

NO PERDER
LA CONFIANZA
QUE TANTO COSTÓ
RECUPERAR



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

© 2018 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS
C/ Castelló, 128 - 6.ª planta • 28006 Madrid
Tel.: 917 820 580
Correo: ice@ieemadrid.com
Depósito Legal: M. 21.625-2018
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
Printed in Spain · Impreso en España

ÍNDICE

No perder la confianza que tanto costó recuperar.....	5
Vuelve la incertidumbre a la economía mundial	6
La economía española mantuvo un buen tono en el primer semestre del año	11
Se relaja el esfuerzo de consolidación fiscal	15
El reto de elevar el potencial de crecimiento en la eurozona	18
Es imprescindible iniciar la normalización monetaria en la Unión Europea.....	23
Ajuste fiscal insuficiente	24
Problemas y riesgos a medio plazo.....	29

No perder la confianza que tanto costó recuperar*

La economía mundial ha frenado el ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año, aunque las perspectivas siguen siendo positivas. No obstante, el clima actual es de incertidumbre y de incremento del riesgo, como consecuencia de la guerra comercial iniciada por Estados Unidos, el aumento de las tensiones geopolíticas y la formación de un Gobierno populista en Italia, que vuelve a cuestionar el proyecto europeo.

El ascenso de partidos populistas antieuropeos en los últimos años, que propugnan la ruptura del euro y de la UE —el máximo exponente de su creciente influencia ha sido el *brexit*—, continúa siendo un desafío político que mina la credibilidad de la moneda única y del futuro del proyecto europeo, al mismo tiempo que dificulta el avance hacia el reforzamiento de la arquitectura institucional comunitaria.

Por otra parte, en Estados Unidos confluyen una política monetaria consistente en la venta de los títulos de deuda pública en manos de la Reserva Federal, y una política fiscal expansiva que va a suponer el aumento del déficit y, por tanto, de las emisiones de títulos de deuda por parte del Gobierno, así como un aumento de las tensiones inflacionistas. La unión de estos dos elementos ha generado unas expectativas de intensificación en el ascenso de los tipos de interés que ha derivado en tensiones en algunas economías emergentes cuyos fundamentos macroeconómicos son más débiles.

La economía española sigue exhibiendo un notable dinamismo, y, pese a la desaceleración del crecimiento en Europa en el primer

Contexto internacional de riesgo e incertidumbre

El ascenso del populismo constituye el máximo desafío para Europa

Tensiones en algunas economías emergentes

* Este informe, primero de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado por el IEE a partir de las conclusiones obtenidas en una reunión celebrada el día 30 de mayo de 2018, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

Dinamismo de la economía española, pero con vulnerabilidades

trimestre del año, fue capaz de sostener un ritmo elevado de crecimiento. No obstante, en este contexto de incertidumbres periódicas, cada vez que se celebran elecciones en algún país europeo se hace más evidente la vulnerabilidad que padece nuestra economía como consecuencia de nuestro elevado endeudamiento público, ya que puede generar desconfianza con respecto a nuestra solvencia en situaciones de agravamiento de las tensiones, elevándose la prima de riesgo —como ha ocurrido tras la victoria de los populistas italianos—. En esta era de incertidumbre y crisis de confianza periódicas debemos ser especialmente cautelosos a la hora de tomar medidas de política económica que supongan el relajamiento con el compromiso de controlar el déficit público.

Principal reto: incrementar el crecimiento potencial

Desde el IEE, respecto al anterior Informe de Coyuntura Económica, mantenemos la previsión de crecimiento, para 2018, en el 2,8% y estimamos una tasa del 2,3% para el año próximo. Este horizonte de crecimiento muestra que nuestro país se encuentra en un momento del ciclo económico muy positivo. Sin embargo, el **principal reto** al que se enfrenta la economía española, en particular, y la eurozona, en general, consiste en **eleva**r su **potencial de crecimiento a medio y a largo plazo**, actualmente situados en niveles reducidos. Para conseguirlo es fundamental, por un lado, incidir en las reformas estructurales pendientes, que estén encaminadas a favorecer el entorno y el dinamismo empresarial, y, por otro, mejorar la educación y la formación continua a lo largo de la vida en un mundo cada vez más globalizado y digitalizado. De lo que se trata, en definitiva, es de robustecer los mecanismos de la economía de mercado, basados en los criterios de la competencia perfecta y apoyados por políticas económicas de oferta.

Vuelve la incertidumbre a la economía mundial

Dinamismo mundial, pero con aumento de la incertidumbre

La **economía mundial** cerró el año 2017 con un notable **dinamismo**, y aunque la evolución en el primer trimestre de 2018 ha decepcionado algo, las condiciones siguen siendo favorables a la continuación por una senda de recuperación. No obstante, el entorno vuelve a estar condicionado por una elevada **incertidumbre** derivada, fundamentalmente, de tres factores: la política comercial de Trump, las tensiones en Oriente Medio y el ascenso del populismo en Italia.

Trump inicia una guerra comercial

El **presidente norteamericano ha puesto en marcha una política comercial que supone la ruptura de los consensos internacionales vigentes desde el final de la Segunda Guerra Mundial** y el retorno a concepciones mercantilistas superadas por la historia. Ha

impuesto aranceles a varios productos —al aluminio, al acero y a las aceitunas— con un impacto directo sobre las exportaciones europeas, canadienses y mexicanas; amenaza con hacer lo mismo con otros productos, concretamente los automóviles, y ha exigido a China que reduzca el abultado superávit comercial de sus transacciones con Estados Unidos mediante un incremento de sus importaciones. Además, recrimina al país asiático por obligar a las empresas norteamericanas a ceder su tecnología.

Asimismo, el presidente norteamericano mantiene unos planteamientos con respecto a las **relaciones comerciales con México**, dentro del Tratado de Libre Comercio que vincula a ambos países con Canadá, que, junto con el resto de sus acciones en materia de política comercial, podrían producir un efecto disruptivo sobre las cadenas de producción organizadas globalmente.

Europa ha impuesto aranceles a una lista de productos norteamericanos como represalia, y Estados Unidos ha amenazado con elevar, a su vez, otros aranceles. México también ha hecho lo mismo, y las autoridades chinas, que se encuentran en un proceso de negociación con las norteamericanas, ofrecen incrementar las compras a Estados Unidos de ciertos productos agrícolas y energéticos, lo que supondría un perjuicio para los países que hasta ahora le suministraban dichas mercancías. En cualquier caso no parece que sea suficiente para contentar a los estadounidenses. La guerra comercial, por tanto, ya está declarada.

Trump también ha puesto en marcha una **política fiscal expansiva**, consistente en una rebaja de impuestos que, aunque contiene elementos positivos, no ha sido acompañada de una reducción del gasto público. Esta reforma tributaria es la más amplia desde la era del presidente Ronald Reagan (en cuanto a reducciones de impuestos) y la más novedosa en términos conceptuales (tipos impositivos bajos junto con una ampliación de la base imponible y la desincentivación del traslado de beneficios empresariales al extranjero, incluidos paraísos fiscales, mediante la aplicación del *principio de residencia*). Así, por ejemplo, el tipo del impuesto de Sociedades se ha rebajado desde el 35% al 21%. El gasto, por su parte, se va a ver incluso incrementado por las mayores partidas destinadas a defensa e infraestructuras.

Esto va a suponer un incremento del ya elevado nivel de endeudamiento público estadounidense y un recalentamiento de la economía que ya se encuentra en pleno empleo —y no necesita, por tanto, este impulso—. La posibilidad de una inflación más elevada ha generado unas expectativas de aceleración en el endurecimiento de la política monetaria, con un efecto alcista sobre los tipos de interés que se une al derivado de la reducción de las tenencias de deuda

Política fiscal expansiva que pone en aprietos a los países emergentes

El petróleo se encarece

en el balance de la Reserva Federal. Esta perspectiva de mayores tipos de interés ya ha provocado salidas importantes de capitales desde algunas economías emergentes y la depreciación de sus divisas. Los países más afectados han sido Argentina y Turquía.

Por otra parte, las **tensiones en Oriente Medio** se han agudizado como consecuencia de varios factores, como el enfrentamiento entre los países del área por la guerra de Siria o la retirada de Estados Unidos del pacto nuclear con Irán, con el consiguiente restablecimiento de las sanciones económicas a dicho país. Esto se ha unido al recorte a la producción de petróleo que habían puesto en marcha los países de la OPEP y a la intensa caída de la misma en Venezuela como consecuencia del desplome de su economía. El resultado de todo ello ha sido una **escalada del precio de esta materia prima** en más de un 20% desde el inicio del año, y en un 50% en los últimos doce meses hasta rozar los 80 dólares por barril. Sin embargo, las expectativas de que Rusia y Arabia Saudí flexibilicen sus objetivos de producción han hecho posible que desde finales de mayo el precio se estabilice en torno a los 75 dólares.

