generales en ambos lados del Atlántico, sin que ello signifique que se puedan dar por finalizadas las tensiones inflacionistas, que, en cualquier caso, han sido muy moderadas si tenemos en cuenta el contexto de fuerte encarecimiento de la energía y de otras materias primas en el que se ha movido la economía mundial en los dos últimos años. Así, en la zona euro aún se espera alguna vuelta de tuerca más en la política monetaria, mientras que en Estados Unidos todavía no está clara la dirección que va a tomar la Reserva Federal en sus próximas reuniones.

En España el PIB crece a un ritmo superior a lo esperado, e incluso ha presentado un perfil de aceleración en los tres primeros trimestres del año, gracias al empuje de las exportaciones, cuya reactivación ha impulsado al sector industrial. El sector inmobiliario

---

\* 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 24 de noviembre de 2006, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

presenta síntomas de enfriamiento como resultado, fundamentalmente, del encarecimiento del dinero, pero el ciclo no finalizará mientras continúe la creación de empleo, lo cual parece que está garantizado, al menos de momento, en vista de la excelente situación en que se encuentran los balances empresariales. Los desequilibrios de la economía española han mejorado ligeramente: la inflación se ha moderado en los últimos meses, tanto en su índice general como en el subyacente, aunque podría experimentar un pequeño repunte al final del año, mientras que el desequilibrio exterior, medido a través de la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB, también ha presentado un comportamiento menos desfavorable durante este ejercicio. Es posible que tanto el crecimiento económico como los desequilibrios hayan tocado techo, aunque estos últimos podrían estabilizarse en su nivel actual, puesto que no es previsible una mejoría considerable de los mismos a corto plazo teniendo en cuenta que el diferencial de crecimiento seguirá siendo favorable para la economía española.

Siguen existiendo dudas en cuanto a la capacidad de nuestra economía para mantener el ritmo de crecimiento sostenido cuando finalice el *boom* constructor que ha alimentado nuestra expansión económica durante el actual ciclo. Para establecer una economía capaz de crecer de forma sostenida, es necesario desarrollar políticas tanto en el plano macro como en el microeconómico. Así, es preciso mantener un compromiso firme con el objetivo de la estabilidad presupuestaria y llevar a cabo reformas estructurales que doten de mayor flexibilidad, dinamismo y concurrencia a la economía. Por otra parte, hay que intensificar los esfuerzos para elevar la competitividad y la productividad de nuestro sistema productivo a través de la extensión del uso de las tecnologías de la información y de la inversión en I+D+i y en capital humano.

### **La expansión de la economía mundial continúa, pero los riesgos persisten**

**La economía mundial** se mantiene en buena forma por tercer año consecutivo, aunque se aprecia cierta pérdida de impulso en la segunda mitad del año, debido, sobre todo, a la desaceleración de Estados Unidos. Un aspecto importante es que el crecimiento del producto global se presenta más equilibrado regionalmente. La actividad económica viene, por fin, apoyada por las otras dos grandes áreas económicas del mundo: el Japón y la zona euro. A pesar de que las políticas macroeconómicas de los principales países comienzan a alinearse en un sentido menos acomodaticio que el que ha prevalecido hasta hace pocos meses, hay que destacar la robustez con la que las economías de muchos países han afrontado los choques exógenos derivados del encarecimiento del petróleo y

de otras materias primas, y los riesgos asociados con los fuertes desequilibrios globales en las balanzas de pagos por cuenta corriente y con el parón de la Ronda de Doha sobre la liberalización del comercio mundial. La aparente invulnerabilidad de la actividad económica ante las diversas tensiones geopolíticas no es menos sorprendente.

Tras la escalada de **los precios del crudo** de la primera mitad del año, con máximos de casi 80 dólares por barril de Brent en agosto, el mercado se ha estabilizado en los últimos meses en torno a los 60 dólares con repuntes recientes. Uno de los motivos puede encontrarse en la salida de posiciones especulativas. En cualquier caso, no es probable que la reciente evolución suponga un cambio de tendencia en el mercado del petróleo, puesto que son más los factores que actúan al alza que los que lo hacen a la baja. De hecho, el mercado de futuros prevé, para el próximo ejercicio, unos precios algo por encima de los niveles actuales. La favorable evolución del precio de esta materia prima ha permitido que la inflación se modere ostensiblemente en todas las áreas económicas desde septiembre. El impacto inflacionista de las subidas anteriores había sido muy leve, tan solo los índices generales de precios habían sufrido ascensos importantes, lo cual ha sido posible gracias a diversos factores: la intensa competencia derivada de la globalización económica (especialmente, la irrupción de China en el escenario económico mundial), la ausencia de efectos de segunda vuelta por la contención de los salarios, la sólida reputación de los bancos centrales como garantes de la estabilidad de precios y la menor dependencia de la economía mundial con respecto al petróleo. No obstante, los indicadores de precios industriales ya habían comenzado a reflejar, aunque de forma parcial y moderada, el comienzo de un incipiente proceso de transmisión de los mayores costes energéticos hacia los precios de otros productos, por lo que, aunque el precio del petróleo se mantenga en los niveles actuales, es posible que las tensiones de fondo no remitan del todo a corto plazo.

Uno de los principales factores de riesgo para la economía mundial sigue procediendo de los llamados **desequilibrios globales** entre las grandes áreas económicas del mundo: por un lado, está el abultado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, y por otro lado, están los superávits del Japón, de Rusia, de los países productores de petróleo del Oriente Medio y, especialmente, de China, que ha acumulado reservas de divisas por valor de 980.000 millones de dólares, las más voluminosas del mundo. La zona euro, por su parte, registra una balanza prácticamente equilibrada, debido sobre todo a los fuertes superávits de Alemania. En estas circunstancias, se mantiene vivo el debate sobre si un déficit por cuenta corriente tan abultado como el estadounidense podrá ser sostenible en el tiempo. Por el momento, esta situación no ha supuesto ningún

problema, pero en el futuro las cosas se podrían complicar. De hecho, en las últimas semanas hemos asistido a un episodio de fuerte presión vendedora en el mercado de cambios que propulsó al euro por encima de 1,33 dólares, y que ha venido motivada por las dudas acerca de la capacidad de la divisa estadounidense para mantener su valor ante los posibles movimientos —aunque hasta el momento difícilmente confirmables— por parte de diferentes Bancos Centrales de diversificación de sus reservas, así como por la previsión de un estrechamiento del diferencial de tipos entre esta moneda y el euro.

Se suele argumentar que los desequilibrios globales se reducirían si los regímenes cambiarios fueran más flexibles, y China y Japón llevaran a cabo una realineación de sus monedas, a lo que estos últimos se resisten para no poner en peligro la dinámica exportadora de sus economías. No obstante, el mantenimiento del tipo de cambio infravalorado tiene sus límites, puesto que las autoridades monetarias nacionales no tienen capacidad ilimitada de esterilización de divisas, y, tarde o temprano, se verán obstaculizadas en la persecución eficaz de sus objetivos, sobre todo el de la estabilidad de precios. En cualquier caso, una revaluación de las monedas nipona y china no resolvería los problemas fundamentales que se esconden detrás de los desequilibrios globales, y que consisten en diversas debilidades estructurales de las economías, ya sea en forma de tasa de ahorro muy baja (Estados Unidos) o muy alta (China), ya sea en forma de endeudamiento desmesurado del Estado (Japón), o en forma de avance de la productividad laboral demasiado contenido (Eurozona). Dicho de otro modo: la corrección de los desequilibrios globales pasa por la aplicación de políticas macro y microeconómicas nacionales que mejoren la eficiencia de las propias economías y aseguren la máxima flexibilidad. En concreto, en el caso de China, sería positivo que se pusiera efectivamente en marcha el cambio en la estrategia de desarrollo económico anunciada en su 11.º Plan Quinquenal, consistente en aumentar el papel del consumo en detrimento de la inversión y de las exportaciones.