Nuevo desafío a la unidad europea y a la estabilidad del euro

El tercer factor de incertidumbre ha sido la victoria en las **últimas elecciones italianas** de los dos partidos populistas antieuropeos, el Movimiento Cinco Estrellas y la Liga Norte. El candidato a ministro de economía, propuesto por la coalición de Gobierno formada por ambos, propugnaba un plan para la salida de Italia del euro, lo cual, además de generar una crisis política sin precedentes en dicho país al ser rechazado dicho candidato por el presidente de la República, ha despertado, de nuevo, el **temor en los mercados a la ruptura de la Unión Monetaria Europea**. El retorno de la desconfianza con respecto al futuro del euro, como sucedió en 2012, tendría consecuencias económicas muy negativas para el conjunto de Europa.

Por otra parte, el **desafío a las reglas de la UE en materia de control del déficit**, que parece que va a plantear el nuevo Gobierno italiano, va a dificultar el avance en los planes actuales de completar la arquitectura de la eurozona. Va a ser muy difícil que Alemania acepte, por ejemplo, compartir riesgos mediante la creación de un fondo para financiar políticas anticíclicas en países que atraviesen una crisis, o la emisión de eurobonos si un país del tamaño y del grado de endeudamiento de Italia no acepta la disciplina fiscal y se adentra en políticas que puedan desembocar en una quiebra como la de Grecia.

España, nuevamente afectada por la inestabilidad europea

El **resultado de estas incertidumbres** ha sido la caída de las bolsas europeas, la depreciación del euro y un acusado repunte de la prima de riesgo italiana que ha arrastrado a la prima española. No hay que olvidar, como ya se ha advertido en numerosas ocasiones, que nuestro elevado endeudamiento público es un factor importante

de riesgo que puede generar desconfianza en situaciones de incertidumbre, y eso es, precisamente, lo que ha ocurrido tras los acontecimientos de Italia.

Otro elemento de inseguridad procede de las **negociaciones sobre una salida ordenada del Reino Unido de la UE**, que no parecen avanzar en una dirección clara. La indefinición con respecto al nuevo marco de relaciones económicas bilaterales está perjudicando ya a la economía británica y mantiene en la incertidumbre a numerosas empresas europeas.

El temor al alcance y a los efectos de una guerra comercial que ya ha comenzado, el cambio en el escenario internacional que suponen las políticas de Trump, el encarecimiento del petróleo y el retorno del fantasma de la ruptura del euro se unen a un desempeño de la economía mundial, en el primer trimestre del año, algo peor de lo esperado. La consecuencia de todo ello es un clima de incertidumbre y un incremento en la percepción de riesgo.

El PIB de **Estados Unidos** creció un 2,2% intertrimestral en tasa anualizada en el primer trimestre del año, un ritmo inferior al registrado en los trimestres anteriores, pero es habitual que la intensidad del crecimiento se modere en el primer trimestre de cada año. En cualquier caso, sigue siendo un desempeño reseñable teniendo en cuenta que su economía se encuentra en pleno empleo y que el *output gap* ya se ha cerrado —es decir, el PIB se encuentra en su nivel potencial—.

La **tasa de paro** en mayo se situó en el 3,8%. Desde el año 1969 solo ha habido un mes en el que ha estado en un nivel tan bajo (en abril de 2000). La tasa de paro según una definición más amplia 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 mayo se encontraba en el 7,6%, la tasa más baja desde mayo de 2001. Asimismo, la tasa de inflación, tanto la general como la subyacente, se encuentra por encima del 2%.

No hay, por tanto, ningún impedimento para que la **Reserva Federal** prosiga con las subidas de los tipos de interés oficiales, que en marzo se elevaron hasta el rango comprendido entre el 1,5% y el 1,75%; en la reunión de junio decidieron subir los tipos al rango comprendido entre el 1,75% y el 2%, y para el año 2018 se dibuja un escenario con 4 subidas de tipos para el conjunto del año y un nivel de llegada de 2,25%-2,5%, lo cual viene a encajar con las expectativas del mercado. Además, en la reunión de junio se anunciaba que, a partir de julio, la Reserva Federal solo reinvertirá los vencimientos que excedan los 24.000 millones de dólares al mes en el caso de los *treasuries* y los 16.000 millones de dólares cuando se trate de agencia

El brexit sigue añadiendo incertidumbres

Continúa el largo ciclo expansivo en EE.UU.

La Reserva Federal seguirá endureciendo la política monetaria

*Algunas economías
emergentes,
en dificultades*

y valores respaldados por hipotecas. El rendimiento de la deuda pública a 10 años, por su parte, se mueve cerca del 3%, frente al 2,2% de hace un año. La economía estadounidense es suficientemente fuerte como para asumir unas condiciones monetarias menos acomodaticias sin cesar en su trayectoria expansiva, si bien hay que tener en cuenta que se halla en una fase muy madura del ciclo económico.

En general, las **economías emergentes** parecen encontrarse en mejor situación que en el pasado para digerir las subidas de tipos de interés en Estados Unidos: sus fundamentos macroeconómicos son ahora más sólidos, su sistema de tipos de cambio es más flexible, disponen de elevados niveles de reservas, sus balanzas por cuenta corriente no presentan graves desequilibrios y las emisiones de deuda han sido en moneda local en gran medida. Quienes se encuentran en riesgo de atravesar importantes dificultades en este entorno de aceleración de los tipos de interés son países como **Argentina y Turquía**, que exhiben amplios déficits de balanza de pagos y públicos, alta inflación y un elevado endeudamiento en dólares.

*Argentina es rescatada
por el FMI*

El primero de ellos, que en mayo se vio obligado a elevar sus tipos de interés por encima del 30% tras sufrir salidas masivas de capitales y una fuerte caída del peso, ha pedido un préstamo *stand by* al FMI por valor de 50.000 millones de dólares, que le ha sido concedido a cambio de acelerar la reducción del déficit y de no interferir en la libre fluctuación del peso. El **Gobierno de Macri** ya puso en marcha medidas encaminadas a controlar el déficit público, como subidas en las tarifas de las *utilities* para poder reducir la carga que los subsidios suponen sobre el presupuesto público. Pero su enfoque excesivamente gradualista impidió estabilizar la situación macroeconómica a la velocidad suficiente como para salir de la zona de riesgo, de modo que el aumento de las expectativas de tipos de interés en Estados Unidos les alcanzó con la tarea incompleta.

*Las condiciones
en la eurozona siguen
siendo favorables*

Con respecto a la **eurozona**, aunque el ritmo de actividad en el primer trimestre resultó algo moderado en comparación con el fuerte crecimiento del cuarto trimestre de 2017, no cabe esperar en un futuro inmediato la aparición de factores adversos que pudieran desacelerar notablemente la expansión durante este ejercicio —salvo que se materialice el riesgo de que la situación de Italia acabe desembocando en una nueva crisis del euro—. Las condiciones monetarias fijadas por el BCE continúan siendo acomodaticias, la creación de empleo es significativa y la tasa de paro sigue descendiendo.

A pesar de la reactivación económica y del aumento del grado de utilización de la capacidad productiva, apenas existen presiones inflacionistas. Las previsiones sitúan la tasa general del 2018 en un 1,5%, y la subyacente en el 1,2%. Pese a ello, **El BCE no debería retrasar más el comienzo de la normalización de la política monetaria,**

ya que la misma está generando notables distorsiones económicas y cuanto más se prolongue mayor es el riesgo de que, en el momento de su retirada, se generen tensiones en los mercados financieros.

La economía española mantuvo un buen tono en el primer semestre del año

El PIB español creció un 0,7% en el primer trimestre de 2018, la misma tasa que en los dos trimestres precedentes. Esta capacidad de la economía española para sostener el ritmo de crecimiento contrasta con la pérdida de dinamismo sufrida por la economía europea. Con respecto al mismo periodo del año anterior, el avance fue del 3,0%. La aportación de la demanda nacional aumentó en comparación con el último trimestre de 2017, mientras que la del sector exterior se redujo.

Sorprende el **vigor del consumo privado**, que, en contra de lo esperado, intensificó su crecimiento en los primeros meses del año, a pesar del ritmo más moderado de creación de empleo y de la reducida tasa de ahorro de los hogares, que no ofrece mucho margen para el sostenimiento de las elevadas tasas de crecimiento del gasto de los últimos tiempos. El **consumo público**, por su parte, también repuntó en comparación con las tasas registradas en los trimestres anteriores.

La firmeza del consumo fue contrarrestada por la debilidad de la **inversión en capital físico**, que sufrió una inesperada caída en el primer trimestre. No obstante, esto no supone un cambio de tendencia en la evolución de esta variable, cuya marcha trimestral presenta una gran errática, si bien es una manifestación de la trayectoria de desaceleración que exhibe desde hace algún tiempo.

La pérdida de dinamismo de la inversión en equipo contrasta con la fortaleza de la **inversión en construcción de viviendas**, que sigue registrando tasas muy dinámicas —un 8,7% interanual en el primer trimestre—, impulsada por los bajos tipos de interés y la ausencia de alternativas de inversión rentables. No obstante, su volumen aún es un 40% inferior al máximo anterior a la crisis. El mercado inmobiliario mantiene el tono expansivo de los últimos años. En 2017 las compraventas de viviendas crecieron por cuarto año consecutivo y en el primer trimestre de 2018 aumentaron un 11,6% con respecto al mismo periodo del año anterior. Los precios también crecieron el pasado año por cuarto ejercicio consecutivo. En cualquier caso, el número de transacciones aún es un 35% inferior al de 2007, y el precio medio un 25% inferior. Los ascensos de precios, por otra parte, no son generalizados geográficamente, sino que se concentran en algunas grandes capitales.