El PIB de **Estados Unidos** ha frenado su ritmo de crecimiento hasta el 2,2 por 100 en el tercer trimestre del año (tasa intertrimestral anualizada), lejos del 5,6 por 100 del primer cuarto. Este resultado se debe a la notable caída de la actividad en el sector de la construcción residencial y, en menor medida, a la aportación negativa del sector exterior, mientras que el consumo privado ha mantenido un tono muy vigoroso, al igual que la inversión en bienes de equipo. Para el conjunto del ejercicio se espera una tasa del 3,1 por 100, una décima menos que en 2005. La evolución del mercado de la vivienda estadounidense ha constituido uno de los principales focos de atención, sobre todo en

los últimos meses, puesto que las recientes caídas en las cifras de ventas y los descensos de precios despiertan el temor a un pinchazo de la posible burbuja inmobiliaria y a un aterrizaje brusco de la economía. No obstante, no es probable un escenario de estas características, puesto que la creación de empleo se mantiene firme y las expectativas de los consumidores, medidas a través de los índices de confianza, siguen siendo sólidas. Además, los últimos datos de ventas de viviendas parecen apuntar hacia la estabilización del mercado, tras la corrección sufrida en los meses anteriores. En cualquier caso, el crecimiento de la mayor economía del mundo será bastante menos robusto en el próximo año. El Fondo Monetario Internacional prevé una tasa del 2,6 por 100.

**La inflación estadounidense** ha retrocedido hasta el 1,3 por 100 en octubre, tras haber alcanzado máximos del 4,3 por 100 cuatro meses antes, gracias al efecto del descenso del precio de la energía, aunque la tasa de crecimiento del índice subyacente se mantiene en niveles relativamente elevados. Pese a la resistencia a la baja de esta última, la Reserva Federal podría haber llegado al final del ciclo de subidas de tipos tras haber situado estos en el 5,25 por 100. El enfriamiento del mercado inmobiliario parece descartar nuevos ascensos, e incluso, en algunos momentos, se ha comenzado a descontar un posible recorte en la primera mitad del próximo ejercicio, aunque este último escenario es poco probable. El mercado asume que la inflación se va a mantener contenida dentro de niveles aceptables, como pone de relieve el diferencial de rendimiento entre los bonos del tesoro indicados por la inflación y los bonos convencionales. Los tipos de interés a más largo plazo, a los que solo en parte se han trasladado los ascensos practicados por la Reserva Federal en los últimos dos años, han mantenido una trayectoria suavemente ascendente a lo largo de la primera mitad del año, para posteriormente flexionar a la baja, con lo que la curva de tipos continúa presentando una pendiente ligeramente negativa, ofreciendo más argumentos a los pesimistas, que han venido contemplando esta inversión como el anuncio de una próxima recesión.

Como viene siendo habitual, grandes países emergentes como **China y la India** constituyen un soporte clave de la expansión económica mundial. Las previsiones de crecimiento del PIB para estos dos países, en este año, son el 10 por 100 y el 8,3 por 100, respectivamente, según estimaciones del FMI. Para 2007 China podría repetir este registro, mientras que en la India se vaticina un ligero retroceso. Tanto China como la India vienen generando una elevación apreciable del potencial de producción en la economía mundial. El primero de ellos aventaja al segundo en términos de productividad, sobre todo porque el gobierno ha invertido más en infraestructuras y en educación, y ha sido más tenaz a la hora de desregular actividades y mercados. La India, por su parte,

ha dado un gran salto hacia adelante como economía de las nuevas tecnologías de la información y comunicación, y se ha convertido, para numerosas empresas occidentales, en un destino atractivo para deslocalizar determinados servicios profesionales. Las autoridades chinas han tomado diversas medidas, a lo largo de este año, dirigidas a enfriar su economía y a evitar el peligro de una sobreinversión en determinados sectores, puesto que el ritmo de formación de capital es tan elevado que podría crearse un exceso de capacidad productiva, con el potencial impacto deflacionista que conlleva una situación de estas características. Así, los tipos de interés se han elevado en dos ocasiones, al igual que los coeficientes de reservas de los bancos, lo que se une a otras medidas de carácter administrativo dirigidas a limitar la inversión en sectores concretos, como el inmobiliario, el del acero y el del aluminio, aunque con poco éxito en el caso de estas últimas. Finalmente, las autoridades han recortado los subsidios a la exportación con el objeto de reducir el superávit por cuenta corriente.

En **Japón**, las reestructuraciones de las empresas y los saneamientos de los balances de las entidades financieras, realizados en los últimos años, han surtido efecto, y la reactivación económica es firme. No obstante, el crecimiento ha perdido intensidad como consecuencia del menor empuje de la demanda doméstica, que ha reducido su aportación positiva debido al tono más apagado del consumo de los hogares, así como a la caída de la inversión pública. Este último factor refleja los esfuerzos del gobierno por consolidar las cuentas públicas, severamente desequilibradas tras una década de deflación que se trató de combatir mediante políticas keynesianas. El PIB podría avanzar a tasas del 2,7 por 100 este año y del 2 por 100 el próximo, cifras que no se habían visto durante los últimos diez años. La deflación ya se da por terminada, aunque quizás prematuramente, puesto que el componente subyacente del IPC aún se mueve en terreno negativo, al igual que el deflactor del PIB. La economía nipona seguirá recibiendo el apoyo de una política monetaria laxa, si bien el Banco de Japón ya ha puesto fin a la política de tipos de interés cero, con una subida hasta el 0,25 por 100 en el mes de julio.

**Los países latinoamericanos** han superado, sin grandes dificultades, la prueba de fuego que supuso el episodio de inestabilidad que atravesaron los mercados financieros internacionales durante el pasado mes de mayo. Los diferenciales de la deuda soberana de los países del área han vuelto a mínimos históricos, tras el repunte observado en dichas fechas, y los tipos de cambio de las monedas, que se vieron más afectadas por aquella situación, han recuperado el terreno perdido, al tiempo que han retornado los flujos de capitales a la región. Esta circunstancia pone de manifiesto el elevado grado de confianza de los inversores internacionales en la solidez de los fundamentos económicos



de estos países, gracias a la implementación, en general, de políticas macroeconómicas serias orientadas a la estabilidad. Esto se refleja en la contención de la inflación —salvo en Venezuela y en Argentina, por una esterilización incompleta de las entradas de divisas—, y en la mayor solidez de las finanzas públicas, lo que ha hecho posible un cuantioso descenso del volumen de deuda pública en relación al PIB en los últimos dos o tres años. El ritmo de crecimiento económico, que en el primer semestre de 2006 ha sido incluso superior al del año pasado, se ha seguido apoyando, al igual que en los dos ejercicios anteriores, en la fortaleza de la demanda interna, mientras que la aportación de la demanda externa ha sido negativa. Ello no impide que el área en su conjunto registre un saldo positivo por cuenta corriente, gracias a que el crecimiento de las exportaciones, en términos nominales, es muy superior a su crecimiento real por efecto de los mayores precios de las materias primas, que concentran la mayor parte de las ventas de la región al exterior.