La economía española mantiene el buen tono

Sorprendente impulso del consumo privado

Desaceleración de la inversión

Fortaleza de la inversión en construcción

Pérdida de impulso de las exportaciones

La pérdida de impulso de la economía europea se reflejó en la evolución de las **exportaciones** españolas de bienes, que frenaron su crecimiento, situándose este por debajo del de las **importaciones**. La evolución del comercio exterior de servicios fue la contraria, con una aceleración de las exportaciones más intensa que la de las importaciones, especialmente en los servicios no turísticos. El resultado neto de todo ello fue un ligero aumento de la aportación del sector exterior al crecimiento intertrimestral en comparación con el trimestre anterior. En cualquier caso, con altibajos puntuales, parece que la aportación positiva del sector exterior al crecimiento tiende a disminuir. Pese a ello, se puede concluir, a la vista de todos los resultados anteriores, que el patrón de crecimiento de la economía española no registra grandes cambios y sigue siendo básicamente el mismo que en los dos últimos años.

El sector más dinámico es la construcción

Desde la perspectiva de la **oferta**, la industria registró, en el primer trimestre, una caída en su actividad, si bien este resultado sigue a un ascenso muy intenso en el trimestre precedente. El sector más dinámico fue la construcción, cuya tasa de crecimiento fue la más elevada en 10 años. Los servicios mantuvieron un ritmo muy semejante al del trimestre precedente. La entrada de turistas se recuperó en el primer trimestre del parón sufrido a finales de 2017, si bien el ritmo de crecimiento es claramente inferior al registrado en los dos años anteriores. Hasta abril el incremento en la llegada de turistas, en comparación con el mismo periodo del año anterior, fue del 2,3%. Los peores resultados se registraban en los archipiélagos y, en menor medida, en Cataluña, mientras que la llegada de turistas a Madrid mantenía un tono muy vigoroso. El gasto turístico ha crecido algo más que el número de visitantes, pero, en cualquier caso, también por debajo de las tasas de los años anteriores.

Crecimiento del empleo relativamente moderado

El **empleo**, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, aumentó un 0,5% en el primer trimestre, tasa idéntica a la del mes anterior. Se trata de un ritmo de crecimiento relativamente moderado si se compara con las tasas que se venían observando desde el inicio de la recuperación. Como ya ocurrió a lo largo de todo 2017, y especialmente en el último trimestre de dicho ejercicio, existe una notable discordancia entre la evolución del empleo según la contabilidad nacional —que parte, básicamente, de las cifras que ofrece la Encuesta de Población Activa (EPA)— y el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social, que registró ascensos sensiblemente superiores. Así, según esta última estadística, y con datos corregidos de efectos estacionales, aunque el ritmo de crecimiento interanual del total de afiliados se ha ralentizado en los últimos meses, sin embargo, todavía muestra un crecimiento muy destacable, con tasas del 3,1% en los meses de abril y mayo.

CUADRO 1

PREVISIONES MACROECONÓMICAS PARA ESPAÑA

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

	2017	Previsiones	
		2018	2019
PRODUCTO INTERIOR BRUTO	3,1	2,8	2,3
Consumo de los hogares e ISFLSH	2,4	2,5	2,0
Consumo público	1,6	1,4	1,4
Formación bruta de capital fijo	5,0	4,2	3,4
— Bienes de equipo y otros productos (a)	6,2	6,0	4,7
— Construcción	4,6	3,2	3,1
Demanda nacional (aportación al crecimiento del PIB)	2,9	2,8	2,2
Exportación de bienes y servicios	5,0	3,9	4,6
Importación de bienes y servicios	4,7	4,0	4,5
MERCADO DE TRABAJO			
Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo			
— Variación en número de personas	489.878	429.782	348.410
— Variación en porcentaje	2,8	2,4	1,9
Tasa de paro (EPA)	17,2	15,4	14,3
PRECIOS Y COSTES			
Precios de consumo (media anual)	2,0	1,6	1,4
Remuneración salarial media (b)	0,1	1,0	1,0
Costes laborales unitarios	-0,2	0,6	0,6
SECTOR EXTERIOR (% PIB)			
Saldo balanza pagos por cuenta corriente	1,9	1,7	1,9
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)			
Déficit (-) o superávit (+)	-3,1	-2,6	-2,3
Pro-memoria:			
— Actualización del Programa de Estabilidad 2018-2021	-3,1	-2,2	-1,3
— Administración Central	-1,9	-0,7	-0,3
— Comunidades Autónomas	-0,3	-0,4	-0,1
— Corporaciones Locales	0,6	0,0	0,0
— Seguridad Social	-1,5	-1,1	-0,9

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.

Fuentes: Para el año 2017, Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de España (BdE). Para los años 2018 y 2019, previsiones del IEE (fecha de actualización: 15 de junio de 2018).

*La población en edad
de trabajar vuelve
a crecer*

De acuerdo con la EPA, la **población activa**, que presenta tasas negativas de crecimiento desde 2013, continuó reduciéndose en el primer trimestre de este año. La población en edad de trabajar, tras siete años de caídas, se estabilizó el pasado año y al comienzo del actual ya se encontraba en tendencia ascendente como consecuencia de la vuelta de la inmigración a tasas positivas. La tasa de desempleo fue del 16,7% en el primer trimestre, casi dos puntos porcentuales menos que un año antes. La tasa de paro juvenil fue del 36,3% frente al 41,7% de un año antes. En el último año la reducción de esta última ha procedido del aumento del empleo, y no del descenso de la tasa de actividad de la población de este grupo de edad, a diferencia de los dos años anteriores en los que pesó más el abandono del mercado de trabajo por parte de los jóvenes que el incremento del empleo.

*Modesto ascenso
de la productividad
y de los CLU*

La productividad mantuvo el mismo ritmo modesto de crecimiento que se observa desde el inicio de la recuperación. El **coste laboral unitario**, para el conjunto de la economía, presenta una ligera tendencia ascendente, después de descender un 0,2% el año pasado. En el sector de las manufacturas registró en 2017 una variación nula después de siete años consecutivos de bajadas, y al inicio del año actual también se movía al alza.

*Posible desaceleración
suave en el segundo
trimestre*

Los indicadores disponibles relativos al **segundo trimestre** apuntan a una posible desaceleración, pero en caso de producirse sería muy moderada. Los índices PMI de manufacturas y de servicios correspondientes a abril y mayo han empeorado en comparación con la media del trimestre anterior, así como algunos indicadores de confianza, como el de la industria y la construcción, y el índice de producción industrial de abril. Las ventas minoristas también iniciaban el trimestre con un descenso, pero las llegadas de turistas y las pernoctaciones en hoteles registraban una mejoría. En cuanto al empleo, la afiliación a la Seguridad Social presentó unos resultados débiles en marzo y abril, pero recuperó fuerza en mayo, con el mayor incremento mensual en dicho mes de toda la serie histórica.

*El PIB crecerá un 2,8%
en 2018 y un 2,3%
en 2019*

La **evolución durante el resto del año** estará condicionada por el comportamiento del precio del petróleo y por el desempeño de la economía mundial, marcada esta última, como ya se ha señalado, por un importante grado de incertidumbre. Suponiendo que no se produzcan grandes sorpresas en dichos ámbitos, el consumo privado, aunque no crecerá a un ritmo tan intenso como al inicio del año, registrará una aceleración en el conjunto de 2018 con respecto a 2017, debido al fuerte ascenso registrado en el primer trimestre, a lo que se unirá el efecto expansivo de la política fiscal. La inversión en bienes de equipo, por el contrario, se moderará debido al menor crecimiento esperado para las exportaciones —como consecuencia de la desaceleración de la economía europea—. También la inversión en

construcción perderá dinamismo, como consecuencia del final del efecto impulso derivado de los descensos de los tipos de interés. El PIB crecerá un 2,8%.

Para 2019 se espera que se mantengan las tendencias mencionadas, salvo en lo que respecta al consumo privado, que perderá dinamismo debido a la reducida tasa de ahorro, que ya no ofrece margen para seguir creciendo a ritmos como los de los últimos años. La previsión de crecimiento del PIB para dicho ejercicio es del 2,3%.

Por otra parte, no se debe olvidar que la **inestabilidad política**, el conflicto en Cataluña y la imposibilidad de formar Gobiernos fuertes que puedan emprender reformas y no se dejen arrastrar por impulsos populistas son factores que pueden dañar la credibilidad del país y deteriorar las expectativas; lo cual puede ser peligroso dado nuestro elevado nivel de endeudamiento público y la presión futura sobre el mismo que se derivará del envejecimiento y sus efectos sobre el sistema de pensiones.

Se relaja el esfuerzo de consolidación fiscal

En 2017 se produjo un ligero aumento del **superávit por cuenta corriente** hasta 22.141 millones de euros, un 1,9% del PIB, como resultado neto de un leve empeoramiento del saldo comercial a raíz, fundamentalmente, del encarecimiento del petróleo, y un descenso del déficit de la balanza de rentas. En el primer trimestre de este año, con datos aún provisionales e incompletos, lo que se observa es un aumento del superávit comercial total y, al mismo tiempo, un incremento del déficit de rentas.

Con respecto a la **cuenta financiera**, en 2017 destacó el descenso de los flujos de entrada de inversión extranjera en España hasta el nivel más bajo de la serie histórica, que comienza en 1995, resultado que estuvo muy condicionado por algunas operaciones de reestructuración de ciertos grupos corporativos. No obstante, esto fue más que contrarrestado por el cambio de signo en las entradas por inversión de cartera, que pasaron a registrar un saldo positivo tras el resultado negativo del año anterior. En el primer trimestre de 2018 se mantienen las mismas tendencias: reducción de las entradas por inversión directa e incremento de los flujos de cartera.

La economía, en su conjunto, volvió a generar una capacidad de financiación equivalente al 2% del PIB. Pese a ello, la **Posición de Inversión Internacional** (PII) incrementó su saldo deudor al final de 2017, en términos nominales, por el efecto de la diferente evolución en el valor de los activos y de los pasivos, si bien se redujo en porcentaje del PIB. No obstante, excluyendo la posición deudora del

El crecimiento sigue sin generar déficit exterior

El elevado endeudamiento frente al exterior sigue siendo preocupante

Banco de España, el saldo deudor de la PII descendió también en términos absolutos hasta el 63% del PIB. En cualquier caso, sigue siendo muy elevado en comparación internacional. La deuda externa bruta, que solo tiene en cuenta los pasivos que generan obligaciones de pago, excluyendo el Banco de España, se situó en el 126% del PIB. Este elevado endeudamiento frente al exterior, que en parte procede de las AA.PP. y en parte de los agentes privados, supone una importante vulnerabilidad para la economía española.

*Los hogares vuelven
a tener déficit
financiero*

Los **hogares** presentaron el pasado año una necesidad de financiación por primera vez desde 2008, es decir, el ahorro generado por este sector fue inferior a su inversión, debido tanto a un descenso del primero como a un incremento de la segunda. La tasa de ahorro se redujo hasta el 5,7% de la renta disponible bruta (RDB), el nivel más bajo de toda la serie histórica. El crédito nuevo a la compra de vivienda sigue creciendo. El año pasado aumentó un 17% (excluyendo las renegociaciones) y en los primeros meses del actual mantenía un ritmo muy semejante. No obstante, su volumen sigue encontrándose muy por debajo de los máximos anteriores a la crisis y el *stock* de deuda total de los hogares sigue descendiendo, ya que las amortizaciones son superiores al nuevo crédito.

En el caso del **crédito al consumo**, su *stock* total lleva ya varios años aumentando, aunque también sigue por debajo del máximo precrisis, y representa un porcentaje muy reducido del endeudamiento total de las familias. Este último volvió a descender en 2017, tanto en términos nominales como en porcentaje de la RDB, hasta el 99,8%. Aunque, de repetirse el resultado deficitario de la balanza financiera de los hogares, el volumen de crédito vivo podría volver a crecer pronto en términos nominales. Hay que tener en cuenta, en cualquier caso, que la carga que supone el pago de la deuda de las familias se ha reducido hasta tasas, en relación con su RDB, inferiores incluso a las vigentes al inicio del siglo actual debido a la gran caída de los tipos de interés.

*Las empresas
siguen con superávit
financiero*

Las **sociedades no financieras** registraron un nuevo excedente financiero de cuantía muy semejante a la del año anterior, que se volvió a destinar, en parte, a la reducción de su endeudamiento. El volumen de este se situó en el 96,8% del PIB. La reducción de la deuda de las empresas procede de la amortización de la materializada en forma de préstamos, mientras que la adoptada en forma de títulos de renta fija está en ascenso desde el inicio de la crisis. Esto ha supuesto un cambio en la estructura de la deuda de este sector, en el sentido de que ha perdido peso la deuda bancaria y ha aumentado la resultante de emisiones de títulos.

Las **Administraciones Públicas** registraron, en 2017, un déficit del 3,1% del PIB frente al 4,3% del año anterior. Destacó el descenso

del correspondiente a las Comunidades Autónomas, que se situó por debajo de su objetivo, mientras que la Administración Central incumplió el suyo. El déficit de los Fondos de la Seguridad Social aumentó hasta 17,2 miles de millones de euros, si bien dicho ascenso fue consecuencia de la reducción de las transferencias del Estado, ya que los ingresos por cotizaciones sociales crecieron por encima del crecimiento del gasto en prestaciones, gracias al incremento de las bases máximas y mínimas de cotización.

Hasta el mes de marzo de este año el **saldo consolidado de las AA.PP.**, excluyendo las Corporaciones Locales, fue inferior en 1.300 millones al registrado en el mismo periodo del pasado año. Todas las Administraciones presentaron una mejoría con respecto al mismo periodo del pasado año. En cualquier caso, las medidas contenidas en el Presupuesto General del Estado aprobado por el Congreso de los Diputados suponen una relajación del compromiso con el control del déficit que puede poner en peligro el cumplimiento del objetivo para este año.

Cabe destacar, especialmente, la vuelta a la indiciación de las pensiones con el IPC, que supondrá un incremento del gasto de 1.500 millones de euros este año y 2.000 millones el año próximo. Además, se ha retrasado la aplicación del factor de sostenibilidad establecido en la reforma del sistema de pensiones de 2013. Todo ello va a tener un efecto acumulativo a lo largo de los años venideros que resulta altamente preocupante teniendo en cuenta nuestro ya mencionado nivel de endeudamiento público, principal fuente de vulnerabilidad de nuestra economía.

La tasa de **inflación** se mantuvo en tasas moderadas, por debajo del 1,2% en los primeros cuatro meses del año, aunque en mayo repuntó hasta el 2% debido al aumento del precio de la electricidad y de los combustibles, fruto del encarecimiento del petróleo. La tasa subyacente ha mostrado mayor contención, con tasas de en torno al 1%. El diferencial con respecto a la media de la zona euro, que el pasado año fue positivo —es decir, desfavorable a España—, ha vuelto a terreno negativo en los primeros meses del ejercicio actual. Para el conjunto del año se espera una tasa media anual de inflación del 1,6% si el petróleo contiene su avance, y del 1,4% para el año próximo.

La remuneración por trabajador, que en 2017 creció un 0,1%, en el primer trimestre de este año aumentó un 0,4% interanual. La productividad se elevó un 0,3%, de modo que los **costes laborales unitarios**, para el conjunto de la economía, experimentaron un leve ascenso. En el sector de las manufacturas, donde estos últimos se elevaron el año pasado ligeramente por primera vez después de siete años con tasas negativas, en el primer trimestre del actual registraron un ascenso del 0,5%. Se prevé que en 2018 y 2019 las remuneraciones

Cumplimiento del objetivo de déficit en 2017

Peligroso aumento del gasto en 2018

Repunte de la inflación por el petróleo

Los CLU se acelerarán en 2018 y 2019

salariales experimenten un incremento de mayor cuantía que en los años anteriores, lo que unido al débil ascenso de la productividad supondrá una aceleración de los CLU hasta en torno al 0,6% este año y el próximo.

El reto de elevar el potencial de crecimiento en la eurozona

*La curva de Phillips
será más plana
que en el pasado*

A pesar de la firme reactivación económica, junto con el notable aumento del grado de utilización de la capacidad productiva y la no menos significativa reducción del desempleo, apenas hay presiones inflacionistas. Han quedado definitivamente enterrados los temores del Banco Central Europeo y de algunos analistas sobre una deflación. Es cierto que las expectativas de inflación, aunque en territorio positivo, están todavía alejadas del objetivo del BCE, definido como cercano al 2% a medio plazo. Posiblemente esto continuará por un tiempo indefinido y la *curva de Phillips*, que relaciona la inflación de una economía con su brecha de producción u *output gap* (diferencia entre la producción observada y la potencial), **será más plana que en el pasado**, lo cual implica que un cambio en la tasa de paro repercutirá menos que en el pasado en la tasa de inflación (en ambos sentidos).

*Políticas
antiinflacionistas
de los
bancos centrales*

Hay varios *factores* que están detrás de este comportamiento. En primer lugar, desde hace tiempo, las **políticas antiinflacionistas** que se han venido adoptando por la mayoría de los **bancos centrales** y la mayor confianza en su compromiso de mantener la inflación baja y estable han contribuido a mantener las expectativas de inflación ancladas.¹ Esto tiene como consecuencia que los agentes económicos, como los trabajadores y los empresarios, no responden a sorpresas positivas o negativas de inflación, de manera que los salarios y los precios no cambian con tanta frecuencia.