En **la zona euro** se ha confirmado el escenario de recuperación, aunque el crecimiento en el tercer trimestre ha sido algo más lento que en la primera mitad del ejercicio, con una tasa del 0,5 por 100 intertrimestral y del 2,7 por 100 interanual. El impulso proviene fundamentalmente de la demanda interior, tanto del consumo como de la inversión. Otro elemento positivo es el relanzamiento de la actividad en el sector de la construcción, que hasta ahora había permanecido aletargado, lastrando el crecimiento del resto de la economía, y en el período comprendido entre julio y septiembre ha conseguido avanzar un 3,8 por 100, lo que obedece fundamentalmente al mejor comportamiento del mismo en Alemania. Otros indicadores que corroboran la ligera pérdida de dinamismo en el tercer trimestre son el índice de producción industrial, los pedidos industriales o el índice de gestores de compras, indicadores que, pese a haber frenado su trayectoria alcista, se mueven en las tasas más elevadas desde la anterior fase expansiva, en el año 2000. Los índices de confianza, por su parte, continúan al alza, y la tasa de paro ha descendido hasta el 7,7 por 100, el nivel más bajo desde 1990. Se prevé una tasa de crecimiento económico para este ejercicio del 2,6 por 100, aunque para el año próximo se pronostica un ritmo de expansión algo más pausado, quizás solo alguna décima por encima del 2 por 100, como consecuencia de la concurrencia de varios factores: la subida del IVA en Alemania, la ralentización en Estados Unidos, el impacto de las sucesivas subidas de tipos de interés y la apreciación del euro.

**La inflación en la eurozona** ha flexionado a la baja, gracias al mejor comportamiento del precio del crudo. Su tasa interanual se ha situado en el 1,8 por 100 en noviembre, según estimaciones iniciales, aunque el índice subyacente presenta mayor resistencia a

la baja. Existen otros factores que están ayudando a contener los precios, como la apreciación del euro, la evolución moderada de los costes laborales y las presiones de la competencia en los mercados de bienes y servicios a raíz de la globalización. No obstante, el fuerte crecimiento de la masa monetaria (M3) y del crédito, y, como consecuencia de ello, la holgada situación de liquidez de la zona euro, indican una persistencia de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Así, el crédito a las empresas no financieras ha despuntado recientemente, con tasas cercanas al 13 por 100, aunque el crédito a los hogares y los préstamos destinados a la adquisición de vivienda han atenuado su ritmo expansivo.

Las expectativas de inflación a corto plazo han aumentado, con motivo de la próxima elevación del IVA en Alemania, en tres puntos porcentuales (del 16 por 100 al 19 por 100, a partir del 1 de enero próximo), lo que repercutirá en el índice armonizado de precios al consumo de la zona euro, con dos décimas de subida adicional. El BCE no debe tomar en consideración este efecto inflacionario, mientras no se produzcan efectos de segunda ronda, pero, en cualquier caso, tras la reciente subida de tipos practicada por la autoridad monetaria, que ha colocado a estos en el 3,5 por 100, podría producirse otro aumento más en el primer trimestre de 2007, que muy probablemente marcará el punto final del actual ciclo de subidas. La fuerte apreciación de la divisa europea en las últimas semanas, si se mantiene, reduce la probabilidad de una subida adicional hasta el 4 por 100, aunque no se puede descartar del todo tal posibilidad. El **euribor** a un año ha continuado con su racha alcista, anticipando las subidas previstas para los tipos de interés oficiales del BCE. En noviembre se ha movido entre el 3,85 por 100 y el 3,90 por 100, pero a medida que nos aproximemos al final del ciclo de subidas por parte de la autoridad monetaria, los ascensos se frenarán, muy probablemente en el entorno del 4 por 100, e incluso cabe la posibilidad de que en la segunda mitad del próximo ejercicio esta referencia comience ya a descontar un movimiento a la baja de la política monetaria, en forma de ligeros descensos.

La recuperación de **la economía alemana** ha ganado consistencia a lo largo del ejercicio. Los índices de sentimiento empresarial y de confianza del consumidor muestran gran robustez, y las tasas de crecimiento económico (corregidas de los efectos del calendario) presentan un perfil ascendente en comparación interanual, con un registro del 2,8 por 100 en el tercer trimestre del año. La recuperación tiene una base muy amplia, con una aportación positiva tanto por parte del sector exterior como de la demanda doméstica, y dentro de esta, con incrementos en el consumo, en la formación bruta de capital en bienes de equipo y, lo que constituye uno de los aspectos más esperanzadores

de la evolución reciente de la economía germana, en la inversión en construcción. Este componente de la demanda contabiliza un ascenso del 3,3 por 100 en el tercer cuarto del año, en sintonía con el despunte del índice de producción en la construcción, todo lo cual apunta a un resurgimiento de la actividad en el sector, que supera así una larga fase de estancamiento iniciada en el año 2000.

El índice de producción industrial ha estabilizado sus registros, aunque dentro de niveles relativamente elevados. Los sectores de bienes intermedios y de consumo duradero son los más dinámicos, y el crecimiento de los pedidos industriales provenientes del interior se mantiene al alza, aunque estos resultados pueden estar distorsionados por el efecto del aumento del IVA a partir del 1 de enero, que puede estar favoreciendo un adelanto de las compras a los últimos meses del año en curso. La capacidad de la economía alemana para resistir el impacto de la subida de impuestos y mantener un ritmo sostenido de crecimiento a partir de enero es una incógnita, y en gran medida dependerá de ello la evolución posterior de la economía de la zona euro. En principio, se prevé una sensible ralentización, aunque la fortaleza de algunos indicadores de confianza, especialmente el Ifo, tanto en su componente relativo a la situación actual como a las expectativas para el futuro, alimenta la esperanza en cuanto a que la reactivación sea más sólida y resistente de lo que se creía. Aún así, la situación general no se puede calificar de satisfactoria, puesto que el potencial de producción continúa siendo comparativamente bajo, la creación de empleo es demasiado lenta y la tasa de paro es elevada.

Un elemento que actuará a favor del sostenimiento de la economía alemana es la gran capacidad de adaptación de sus empresas y su situación saneada tras los procesos de ajuste realizados en los últimos años, con unos recortes de plantillas sin precedentes que han hecho posibles importantes ahorros de costes e incrementos en la productividad, y el traslado de parte de la producción a otros países, especialmente del este de Europa y de Asia, para aumentar la eficiencia productiva. Además, las empresas han intensificado sus actividades de investigación y desarrollo para innovar en productos y procesos. Todo ello se traduce en ganancias notables de competitividad internacional y un considerable dinamismo exportador, incluso en períodos con un euro fuerte. Como elemento en contra hay que mencionar la ausencia de verdaderas reformas estructurales que eleven de forma permanente el potencial de crecimiento económico.