*Reducción
de las barreras
al comercio
y de los costes
de transporte*

En segundo lugar, la globalización es otro factor que explicaría por qué la inflación es ahora menos dependiente de la situación cíclica doméstica (*efecto competencia*). La **reducción de las barreras al comercio y de los costes de transporte** ha provocado que los bienes producidos en un país sean más sustituibles por los producidos en otro, de manera que el precio doméstico de estos bienes no puede diferir demasiado del precio de bienes similares producidos en el exterior. En consecuencia, su precio no depende solamente del *output gap*

¹ Para un análisis interesante sobre la evolución de la curva de Phillips en las economías desarrolladas durante las últimas décadas, véase Montoriol, J. (2015): *Crecimiento sin inflación: ¿qué nos dice la curva de Phillips?*, Informe Mensual "la Caixa" n.º 387, pp. 36-37.

local, sino también del nivel de utilización de los recursos a escala global.

En tercer lugar, los cambios tecnológicos que están en marcha también inciden sobre el nivel de precios (*efecto digitalización*). Así, aspectos como **la digitalización del trabajo y el desarrollo de las nuevas tecnologías** están contribuyendo a aplanar la curva de Phillips, en la medida en que, además, un número cada vez mayor de trabajos se pueden realizar a distancia, lo que está haciendo que la mano de obra sea potencialmente cada vez más elástica. Además, las reformas estructurales llevadas a cabo en los últimos años en los mercados de trabajo de diferentes países, encaminadas a flexibilizarlos, es otro de los factores que está modificando la relación tradicional entre desempleo e inflación (*efecto reformas estructurales*). Las reformas estructurales aumentan tanto la producción potencial como la fortaleza de las economías ante los *shocks* adversos.

Por último, en el conjunto de la eurozona **el ascenso de los países de la Europa del Este**, cuyos mercados laborales cuentan con salarios más bajos y que ya, desde hace años, han provocado un aumento real de la oferta de mano de obra, hace imprescindible que se sigan acometiendo reformas estructurales encaminadas a aumentar la productividad laboral, puesto que van a resultar fundamentales en los próximos años para mejorar las perspectivas de crecimiento salarial en los países de la zona del euro.

El crecimiento del potencial productivo en la eurozona, que actualmente se encuentra por debajo del 2% anual,² es comparativamente bajo e insuficiente para afianzar un ritmo de actividad elevado y para poder afrontar los grandes retos del futuro próximo, problema que también tiene lugar en España, puesto que, según estimaciones del Banco de España, el crecimiento potencial de nuestra economía está por debajo del 1,5%.³ Los factores explicativos de esta reducción del crecimiento potencial, tanto de España como del conjunto de los países de la eurozona, tienen que ver con la demografía, con un envejecimiento progresivo de las sociedades más desarrolladas, así como con el cambio climático. En relación con el panorama demográfico, la caída y el envejecimiento de la población no solo afectan al crecimiento potencial de la economía europea, sino que, asimismo, influyen en los patrones de ahorro-consumo, en el gasto público sanitario y en la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones.

Digitalización del trabajo y desarrollo de las nuevas tecnologías

Ascenso de los países del Este en la eurozona

Imprescindible aumentar el potencial productivo de la eurozona

² Aunque el crecimiento potencial no es una variable directamente observable, las estimaciones más recientes de organismos como el Banco Central Europeo consideran que el crecimiento a medio-largo plazo del PIB real de la eurozona es del 1,7%. Véase <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.ecbstaffprojections201803.en.pdf>

³ Véase Banco de España (2018): *Boletín Económico 1/2018*.

*La clave para elevar
el potencial
de crecimiento*

*Imprescindible
dinamizar la inversión
empresarial*

*Avanzar en el progreso
tecnológico
y en la digitalización*

*Mejorar
la cualificación
del capital humano*

La clave para elevar el potencial de crecimiento es conseguir generar un entorno empresarial adecuado y, a la vez, que el mismo esté garantizado de manera creíble por los Gobiernos. El objetivo que se debe perseguir es múltiple.

En primer lugar, **se debe intentar conseguir que la inversión empresarial sea dinámica**. En este sentido, y tal y como se pone de manifiesto en la última edición del *Doing Business 2018*,⁴ España todavía tiene margen para mejorar aspectos tales como la creación de una empresa (en este aspecto ocupa el puesto 86 en un *ranking* de 190 países) o los permisos de construcción, que consumen excesivo tiempo y requieren muchos procedimientos administrativos (en este aspecto España ocupa el puesto 123 de 190 países).

En segundo lugar, **se debe perseguir que el progreso tecnológico y la digitalización de la economía avancen** de forma que abarquen a la totalidad de la economía. La difusión de las tecnologías digitales y la utilización de datos como recurso esencial, en la medida en que permite optimizar recursos, innovar en procesos y productos, mejorar la toma de decisiones y predecir acontecimientos futuros, presenta un gran potencial en ámbitos estrechamente ligados con el progreso social como la salud, la educación, la conciliación de la vida laboral y personal, la protección del medio ambiente, la seguridad alimentaria, la eficiencia energética, los sistemas de transporte o la gestión de las ciudades. La transformación digital ofrece la oportunidad de cambiar el patrón de crecimiento y asegurar, así, un avance estable y sostenible tanto desde la perspectiva económica como desde la social y la ambiental. No obstante, los cambios que la digitalización provoca en la economía no están predeterminados, sino que dependen de la estrategia y de la proactividad de los agentes involucrados. En este sentido, resulta esencial el papel de la Administración como impulsor de la transición digital, como regulador, a través del desarrollo de marcos normativos adecuados y como equilibrador, con el establecimiento de políticas públicas de acompañamiento.⁵

En tercer lugar, **es fundamental que la cualificación del capital humano, clave en el desarrollo de los países, sea adecuada y óptima**. Tal y como pone de manifiesto un informe reciente del Banco Mundial,⁶ las estimaciones disponibles sugieren que el capital humano es el principal factor que está detrás de la riqueza de un país

⁴ Véase http://espanol.doingbusiness.org/~/_media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf

⁵ Un interesante análisis reciente sobre el papel de la digitalización de la economía se puede encontrar en CES (2017): *La digitalización de la economía*. Informe 03/2017.

⁶ Lange, G.-M., Wodon, Q. y Carey, K. (editores) (2018): *The Changing Wealth of Nations 2018: Building a Sustainable Future*, Grupo Banco Mundial.

y tiene mayor importancia en los países de renta media-alta y alta que en los países de renta baja.

En cuarto lugar, **es primordial incrementar la tasa de actividad de las economías desarrolladas y, especialmente, la femenina.** La reducida tasa de actividad dificulta la mejora del potencial de crecimiento. En este sentido, España tiene mucho recorrido, tal y como se puede ver en el Gráfico 1, porque, como se puede apreciar, la tasa de actividad está en mínimos desde el año 2006 y la tasa de empleo es muy inferior a la de los países de nuestro entorno. Además, en el caso de la tasa de actividad femenina, pese a que ésta aumentó de forma notable hasta los primeros años de la crisis económica, sin embargo, desde el comienzo de la recuperación ha mostrado una tendencia ligeramente descendente.

De lo que se trata, en definitiva, es de robustecer los mecanismos de la economía de mercado basados en los criterios de la competencia perfecta y **apoyados por políticas económicas de oferta.** Para ello es fundamental que éstas incluyan unos Presupuestos públicos equilibrados, una imposición directa (fundamentalmente sobre la renta y sobre sociedades) moderada, una regulación administrativa eficiente y que no desincentive la generación de actividad y de empleo, unos mercados de factores, en especial el de trabajo, que sean flexibles y, por último, una inversión pública en infraestructuras de transporte, de energía y de comunicaciones que sean de la máxima calidad, incluida la extensión de la banda ancha fija de Internet a todas las zonas del país.

El **gran reto de cara al futuro** es prolongar las tendencias favorables en el mercado de trabajo y crear las condiciones adecuadas para que la población activa pueda adaptarse a la digitalización y sacar el máximo provecho de este avance tecnológico que no tiene marcha atrás. Una prioridad absoluta le corresponde, en este sentido, a las **políticas de educación.** A la hora de planificar el futuro de la educación de un país con un horizonte de largo plazo se ha de buscar su efecto sobre el desarrollo del país, eliminando cualquier sesgo ideológico y no haciendo electoralismo de ellas, pues esto supone una enorme irresponsabilidad. A la hora de reformar el sistema educativo solo se ha de distinguir entre políticas buenas y malas, siendo el criterio de evaluación de las mismas el nivel de integración profesional que las políticas implementadas generen. Una buena política educativa tiene un amplio potencial para mejorar la productividad de la fuerza laboral y, a la vez, promover la movilidad social mediante la igualdad de las oportunidades. Ello la convierte en una potente palanca de transformación social, si no la más importante. Para aprovechar todo este potencial el sistema educativo debe ser de calidad, especialmente en un momento como el actual en el que debe adaptarse

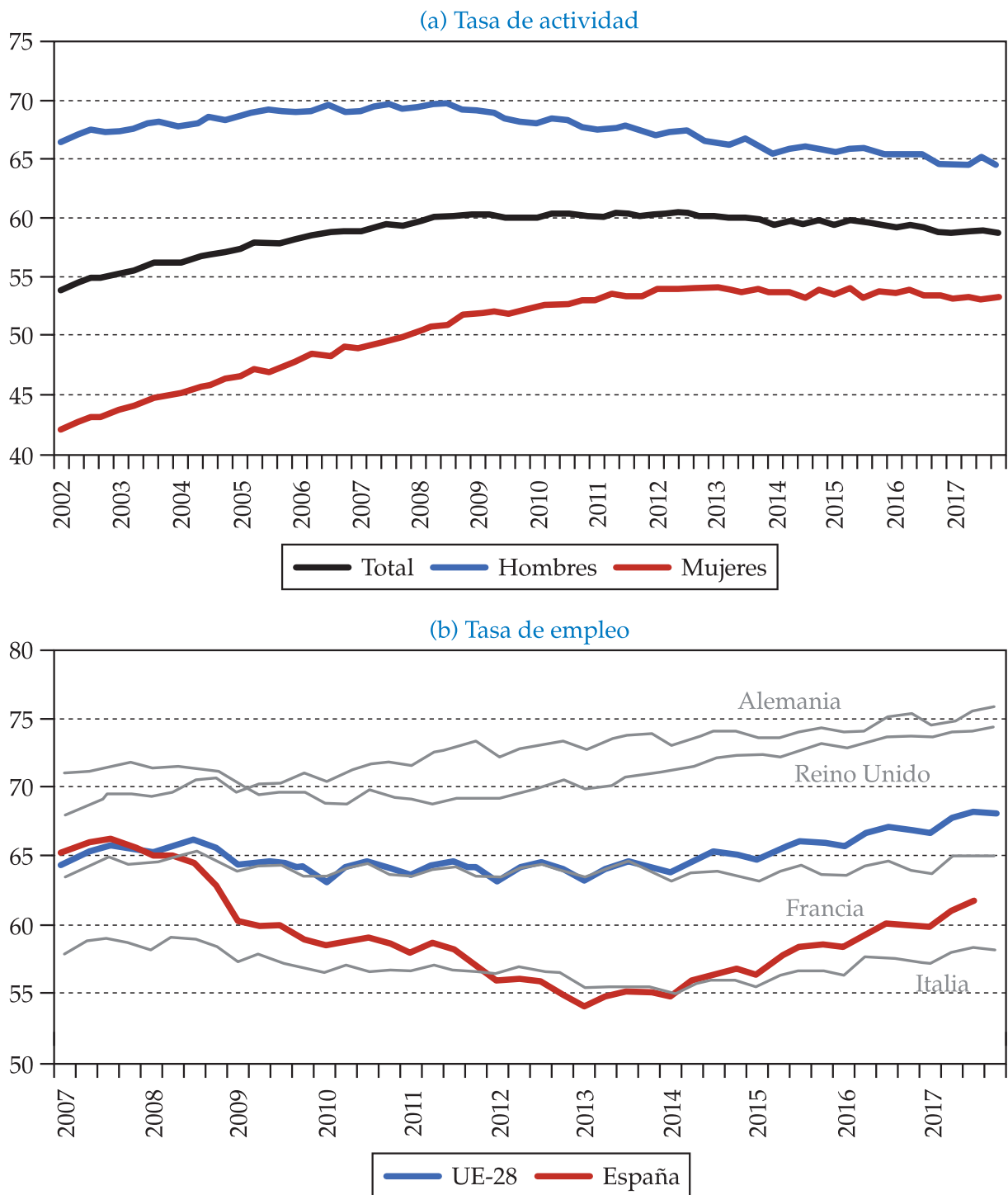
Incrementar la tasa de actividad y, en especial, la femenina

Robustecer los mecanismos de la economía de mercado

Gran reto de cara al futuro: políticas de educación

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE ACTIVIDAD Y DE EMPLEO EN ESPAÑA, 2002-2017



Fuente: INE, Eurostat y elaboración propia.

a una revolución digital que está transformando el sistema productivo y, con ello, las competencias y las habilidades demandadas en el mercado laboral. Es importante qué, cómo y cuándo se enseña. En el

ámbito educativo la resistencia al cambio, o el cambio sin rigor, tiene un coste enorme, en términos de equidad y de eficiencia, que no nos podemos permitir.

Son imprescindibles políticas de primera calidad que faciliten a las personas, empezando por los más jóvenes, en primer lugar, el manejo efectivo de materias básicas (las conocidas como materias STEM, de *science, technology, engineering y mathematics*), así como el dominio de idiomas extranjeros relevantes (fundamentalmente el inglés) y, asimismo, una mayor educación económica y financiera. En este último aspecto seguramente pocas inversiones serían más rentables para la economía en su conjunto que dedicar suficientes recursos a la educación financiera de la ciudadanía.

En un mundo dominado por la creciente digitalización es imprescindible incidir en la **formación continua a lo largo de la vida**, así como en el reciclaje profesional y en la movilidad laboral. La formación continua de los trabajadores, tanto de las personas empleadas como de las desempleadas, genera multitud de beneficios a largo plazo y ocupa un papel primordial, tanto para potenciar el desarrollo de nuevas habilidades ante un entorno de constante evolución tecnológica como para evitar la depreciación de los conocimientos en un contexto de alargamiento de la vida laboral. A pesar de la extensa evidencia sobre los beneficios asociados a la formación continua a lo largo de la vida laboral, el porcentaje de trabajadores en España que recibe formación por parte de la empresa es inferior al promedio de la UE-28 (32% frente al 37%). Las menores tasas de participación en actividades de formación en España también coinciden, lamentablemente, con un peor nivel de competencias en la población adulta. De hecho, el 17% de los adultos en España no tiene experiencia con un ordenador, mientras que ese porcentaje queda reducido al 10% para el promedio de los países de la OCDE. Mucho se puede lograr mediante el estudio y el aprendizaje en Internet (*e-learning*) a través de ofertas educativas, que ya las hay, gratuitas y certificadas (EdX, Udacity, Coursera, Miriadax, etc.).

*Formación continua
a lo largo de la vida*

Es imprescindible iniciar la normalización monetaria en la Unión Europea

En el actual contexto en el que se encuentran las economías de la eurozona el **Banco Central Europeo no debería dilatar más en el tiempo la normalización de su política monetaria**, como viene haciendo la Reserva Federal desde finales del año 2013. En este sentido, el anuncio realizado el pasado 14 de junio de no reinvertir un cierto volumen de los vencimientos que se vayan produciendo de los

*No dilatar más,
por parte del BCE,
la normalización
de la política
monetaria*

títulos en cartera es una buena noticia. El potencial de efectos colaterales indeseados para la asignación de los recursos, para la distribución de los patrimonios y para la estabilidad del sistema financiero es demasiado grande. La normalización restauraría la función conductora de los tipos de interés en los mercados monetarios y de capitales que, en una economía de mercado, es fundamental para su buen funcionamiento. Además, acabaría el actual dominio fiscal de los Gobiernos sobre la política monetaria, que es incompatible con el Tratado de Maastricht y el postulado sobre la independencia del Banco Central Europeo. Y, no menos importante, el BCE recuperaría las herramientas convencionales de su política monetaria que podría necesitar en futuros tiempos de debilitamiento coyuntural, que vendrán. Con la facilidad marginal de depósitos situada en el -0,40%, el tipo de referencia del BCE en el 0% y la facilidad marginal de crédito en el 0,25%, el BCE tiene poco margen de actuación para asumir posibles *shocks* adversos producidos en la economía real de la eurozona.

Pasos para la normalización monetaria

En este sentido, son cuatro los **pasos que se deben seguir en el camino hacia una política monetaria convencional y ortodoxa**. En primer lugar, *preanunciar la hoja de ruta*. La comunicación a los mercados tiene que ser clara y creíble; lo cual requiere el consenso, hecho público, en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. En segundo lugar, *comenzar con la salida de la expansión cuantitativa*, reduciendo gradualmente, y sobre la base de un calendario preestablecido y publicado, las compras netas de activos hasta finalizarlas completamente, paso que se comenzará a producir a partir de diciembre de este año. En tercer lugar, una vez terminadas las compras netas de activos, iniciar una senda al alza de los tipos de interés oficiales empezando con una reducción del actual tipo negativo sobre la facilidad de depósito. Para ello, el Banco Central Europeo debería guiar las expectativas de los agentes del mercado sobre el futuro curso de su política monetaria (*forward guidance*) comunicando en qué cuantías y hasta qué nivel se efectuarán las subidas. Por último, se debería emprender la reducción del abultado balance del Banco Central Europeo vendiendo los bonos soberanos, lo que habría que hacer de forma cautelosa y paulatina para evitar presiones excesivas sobre las rentabilidades en los mercados financieros.