En lo que respecta a las otras grandes economías de la eurozona, cabe destacar la dificultad de **Italia** para cobrar impulso y dejar atrás unas tasas de crecimiento más bien

pobres, que en los trimestres centrales de este año se han mantenido estables en el 1,5 por 100 en términos interanuales, aún así, las más elevadas desde la anterior fase expansiva. **Francia**, por su parte, se ha anotado un crecimiento nulo en el tercer trimestre, pero esta parálisis es el resultado de un ajuste del nivel de inventarios que ha detraído varias décimas de crecimiento, después del fuerte empujón del segundo trimestre, en el que el PIB creció un 1,2 por 100 intertrimestral debido a una intensa acumulación de *stocks*. Otros componentes de la demanda interna, como el gasto privado o la inversión, solo han mostrado una ralentización, y continúan siendo el principal apoyo del crecimiento galo, crecimiento que, en cualquier caso, solo se puede calificar de aceptable. **Portugal** tampoco consigue superar las graves dificultades por las que atraviesa desde hace ya tiempo, y su PIB progresa a un ritmo interanual situado entorno a un decepcionante 1 por 100.

### **La economía española crece más de lo esperado**

**La economía española** se está comportando este año mejor de lo previsto, con tasas de crecimiento elevadas y crecientes en los tres primeros trimestres del año. Las razones de esta evolución se encuentran, por una parte, en la elevada resistencia a la baja de la actividad en el sector de la construcción, que tras la desaceleración sufrida en el último trimestre de 2005 y los dos primeros de 2006, vuelve a orientarse al alza en el tercer cuarto. Por otra parte, también se explica por la lenta mejora del sector exterior, cuya aportación al crecimiento se ha vuelto algo menos negativa, y en el tercer trimestre ha sido de -1,0 puntos, frente a un mínimo de -2,0 puntos que arrojó el último trimestre de 2004 y primero de 2005. El tirón de las exportaciones, fruto de la reactivación de la economía europea, ha permitido contrarrestar el tono algo más pausado, en comparación con el pasado ejercicio, de la demanda nacional, dando lugar a una aceleración efectiva de la tasa de crecimiento del PIB, que ha pasado del 3,6 por 100 en el primer trimestre al 3,7 por 100 en el segundo y al 3,8 por 100 en el tercero, con tasas de crecimiento intertrimestrales del 0,9 por 100 en los tres períodos. Desde el punto de vista de la oferta, todos los sectores, salvo la agricultura, que sigue en recesión, han acelerado su ritmo expansivo, especialmente la industria, que ha crecido un 4 por 100 entre julio y septiembre en términos interanuales, la mayor tasa desde el año 2000.

Los indicadores relacionados con **el consumo**, que en el primer semestre del año habían mantenido una trayectoria descendente, en línea con la suave tendencia a la desaceleración que ha mantenido esta variable, han experimentado, en el tercer trimestre,

**PREVISIONES MACROECONÓMICAS PARA ESPAÑA**  
(% de variación en términos reales sobre el año anterior)

	2005	2006	2007
<b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>
Consumo hogares	4,2	3,6	3,0
Consumo público	4,8	4,3	4,4
Formación bruta de capital fijo	7,0	6,2	5,5
— Bienes de equipo y otros productos	8,4	6,7	5,9
— Construcción	6,0	5,9	4,9
Demanda nacional	5,0	4,5	4,2
Exportación de bienes y servicios	1,5	6,0	5,0
Importación de bienes y servicios	7,0	8,5	6,5
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>			
Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo:			
— Variación en miles	546,2	556,2	462,4
— Variación en porcentaje	3,1	3,1	2,5
Tasa de paro (EPA)	9,2	8,5	8,2
<b>PRECIOS Y COSTES</b>			
Precios de consumo (dic. / dic.)	3,7	2,8	2,9
Remuneración salarial media	2,6	3,2	3,0
Costes laborales unitarios	2,2	2,5	2,2
<b>SECTOR EXTERIOR ( % PIB)</b>			
Saldo balanza pagos cuenta corriente	-7,4	-8,3	-8,4
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)</b>			
Déficit (-) o superávit (+)	1,1	1,1	0,7

*Fuente:* Para 2005, INE y Banco de España; para 2006 y 2007, previsiones del Instituto de Estudios Económicos.

un cierto repunte. Así sucede con las ventas interiores de las grandes empresas en bienes de consumo, el índice de ventas al por menor, o, ya en octubre, con las matriculaciones de vehículos y el índice de confianza del consumidor. Del mismo modo, el crédito al consumo también ha frenado en agosto la anterior evolución descendente de su tasa de crecimiento. La positiva evolución de estos indicadores, que podría estar relacionada, al menos en parte, con el efecto riqueza derivado del alza del mercado bursátil, podría anticipar incluso una pequeña aceleración del consumo de los hogares en el último tramo del año, ayudado por la ligera recuperación de la capacidad adquisitiva derivada de la reducción del precio de la energía. Pero es improbable que represente un cambio de tendencia en este componente de la demanda agregada, sino tan solo una interrupción transitoria de su trayectoria descendente, ya que varios factores apuntan hacia la inevitable pérdida progresiva de vigor de la misma, como el elevado endeudamiento, la subida de los tipos de interés o la baja tasa de ahorro, que reduce el margen para seguir manteniendo unos niveles crecientes de consumo.

**La inversión en bienes de equipo** mantiene un tono pujante, impulsada por los buenos **resultados empresariales**. Así, según la Central de Balances del Banco de España, el resultado económico bruto de las empresas no financieras ha aumentado en los nueve primeros meses del año un 8,4 por 100, cifra que se compara favorablemente con la tasa correspondiente al pasado ejercicio, un 3,3 por 100. Al igual que en períodos anteriores, dicha mejoría no se ha reflejado en el resultado ordinario neto, que por el contrario tiende a moderarse debido al fuerte crecimiento de los gastos financieros que resulta del acusado ascenso del endeudamiento empresarial. Este aumenta a un ritmo acelerado, manteniendo la trayectoria alcista iniciada a comienzos del pasado ejercicio, en consonancia con la firmeza de la actividad inversora. Pese a ello, las *ratios* de rentabilidad en la primera mitad del año han sido mejores que en el mismo período del año pasado. También en la industria los resultados han mejorado sustancialmente, a pesar de la dificultad para trasladar los aumentos de costes a los precios, debido a la elevada exposición de este sector a la intensa competencia internacional, dificultad que se manifiesta en la evolución contenida de los indicadores de inflación, tanto el IPRI (en su componente de manufacturas) como el IPC (en su componente de bienes industriales no energéticos). Así, una vez superado el bache del pasado año, el resultado ordinario neto de las empresas industriales ha crecido un 2 por 100 entre enero y septiembre, y la rentabilidad del activo neto se ha elevado hasta el 8,2 por 100, nivel cuatro décimas superior al de 2005. Este buen comportamiento de los resultados industriales no se refleja en la evolución del empleo en el sector, que presenta tasas de crecimiento negativas como consecuencia de los procesos de ajuste en algunas ramas.

Otro indicador que atestigua el buen momento por el que atraviesan las empresas españolas es la evolución del beneficio conjunto de las compañías que integran el Ibex 35, que ha crecido un 33 por 100 entre enero y septiembre. Esta fuerte subida no solo obedece a factores extraordinarios, como la venta de activos, sino también a un incremento notable en las cifras de negocio. En el mismo sentido, el excedente bruto de explotación crece vigorosamente, un 10,2 por 100 en el tercer cuarto del ejercicio, y la recaudación del impuesto sobre sociedades ha crecido hasta octubre un 15,9 por 100 (en términos homogéneos) en comparación con el mismo periodo del año anterior, si bien este crecimiento es algo menos intenso que el registrado el pasado año. Asimismo, la utilización de la capacidad productiva se encuentra en niveles elevados.