Ajuste fiscal insuficiente

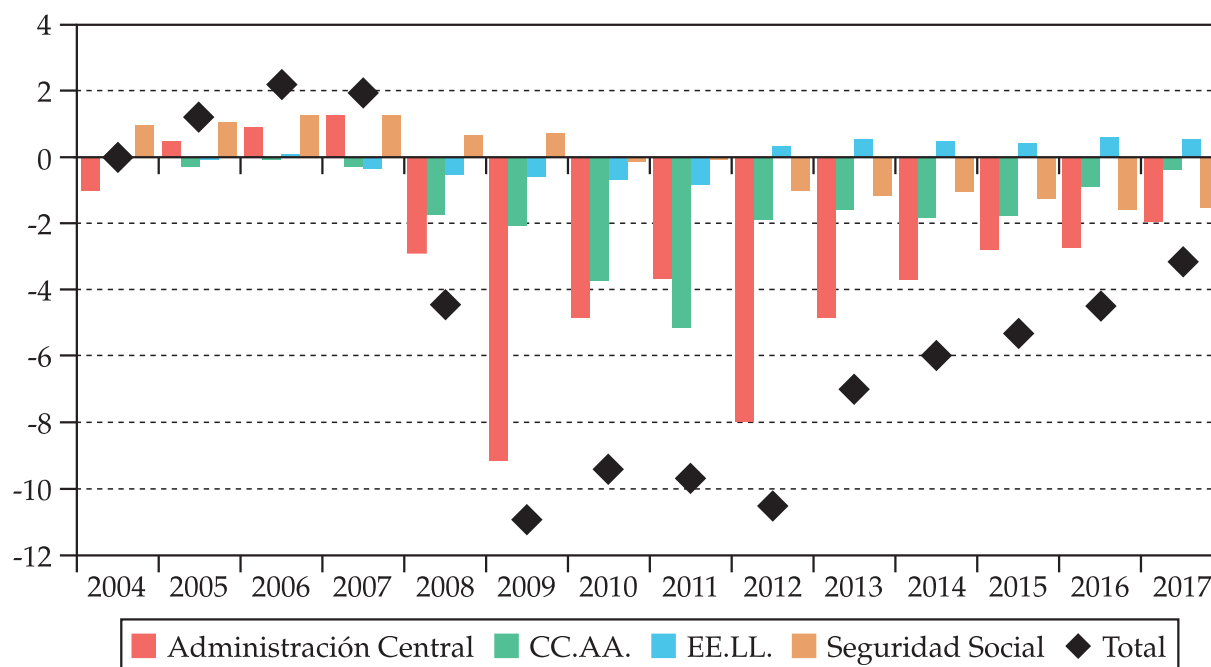
Insuficiente reducción del déficit público en los últimos años

Pese a que, como se puede observar en el Gráfico 2 que se presenta a continuación, **la reducción del déficit público del conjunto de las Administraciones Públicas españolas ha sido significativa en los últimos años, sin embargo, dada la expansión económica**

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO DE LAS DISTINTAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, 2004-2017

(Acumulado en el cuarto trimestre de cada año. Como % del PIB)



Fuente: Intervención General de la Administración del Estado.

experimentada, se torna insuficiente. Aunque el deterioro de las cuentas públicas durante los primeros años de la crisis provocó que el déficit público del conjunto de las Administraciones ascendiera al 10,95% en el año 2009 (como consecuencia de la mezcla del derrumbe de los ingresos tributarios debido a la crisis económica y de una política fiscal expansiva), solo fue a partir del año 2012 cuando el déficit público empezó a descender. Sin embargo, dado el dinamismo experimentado por la economía española desde el comienzo de la recuperación en el año 2014, con tasas de crecimiento del PIB real por encima del 3% en los tres últimos ejercicios, el esfuerzo de ajuste fiscal resulta llamativo. El insuficiente ajuste se aprecia en que, pese al crecimiento económico experimentado, nuestra economía no ha sido capaz de generar, en ninguno de los años, saldos primarios (es decir, sin el pago de intereses de la deuda pública) excedentarios. Además, dada la evolución del PIB nominal (ver Cuadro 2), el incumplimiento de los objetivos de déficit público se ha debido, fundamentalmente, a un ensanchamiento en la diferencia entre los gastos y los ingresos públicos efectivamente ejecutados respecto a lo originalmente presupuestado.

En los años de recuperación (2014-2017), tal y como se puede apreciar en el Cuadro 2, el crecimiento del PIB real observado fue

CUADRO 2

HIPÓTESIS MACROECONÓMICAS Y REALIDAD EN LOS PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO EN LOS AÑOS DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

	2014		2015		2016		2017	
	PGE	Dato	PGE	Dato	PGE	Dato	PGE	Dato
PIB (%)	0,7	1,4	2,0	3,4	3,0	3,3	2,5	3,1
Deflactor del PIB (%)	1,3	-0,2	0,6	0,6	1,1	0,3	1,6	1,0
PIB nominal (%)	2,1	1,2	2,7	4,1	4,0	3,6	4,1	4,0
Empleo EPA (%)	-0,2	2,5	1,4	3,0	3,0	2,3	2,5	2,6
Empleo EPA (variación en miles)	-34,3	433,9	246,0	525,1	542,8	413,9	462,7	490,3
Tasa de paro (% población activa)	25,9	24,4	22,9	22,1	19,7	19,6	17,5	17,2
Tipo de interés deuda a 10 años	4,3	2,8	2,6	2,6	2,6	1,4	2,0	1,7
Déficit público	-5,8	-6,0	-4,2	-5,3	-2,8	-4,5	-3,1	-3,1
Saldo primario	—	-2,5	—	-2,2	—	-1,7	—	-0,5

Fuente: INE, IGAE y elaboración propia.

*Positiva evolución
de las variables
macroeconómicas*

superior a la proyección establecida en el Escenario Macroeconómico en todos y cada uno de los Presupuestos Generales del Estado aprobados en este período. Además, el entorno de tipos de interés bajos, propiciado por el Banco Central Europeo durante estos años, ayudó a contener los gastos por intereses, reflejados en el Cuadro por el tipo de interés de la deuda pública a 10 años que, en todos los años de la muestra, resultó ser inferior al que se estableció como hipótesis a la hora de elaborar los Presupuestos. Por lo tanto, **la mejora de las principales variables macroeconómicas debería haber permitido una reducción del déficit público mayor que la prevista inicialmente**, de la misma manera que en los años más duros de la crisis económica el objetivo de déficit se revisó al alza.

*Mantenimiento
de unos Presupuestos
expansivos*

El escenario macroeconómico del IEE para 2018 y 2019 está construido sobre la base del **mantenimiento de los Presupuestos expansivos del Partido Popular para este año por el nuevo Gobierno del PSOE** y la prórroga de dichos Presupuestos para 2019. En ambos años, especialmente en el 2019, estimamos que no se cumplirán los objetivos de déficit contemplados en la Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España (déficit público del 2,2% en el

año 2018 y del 1,3% en el 2019). Para este año, y para el conjunto del 2019, la configuración del nuevo Ejecutivo, con una clara minoría parlamentaria, va a depender de los acuerdos que alcance con otras formaciones políticas, lo que, sin duda, va a suponer un riesgo con relación al cumplimiento de nuestros objetivos de déficit público tanto para este año (en el que estimamos que se cerrará con un déficit del 2,6%, que supone una desviación de 4 décimas respecto al objetivo del Programa de Estabilidad) como, sobre todo, para el próximo que, asimismo, coincide con un ciclo electoral, que también va a añadir presión para incrementar el gasto público en los próximos meses. Medidas como la supresión del copago farmacéutico a los pensionistas, de llevarse a cabo, afectarían, aún más, a la posibilidad de cumplimiento con nuestro compromiso de déficit público. De esta manera, y puesto que es bastante probable que el Ejecutivo incremente el gasto extraparlamentario, el objetivo de déficit para el año 2019, que ya era de por sí difícil de cumplir, estimamos que cerrará en el -2,3% del PIB (lo que supone una desviación de un punto porcentual respecto al objetivo del Programa de Estabilidad). Aunque, de confirmarse nuestras previsiones, España saldría del Protocolo de Déficit Excesivo, siendo el único país que todavía está bajo este procedimiento, sin embargo, dado el crecimiento económico experimentado por nuestro país, la senda de reducción del déficit de los últimos años se torna insuficiente.

Una política fiscal aún más expansiva que la incorporada en estas previsiones quizá pudiera aumentar algunas décimas el crecimiento del PIB en estos dos años, pero a costa de erosionar el crecimiento futuro. Como se ha dicho, los Presupuestos de 2018 y, en el mejor de los casos, su prórroga para 2019 implican niveles de déficit público excesivos para la vibrante etapa expansiva que está viviendo nuestra economía. Este insuficiente ajuste presupuestario nos pasará factura cuando se debilite la expansión y exigirá reformas y correcciones significativas del Gobierno que salga de las próximas elecciones.