Llama la atención, por otra parte, la contribución positiva al crecimiento de la variación de existencias por tercer trimestre consecutivo, lo que indica que se está produciendo una recomposición de inventarios, que en el contexto actual de expansión de la actividad industrial probablemente sea voluntaria y venga motivada por el deseo de disponer de *stocks* con los que hacer frente a la mayor demanda proveniente, sobre todo, del sector exterior. Esto significa que las empresas españolas esperan que dicha demanda se mantenga en los próximos trimestres, pero podría dar lugar a un frenazo más intenso de la actividad industrial en caso de que no se cumplan tales previsiones. En fin, los indicadores mencionados ponen de relieve la buena situación de las cuentas empresariales, y constituyen una buena señal de cara al mantenimiento, al menos en el corto plazo, de los procesos de inversión y de creación de empleo en la economía española. No obstante, el ritmo de expansión de la formación bruta de capital será algo más pausado, puesto que el escenario menos expansivo que se plantea de cara al próximo año, tanto dentro de nuestro país como en la zona euro, descarta la posibilidad de un repunte de este componente de la demanda.

En cuanto a **la inversión en construcción**, ha mantenido un tono muy dinámico en la primera mitad del año, aunque inferior al pasado ejercicio, y se ha acelerado en el tercer trimestre. El crecimiento del número de viviendas iniciadas ha mantenido un ritmo más moderado hasta el segundo trimestre (período para el cual se dispone de datos) en comparación con el pasado año, y el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector ha aumentado a tasas decrecientes. Sin embargo, los visados de obra nueva han recuperado con fuerza el impulso en el verano, dando lugar a un crecimiento acumulado mayor que en el ejercicio pasado, y la licitación oficial ha subido notablemente el ritmo, con tasas de crecimiento superiores, incluso, a las registradas en 2005, destacando especialmente el aumento de la actividad de las Administraciones Centrales y las

entidades públicas del Ministerio de Fomento. En conjunto, los indicadores adelantados parecen apuntar hacia un cierto relanzamiento de la construcción residencial y la obra civil en el último trimestre, aunque hay que puntualizar que es posible que una parte importante del incremento en los visados de obra esté motivado por el deseo de anticiparse a la entrada en vigor del nuevo Código Técnico de Edificación, y evitar su aplicación en obras cuyo inicio se había planificado para 2007, en cuyo caso dicho incremento podría no traducirse en un inicio inmediato de dichas obras. Debemos esperar al comportamiento de los visados en los meses de enero y febrero para confirmar esta intuición, puesto que, de ser así, el número de visados experimentaría un brusco descenso en el momento de la entrada en vigor del nuevo código. Con respecto a la obra pública, la aplicación del modelo concesional va a facilitar el mantenimiento de niveles elevados de inversión tras la pérdida de fondos de la UE.

**El mercado inmobiliario** sigue manteniendo un ritmo trepidante, aunque dentro de un contexto de lento enfriamiento. La tasa de crecimiento del precio medio del metro cuadrado continúa desacelerándose, y en el tercer trimestre de este año se situó en cifras de un solo dígito (un 9,8 por 100) por primera vez desde el segundo trimestre de 2001. El número de hipotecas constituidas también presenta, tras la momentánea aceleración de los primeros meses del año, un tono menos vigoroso que en el año pasado, y los préstamos para adquisición de vivienda están moderando, aunque lentamente, su ritmo de avance, que se sitúa unas décimas por encima del 22 por 100, frente a tasas del 24 por 100 a comienzos del año. Esta tendencia a la desaceleración se va a mantener en el futuro, debido al aumento del precio del dinero, al elevado nivel de endeudamiento de los hogares y a la posible ralentización en la creación de empleo. Es muy improbable que se produzca un frenazo brusco del sector, puesto que, por una parte, el ritmo de creación de nuevos hogares sigue siendo elevado y, por otra, las subidas previstas de los tipos de interés en la zona euro son más bien moderadas, con el techo para el euríbor a un año cerca del 4 por 100, un nivel que no se puede considerar en absoluto como restrictivo. Además, los índices de morosidad siguen en mínimos históricos, aunque se percibe un ligero repunte en las *ratios* correspondientes al crédito al consumo. El factor clave sobre el que se sustenta la continuidad del ciclo inmobiliario es la creación de empleo. Mientras sigan creándose nuevos puestos de trabajo, la actividad inmobiliaria seguirá manteniendo el pulso.

**El empleo** sigue creciendo a un ritmo vigoroso, aunque con tendencia clara a la desaceleración. Según cifras de la Contabilidad Nacional, el número de empleos equivalentes a tiempo completo aumentó un 3 por 100 entre julio y septiembre, tasa



inferior en una décima a la obtenida en el trimestre anterior, y dos décimas por debajo del primer trimestre del año. No obstante, en el sector de la construcción la tendencia es a la inversa, con un perfil ascendente en los tres primeros trimestres. La industria, por su parte, pese a la buena situación por la que atraviesa, sigue perdiendo empleo. Los datos de la Encuesta de Población Activa se mueven en la misma dirección, y presentan un crecimiento de la ocupación del 3,7 por 100 en el tercer trimestre, el registro más bajo desde el segundo cuarto de 2004, aunque, a diferencia de la Contabilidad Nacional, el perfil que reflejan para el empleo industrial es de cierta estabilidad. En la misma línea, la tasa de crecimiento en el número de contratos registrados y en el número de afiliados al régimen general de la Seguridad Social presentan un perfil claro de desaceleración a lo largo del ejercicio. Por otra parte, la incorporación de nuevos demandantes de empleo al mercado de trabajo continúa creciendo a un ritmo elevado, lo que, unido a la creación menos intensa de empleo, ha dado lugar a una rápida reducción en la tasa de descenso del desempleo, que en el tercer cuarto del año ha arrojado una variación interanual nula.

**Las exportaciones** han perdido algo de fuelle tras el fuerte empuje de los primeros meses del año, aunque siguen avanzando a un ritmo muy superior al del año pasado. Así, entre enero y septiembre, las ventas al exterior se incrementaron un 11,1 por 100 en términos nominales (un 6 por 100 en términos reales), cifra que se encuentra por debajo de las recogidas en el primer trimestre, pero que, aun así, contrasta con el 4,8 por 100 nominal correspondiente al mismo período del año pasado. Esta senda de desaceleración se mantendrá en los próximos trimestres, a medida que el crecimiento de la economía europea pierda intensidad. Las importaciones también han aminorado su ritmo de crecimiento, aunque también siguen presentando tasas superiores a las del pasado ejercicio (un 13 por 100 entre enero y septiembre, frente a un 12,2 por 100 en el mismo período de 2005). Como dato positivo, **el déficit comercial**, según datos de Aduanas, aunque sigue creciendo, lo hace a tasas cada vez menores. El índice de ventas de las grandes empresas de la Agencia Tributaria refleja, igualmente, en su componente de exportaciones, una tendencia a la desaceleración en el tercer trimestre del año, aunque dentro de ritmos de crecimiento relativamente elevados. Así, entre enero y septiembre, las ventas al exterior deflactadas avanzaron casi un 6 por 100, frente al 2,7 por 100 en el mismo período de 2005.

Los sectores más dinámicos, desde el punto de vista de las ventas al exterior —excluyendo productos energéticos y materias primas, cuya progresión, tanto en importaciones como en exportaciones, obedece al ascenso de sus precios—, son los bienes de equipo y los bienes de consumo duradero, mientras que en las importaciones destacan

también estos últimos, junto a las semimanufacturas no químicas. De acuerdo con la encuesta de coyuntura de la exportación, las empresas españolas mantienen expectativas favorables en torno al comportamiento de sus ventas en el exterior durante los próximos tres meses, aunque el grado de optimismo no es tan elevado como el que existía a finales de 2005 o en los primeros meses de 2006, lo que es coherente con el posterior enfriamiento de esta variable. Las perspectivas en cuanto a las ventas a la UE-15 y, sobre todo, a Latinoamérica, son de crecimiento, mientras que hacia los nuevos miembros de la UE y hacia Norteamérica son de estabilización.

**La industria** sigue beneficiándose del empuje de las exportaciones, y todos los indicadores ofrecen testimonio de su buena racha. El índice de producción industrial mantiene su senda de aceleración, con tasas próximas a las alcanzadas en la última fase expansiva del sector, en el año 2000, aunque con los altibajos debidos a la elevada variabilidad de sus registros. El avance se concentra en las ramas de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero, que coinciden con los sectores protagonistas del repunte exportador, así como en las semimanufacturas. El índice de gestores de compras también se ha situado en niveles comparables a los máximos alcanzados en dichas fechas, y el índice de ventas, empleo y salarios en las grandes empresas de la Agencia Tributaria mantiene el perfil ascendente en las tasas de crecimiento de su componente de ventas interiores en el sector industrial. Los índices de confianza, tanto el elaborado por el Ministerio de Industria como el de la Comisión Europea, presentan este año, asimismo, cifras algo superiores a las del pasado ejercicio, aunque aún se mantienen en terreno negativo. La expansión de la actividad industrial contrasta con el crecimiento débil, o incluso nulo, del empleo en el sector, lo que da como resultado un considerable salto en el Valor Añadido Bruto por empleado en el mismo.

**El sector servicios** ha recuperado vigor en el tercer trimestre del ejercicio, interrumpiendo el proceso de desaceleración que mantenía desde hace un año. La tasa de crecimiento, un 3,8 por 100 interanual, supera en tres décimas a la obtenida en el período anterior. Las ramas sobre las que se ha sustentado este repunte han sido fundamentalmente las de transportes, junto a comercio y hostelería. En sintonía con las cifras de la Contabilidad Nacional, también se detecta un repunte durante el tercer trimestre en otros indicadores, como son las ventas de grandes empresas, las ventas al por menor y los índices de confianza. El número de afiliados a la Seguridad Social, sin embargo, presenta una ligera pérdida de impulso, al igual que los últimos datos del indicador de actividad en el sector correspondientes al tercer trimestre, aunque el indicador de confianza del mes de octubre presenta cierta mejoría, lo que, junto a la

fortaleza del gasto en consumo, indica que la actividad podría mantener un nivel elevado en el tramo final del año.

**El sector turístico** se ha recuperado de la debilidad en las cifras de entradas que caracterizó al primer trimestre de este ejercicio, y ha vuelto a presentar un crecimiento sostenido en el número de visitantes, que entre enero y octubre fue del 4,8 por 100 respecto al mismo período de 2005. El ritmo de crecimiento de las llegadas es algo inferior al del pasado año, pero sigue siendo muy alto en comparación con la media de los últimos ejercicios. Las cifras de pernoctaciones también exhiben una tendencia ascendente ligeramente más moderada que en el pasado año, aunque dicha ralentización obedece al menor crecimiento de las pernoctaciones correspondientes a los residentes, ya que las de los no residentes presentan un crecimiento más intenso. Se mantiene el mismo patrón ya señalado en informes anteriores, consistente en el crecimiento en el número de visitantes unido a un descenso en la estancia media y en el gasto medio. Según la encuesta de ocupación hotelera del Instituto Nacional de Estadística, la estancia media entre enero y octubre se situó en 3,2 días, frente a 3,5 en el mismo período de 2005, mientras que el gasto medio por turista ha sufrido un recorte del 1,8 por 100. También se mantiene la tendencia al aumento en la proporción de los visitantes internacionales que se alojan en establecimientos no hoteleros, lo que probablemente está relacionado, como también se ha señalado en otros informes, con esa evolución descendente del gasto.

**En conclusión**, es probable que el crecimiento de la economía española haya alcanzado su máximo cíclico, tanto en crecimiento como en desequilibrios. En el cuarto trimestre del año podría mantenerse en un nivel muy semejante al del tercero gracias al vigor del consumo y de la inversión, pero el año próximo será inevitable una desaceleración ante el enfriamiento tanto de la demanda nacional —por efecto de las subidas de los tipos de interés y por el agotamiento de la demanda en un contexto de elevado endeudamiento y una capacidad de financiación de los hogares negativa— como de la economía europea. La aportación negativa del sector exterior al crecimiento podría detener su lenta corrección, e incluso podría empeorar alguna décima en el último tramo del año, para estabilizarse posteriormente en su elevado nivel, puesto que a lo largo del próximo ejercicio el crecimiento de la demanda nacional, aunque en desaceleración, va a seguir manteniendo un importante diferencial con respecto a la demanda europea, que también va a acusar cierto debilitamiento, y porque la inversión de los hogares en vivienda va a conservar notable pujanza.

## Ligera desaceleración de los desequilibrios

**La Balanza por Cuenta Corriente** arrojó un saldo negativo de 57.900 millones de euros entre enero y agosto, cifra que equivale al 9,3 por 100 del PIB, y que representa un 30,7 por 100 más que en el mismo período de 2005. Como la cuenta de capital también contabiliza un descenso de su saldo positivo, como resultado del recorte en las transferencias procedentes de la UE, el saldo conjunto de las cuentas corriente y de capital, que expresa la capacidad o necesidad de financiación de la economía, refleja un deterioro de una magnitud incluso algo mayor. Desde otro punto de vista, dicho agregado equivale a la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión, de modo que lo que explica el fuerte crecimiento de nuestra necesidad de financiación en los últimos años es el crecimiento más intenso de la segunda de estas variables en relación con el de la primera, en gran parte debido al elevado nivel de la inversión residencial. En definitiva, la vitalidad del consumo, que reduce el margen de ahorro de los hogares españoles, unido al elevado nivel de la inversión, especialmente en vivienda, son las causas de nuestro desequilibrio por cuenta corriente.

Aunque el déficit de las diferentes sub-balanzas no deja de aumentar, la buena noticia es que este año lo está haciendo a una velocidad sensiblemente inferior a la de los dos ejercicios precedentes, gracias al empuje de las exportaciones. Además, las cifras anteriores, referidas al período enero-agosto, no recogen los efectos sobre la balanza comercial del descenso en la cotización del crudo que ha tenido lugar después del verano, y que debería contribuir también a corregir algo la situación en los meses finales del año. En cualquier caso, no es previsible un retorno a cifras más razonables a lo largo del próximo ejercicio, puesto que las circunstancias señaladas más arriba, aunque más atenuadas, van seguir actuando en el mismo sentido sobre nuestra Balanza de Pagos.

El paraguas que nos proporciona el euro impide que se produzca una corrección brusca del desequilibrio exterior a través de la caída de los flujos financieros, así como una crisis monetaria, como ha sucedido hace algunos meses, por ejemplo, en Islandia, y hace posible una financiación tranquila del mismo a través de **la cuenta financiera**. Esta ha registrado unos flujos netos de entrada, excluido el Banco de España, de 67.500 millones de euros, que se concentran fundamentalmente en el apartado de inversiones de cartera, y más concretamente, en cédulas hipotecarias y en bonos de titulización hipotecaria, lo que permite trasladar hacia el exterior parte del riesgo financiero derivado del elevado nivel de inversión en vivienda. Por otra parte, en el período transcurrido hasta agosto, las inversiones directas procedentes del exterior han registrado una ligera

recuperación, pero esta ha sido más que contrarrestada por el fuerte ímpetu inversor de las empresas españolas en el exterior. Así, las inversiones españolas fuera de nuestro país han más que quintuplicado la cifra de inversiones extranjeras en el interior de nuestras fronteras, dando como resultado una salida neta de recursos de 38.600 millones de euros.

El otro gran problema de nuestra economía es **la inflación**. El verano ha marcado un punto de inflexión en la evolución de esta variable, con un recorte en su tasa general desde el 4,0 por 100 hasta el 2,6 por 100 a lo largo de los meses de agosto, septiembre y octubre, para repuntar ligeramente hasta el 2,7 por 100 en noviembre, según el primer avance de datos. El recorte ha sido fruto tanto del descenso del precio del petróleo, como de la evolución más contenida del índice subyacente, que ha recortado su tasa de crecimiento interanual desde el 3,1 por 100 registrado en julio hasta el 2,8 por 100 de octubre. Dicho descenso, a su vez, ha obedecido al mejor comportamiento de los alimentos y de los servicios, así como al descenso de la inflación en bienes industriales. El diferencial con respecto a la media de la eurozona se situó, de este modo, en 0,9 puntos porcentuales en noviembre. Las cifras de Contabilidad Nacional reflejan una mejoría de los precios ya en el tercer trimestre, con un crecimiento del deflactor del PIB del 3,8 por 100, frente al 4 por 100 de los dos períodos precedentes, mientras que el deflactor del consumo de los hogares aumenta un 3,5 por 100, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior.

El crecimiento del índice de precios industriales, que ofrece una imagen de las tensiones inflacionistas por el lado de la oferta, también ha flexionado a la baja a partir de julio. Esto se ha debido, en parte, a los menores precios energéticos, y en parte, a las menores tensiones en otros componentes, como es el caso de los alimentos, que habían sido los principales artífices, junto con la energía, de la trayectoria alcista anterior, así como de los bienes manufacturados. De este modo, el índice general se sitúa en el 3,4 por 100 en octubre, frente a tasas superiores al 6 por 100 en los meses centrales del año, y el índice que excluye los bienes energéticos reduce su tasa de crecimiento interanual hasta el 4,1 por 100 en octubre, desde un máximo del 4,6 por 100 alcanzado en los meses de julio y agosto. Los precios de los bienes de consumo presentan, asimismo, un incremento del 2,3 por 100, mientras que el índice de las manufacturas sitúa su tasa en el 1,8 por 100, ambos también por debajo de los máximos alcanzados meses atrás. Todo ello parece apuntar hacia la interrupción del incipiente proceso de suave transmisión del encarecimiento de la energía hacia el conjunto de los precios que se había detectado en los meses anteriores, y la consiguiente reducción de las presiones alcistas que pudieran

presentarse por el lado de la oferta, a lo que puede haber contribuido el endurecimiento de las condiciones monetarias.

La consolidación de esta tendencia reciente de la inflación dependerá de la evolución del precio del petróleo, del enfriamiento de la demanda nacional, que es la principal responsable de nuestras tensiones inflacionistas, y de la contención de **los costes salariales**. Con respecto a este último factor, a lo largo del presente año se ha observado un repunte en la tasa de crecimiento de los salarios, medidos estos a través de diferentes indicadores, que podría reflejar el traslado hacia los mismos del brote inflacionista de los últimos tiempos. Así, el incremento salarial pactado en los convenios colectivos registrados hasta octubre es del 3,2 por 100, que se compara con el 2,9 por 100 del mismo mes del pasado año. La remuneración salarial media por empleado, según las cifras de la Contabilidad Nacional, también se orienta al alza, con un crecimiento del 3,4 por 100 en el tercer trimestre, la tasa más alta desde 2003. Otro indicador que se mueve en el mismo sentido es la remuneración media recogida por el índice de ventas, salarios y empleo en las grandes empresas, que presenta un crecimiento medio del 4,2 por 100 entre enero y septiembre, frente al 3,1 por 100 anotado el año pasado. Como resultado de ello, los costes laborales unitarios han crecido, en los tres primeros trimestres de 2006, un 2,6 por 100, cuatro décimas más que en 2005. Esta tónica continuará en los meses finales del año, a pesar de los mejores registros del IPC, y se mantendrá, al menos, hasta que el descenso de la tasa de inflación se consolide —si es que se consolida— y los agentes lo perciban como permanente.

### **Medidas para sostener el crecimiento**

La larga duración que está alcanzando la actual fase expansiva de nuestra economía, con unas tasas de crecimiento del PIB y del empleo singularmente elevadas y persistentes, no impide que se mantengan las dudas en torno a la sostenibilidad del mismo a medio y a largo plazo. Dichas dudas obedecen a varios factores, fundamentalmente al elevado endeudamiento de los hogares y a la fuerte dependencia de nuestro crecimiento con respecto al sector de la construcción y a la actividad inmobiliaria. Con respecto a esto último, el impulso que ha tomado la actividad industrial durante este ejercicio constituye una buena noticia, puesto que es importante que este sector vaya tomando el relevo de la construcción como motor del crecimiento, para garantizar la continuidad de la fase expansiva una vez que se agote el ciclo inmobiliario. No obstante, un aspecto preocupante del actual crecimiento industrial es su alta dependencia con respecto a las exportaciones.

En cualquier caso, incluso aunque este sector fuera capaz de tomar el testigo como motor de la economía, será inevitable una notable caída en el ritmo de creación de empleo, puesto que, al ser mayor la productividad de este sector, la creación de empleo por unidad de producto es muy inferior en una economía cuyo crecimiento está impulsado por el mismo. Para construir una economía capaz de crecer de forma sostenida, es necesario desarrollar políticas tanto en el plano macro como en el microeconómico. Así, es preciso mantener un compromiso firme con el objetivo de la estabilidad presupuestaria y llevar a cabo reformas estructurales que doten de mayor flexibilidad, dinamismo y concurrencia a la economía. Por otra parte, hay que intensificar los esfuerzos para elevar la competitividad y la productividad de nuestro sistema productivo a través de la extensión del uso de las tecnologías de la información y de la inversión en I+D+i y en capital humano. El compromiso del gobierno con estos objetivos no debe quedarse solo en las palabras, sino que debe traducirse en una política mucho más activa, coherente y eficaz.

No debemos olvidar que el gran salto que ha dado nuestra economía en los últimos diez años se ha debido, por una parte, a la fuerte caída de los tipos de interés derivada de la entrada en la Unión Económica y Monetaria, a la llegada de fondos estructurales de la UE y a la entrada masiva de inmigrantes, pero, por otra, a las políticas de liberalización, en las cuales se deberá seguir profundizando. Vale la pena detenerse a analizar con más detalle el impacto de **la inmigración**. La extraordinaria magnitud que ha alcanzado en los últimos años este fenómeno en España ha constituido un verdadero *shock* de oferta que ha actuado como una reforma laboral encubierta, dotando de mayor flexibilidad a nuestro mercado laboral. La inmigración ha ejercido un efecto de contención sobre los salarios, debido a las menores exigencias en esta materia de los trabajadores extranjeros, lo que ha hecho posible que puedan ser llevadas a cabo ciertas actividades que, de otra forma, no hubieran podido emprenderse a causa de los elevados costes laborales. Dichas actividades han ejercido un efecto de arrastre sobre otras actividades relacionadas, impulsando el crecimiento de la economía nacional y el conjunto del empleo. Como contrapartida, el nivel de vida de los trabajadores españoles puede haber sufrido cierto deterioro, en la medida en que el crecimiento de los salarios ha sido inferior al de la inflación como resultado de la contención salarial derivada del fenómeno inmigratorio. La inmigración también puede considerarse un *shock* positivo de demanda, ya que el crecimiento de la población que supone la entrada de los trabajadores inmigrantes junto, en muchos casos, con sus familias, constituye una considerable ampliación del mercado nacional, con los consiguientes efectos multiplicadores sobre la economía y el empleo. Por todo ello, el fenómeno inmigratorio de los últimos años

debe valorarse, sin duda, de forma positiva. No obstante, también plantea importantes retos para el Sector Público, como es la adaptación de los servicios públicos a un inesperado crecimiento de la población, sobre todo en los campos de la sanidad y de la educación.

El impacto de la inmigración sobre nuestras cifras de crecimiento y de empleo constituye una prueba de los beneficios que supone contar con un mercado laboral flexible. Por este motivo, entre las actuaciones más urgentes en el campo de las reformas estructurales destaca la necesidad de llevar a cabo una reforma profunda del **mercado de trabajo**, que comprenda la negociación colectiva, los costes del despido y las modalidades de contratación. La reciente reforma laboral es parcial y poco ambiciosa, al centrarse únicamente en el objetivo de reducir la temporalidad en el empleo. Es cierto que no podemos despreciar la importancia de situar nuestra tasa de temporalidad en cotas más razonables, puesto que el elevado nivel que alcanza en nuestro país —una de las características diferenciales de nuestro mercado de trabajo con relación a los países de nuestro entorno— es precisamente uno de los factores que explican la menor productividad de la economía española, y además crea una segmentación en el mercado de trabajo que distorsiona su funcionamiento, reduciendo con ello su eficiencia. Pero el origen del problema de la temporalidad se encuentra en la falta de flexibilidad de la contratación indefinida, que es el principal problema que se debe abordar.

Hay que profundizar en el camino de **la desregulación** y de **la introducción de competencia** en determinados sectores, como mecanismo para contener la inflación y aumentar la eficiencia y, por tanto, la competitividad de la economía. En el caso de la distribución comercial, el gobierno debe dar marcha atrás a las medidas adoptadas hace dos años, y liberalizar los horarios comerciales. Además, se debe tratar de eliminar las dobles licencias. Como medida destacable por el lado positivo, con respecto al sector de las telecomunicaciones, es la apertura del mercado de la telefonía móvil a los operadores virtuales, lo que podría introducir más dinamismo y mayores dosis de competencia en el mismo.

En cuanto a la reforma del **mercado hipotecario**, apenas va a contribuir a flexibilizar el mismo, y sus efectos sobre las finanzas de las familias van a ser imperceptibles. Quizás los aspectos más interesantes de la reforma sean la eliminación de la obligación de que los bonos hipotecarios consten en las escrituras de los inmuebles afectados, lo que permitirá abaratar los costes y agilizar los trámites, favoreciendo así el desarrollo de este tipo de instrumentos, así como las medidas relacionadas con la hipoteca inversa.



Con respecto a **la regulación del suelo**, el anteproyecto de ley presentado recientemente solo sirve para aumentar los problemas. Negar al precio del suelo rústico objetivamente urbanizable su valor de mercado como tal, supone un intervencionismo inaceptable contrario a los principios de una economía de mercado, conforme a los cuales los precios se determinan en función del coste de oportunidad y, además, atenta contra el derecho a la propiedad y a la libertad de empresa. Por otra parte, la elevación del porcentaje mínimo de vivienda protegida hasta el 25 por 100, y del suelo que se debe ceder gratuitamente a los ayuntamientos hasta el 20 por 100, supone un coste que se trasladará a las viviendas libres, que se verán así encarecidas.

En **el sector energético** persisten importantes problemas, como la dificultad para los nuevos entrantes de abrirse un hueco en la comercialización, dentro del segmento liberalizado del mercado eléctrico, debido a que la tarifa del mercado regulado no refleja el verdadero coste de la energía. Esto, además, genera otra serie de problemas, como el déficit de tarifa o la ausencia de incentivos para ahorrar energía por parte de los consumidores. Los precios deben reflejar los verdaderos costes para que los agentes económicos reciban las señales adecuadas. A lo anterior se añaden otros problemas de competencia en el mercado de la generación. Un aspecto relacionado con el sector energético es la necesidad de reducir nuestra dependencia del exterior. Más del 80 por 100 de nuestro balance de energías primarias se cubre con importaciones, debido a nuestra escasez de recursos, lo que hace muy vulnerable e incierta la necesaria garantía del suministro. La situación se agrava en el caso de la electricidad, puesto que en este sector nos constituimos en una auténtica isla, ya que apenas tenemos interconexiones con el resto de Europa, a través de Francia. Es más, el creciente déficit de interconexiones peninsulares nos puede convertir en un «archipiélago». Además hay que tener en cuenta las restricciones derivadas del cumplimiento del protocolo de Kyoto. Ante este panorama, parece lógico e inevitable contar con el recurso de la energía nuclear de fusión. Si bien es cierto que aún está pendiente de una solución definitiva el problema del depósito de los residuos radiactivos de alta actividad, existen otra serie de motivos por los que debemos volver la vista hacia esta fuente de generación de electricidad. Es imprescindible contar con todas las centrales nucleares que se encuentran actualmente operativas, por lo que fue un error el cierre de Zorita de los Canes el pasado mes de abril, y se debe dilatar la vida útil de todo el parque de centrales, comenzando por Santa María de Garoña, cuya autorización de operación es la primera que corre el peligro de caducar.

En **el plano fiscal**, hay que celebrar la rebaja de tipos impositivos en el Impuesto sobre Sociedades y en el IRPF, aunque algunos aspectos de las reformas anunciadas son

rechazables. Concretamente, el tratamiento que el nuevo IRPF da a las variaciones patrimoniales supondrá, en conjunto, un empeoramiento de la fiscalidad sobre el mismo, que tendrá el efecto de desincentivarlo aún más. En cuanto al Impuesto sobre Sociedades, la decisión de suprimir las deducciones es un tanto arbitraria, mientras que la rebaja de las cotizaciones sociales incluida en el pacto alcanzado en mayo con los interlocutores sociales, es demasiado modesta.

Finalmente, teniendo en cuenta la situación cíclica de nuestra economía, y dado que la política monetaria del BCE, a pesar de sus subidas previstas, seguirá siendo expansiva desde la perspectiva interna, España debería intentar que su **política presupuestaria** fuera compensadora, o lo que es lo mismo, fuertemente superavitaria, en un orden cercano al 3 por 100 del PIB, para que el *mix* de políticas de regulación de demanda fuera más neutral. En este sentido, otros países que disfrutaban de una posición cíclica madura y parecida a la nuestra, aunque no tan desequilibrada, como Irlanda, Finlandia, Suecia y Dinamarca, han conseguido ya en este ejercicio cerrar sus cuentas con superávit entre el 2 y el 3 por 100 de su producto.

INSTITUTO DE  
ESTUDIOS ECONÓMICOS

27

**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.com](http://www.ieemadrid.com)