En el mundo del euro (de hecho, **en cualquier país con un volumen de deuda pública equivalente a su PIB**, como es el caso de España, que, según los datos del Banco de España, se sitúa en el 98,8% del PIB en el primer trimestre de 2018) **los costes del ensanchamiento o de la persistencia de los desequilibrios fiscales contrarrestan, con creces, cualquier aumento transitorio de la actividad económica que puedan ocasionar.** Igualmente, el escenario que manejamos presupone que no se modifica, para peor, ni la reforma laboral ni el marco tributario y regulatorio. Cualquier error en estos ámbitos tendría, además de inmediatos efectos negativos en la confianza y en los ritmos de avance de los niveles de actividad y de empleo, un coste

Una política fiscal expansiva podría aumentar algo el crecimiento, hoy, a costa del crecimiento en el futuro

Con deuda pública elevada, los desequilibrios fiscales restan crecimiento

reputacional perdurable y difícil de reparar para nuestro país. En este contexto, hay que recordar, como ya analizamos en Informes anteriores, que la última reforma laboral —pese a sus limitaciones— ha propulsado la creación de empleo y la reducción de los costes laborales unitarios. Tanto la reforma laboral como la necesaria reestructuración del sistema financiero son dos pilares que han reforzado la capacidad de resistencia de nuestra economía y han mejorado las perspectivas de creación de empleo. Como se ha puesto de manifiesto en diversos estudios, la última reforma laboral ha incrementado la probabilidad para un trabajador de pasar del desempleo a un empleo indefinido. Además, lo ha hecho tanto en términos absolutos como en términos relativos. Es decir, ahora es más probable que un individuo desempleado transite del paro a un empleo indefinido, a que lo haga a uno temporal. Por último, debido a la aplicación de una mayor flexibilidad interna dentro de las empresas, hay evidencia de que han disminuido los despidos a cambio de modificaciones en las condiciones laborales (sean estas salariales, funcionales, etc.). Dicho de otro modo, ha disminuido la probabilidad de transitar de un empleo al desempleo. Cualquier reversión de las políticas adoptadas en los últimos años, o cualquier incumplimiento con el objetivo de la consolidación presupuestaria, podría aumentar la incertidumbre y empeorar las perspectivas del comportamiento económico español en el futuro.

*Incremento
de las pensiones
mínimas y de viudedad*

En los Presupuestos Generales del Estado para 2018, y desde el lado del gasto, destaca el **incremento de las pensiones mínimas y de viudedad**, de un 3% y de un 2%, respectivamente, así como el de las pensiones contributivas más bajas, del 1% al 1,5%, frente al 0,25% establecido en la fórmula de revalorización, y regulado en la Ley 23/2013, de 23 de diciembre, reguladora del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social. Teniendo en cuenta la evolución del número de personas que perciben pensiones contributivas por jubilación, así como el efecto sustitución de las nuevas pensiones (más elevadas que las anteriores como consecuencia de las mejores carreras laborales de los nuevos jubilados), el aumento del gasto por pensiones contributivas de la Seguridad Social en estos Presupuestos será de 4.333 millones de euros, hasta alcanzar los 127.109,8 millones de euros, lo que representa el 10,5% del PIB.

*Imprescindible
tener un sistema
de pensiones viable
y sostenible*

La situación de déficit que atraviesan las cuentas de la Seguridad Social exige **llevar a cabo reformas que contribuyan a un sistema de pensiones viable y sostenible en el tiempo**, resultando imprescindible abordar el problema con urgencia y de conformidad con lo establecido en el artículo 135 de la Constitución española, y como ya han hecho otros países de nuestro entorno para mejorar la

sostenibilidad de sus sistemas de pensiones. Se debe actuar de manera inmediata introduciendo cambios significativos para conseguir un sistema de Seguridad Social equilibrado, sostenible e incentivador del empleo. En este sentido, la subida pactada de las pensiones del 1,6% para 2018 y 2019 y el retraso de la aplicación del factor de sostenibilidad hasta 2023 elevarán el gasto público y supondrán una limitación adicional para el cumplimiento de los objetivos de déficit público tanto en el corto como en el largo plazo. Las reformas que se acometan en el futuro deben ir encaminadas a la sostenibilidad del sistema y, para ello, resulta fundamental afianzar el principio de contributividad reforzando la relación entre la contribución realizada y la prestación recibida. Es decir, es imprescindible seguir abordando reformas adicionales en el sistema público de pensiones que persigan un triple objetivo: aumentar la proporcionalidad del sistema entre las contribuciones efectuadas durante la vida laboral y las pensiones percibidas; elevar la edad de jubilación efectiva; y, por último, incentivar la compatibilidad entre el cobro de la pensión y el alargamiento de la vida laboral. Pero, además, se deben incentivar y fomentar el segundo y el tercer pilar de la previsión social, es decir, los sistemas de pensiones promovidos por las empresas y que están orientados a generar ahorro privado para la futura jubilación de sus empleados (segundo pilar), y los productos de previsión que, por iniciativa propia, contratan los individuos con su entidad financiera o con su compañía de seguros (tercer pilar).

Problemas y riesgos a medio plazo

Según nuestras previsiones, **la economía española se encamina a una coyuntura complicada en el año 2020**. En ese año 2020, además, nuestras cuentas públicas empezarán a recoger el aumento de las contribuciones al Presupuesto de la Unión Europea y a los gastos de defensa derivados de la salida del Reino Unido y de la reforma de la Política Agraria Común (PAC), además del impacto de la marcha atrás con la reforma de las pensiones.

Uno de los problemas adicionales a los que se va a tener que enfrentar la coyuntura económica española en los próximos años es la **finalización de las concesiones de las autopistas de peaje**. Así, tres sociedades concesionarias finalizan sus contratos de concesión en noviembre de 2018, diciembre de 2019 y agosto de 2020, respectivamente. La eliminación del peaje en estas autopistas, cuya longitud alcanza los 1.608 kilómetros (que equivale a la mitad de la actual red de autopistas de peaje), tendría un impacto negativo en las arcas públicas de 437,50 millones de euros anuales fundamentalmente por

*Coyuntura complicada
en el año 2020*

*Finalizan
las concesiones
de autopistas de peaje*

dos motivos, tal y como pone de manifiesto SEOPAN (2018). En primer lugar, se perderían 84,8 millones de euros de coste de explotación y mantenimiento (deducido el coste de la gestión de cobro del peaje), hasta ahora asumido por las concesionarias y que pasaría a tener que afrontar el Ministerio de Fomento. En segundo lugar, tendría un impacto negativo de 352,7 millones de euros anuales en concepto de retorno fiscal anual (IVA, IS, IRPF, cargas sociales y otros tributos) que dejaría de recibir el Tesoro al desaparecer la actividad concesional.

La finalización de las concesiones implica pérdidas para el Estado

A este importe anual habría que añadir otras **pérdidas en las que incurriría el Estado**. En primer lugar, la pérdida que supondría para el Estado por no volver a licitar, como estaba previsto, las nueve autopistas que han revertido anticipadamente y cuyo ingreso para el Estado se estima en, aproximadamente, 1.000 millones de euros. En segundo lugar, el levantamiento de barreras de las autopistas que terminan contratos implica la renuncia por parte del Estado a su relicitación, circunstancia que permitiría igualmente un pago inicial al Estado por parte de los futuros concesionarios. Dicho pago inicial, sobre la hipótesis de un nuevo plazo concesional de 25 años, podría ascender a 9.340 millones de euros según las estimaciones realizadas.

En definitiva, la continuidad del sistema de peaje en las tres autopistas que acaban contrato en breve y la relicitación de las autopistas que han revertido anticipadamente supondría la obtención de unos recursos adicionales para el Estado de 10.340 millones de euros a percibir en el momento de la adjudicación, se evitaría un gasto de 85 millones anuales en conservación y mantenimiento con cargo al presupuesto público y, por último, permitiría seguir recaudando 352 millones anuales en concepto de retorno fiscal.

Impacto de la progresiva normalización de los tipos de interés

En el año 2020, sobre todo, empezará a tener un especial **impacto la progresiva normalización de los tipos de interés** que previsiblemente se iniciará en los próximos meses y continuará durante 2019, y que ocasionará aumentos apreciables de la carga de intereses de la deuda pública. Si el Gobierno resultante de las elecciones generales, que previsiblemente se realizarán a comienzos de dicho año, no es capaz de llevar a cabo las reformas y los ajustes necesarios para preservar la confianza en nuestra economía, volveremos a vivir un período de inestabilidad.

La confianza de los inversores, clave en el devenir económico

Para un país con una elevada deuda exterior neta, como es el caso de España (la Posición de Inversión Internacional Neta de la economía española es una cifra que, aunque está bajando, aún equivale al 81% del PIB), **la confianza de los inversores**, tanto nacionales como extranjeros, así como de las instituciones internacionales, en la capacidad de dicho país para controlar sus desequilibrios macroeconómicos **es la variable clave que determina su devenir económico**

a corto y a medio plazo. Como nos enseña la experiencia de los últimos años, esta confianza se pierde fácil y rápidamente y se gana difícil y lentamente. Es, por eso, vital preservar el estado de confianza actual en la economía española y cumplir con las expectativas con las que los mercados han recibido al nuevo Gobierno. Solo así se podrá seguir avanzando simultáneamente en la reducción del paro y en la mejora de los salarios reales. Todas las aspiraciones políticas, por loables que sean, deben subordinarse a esta meta para no interrumpir la expansión y alejar los riesgos de volver a un pasado que no se puede repetir.

INSTITUTO
DE ESTUDIOS
ECONÓMICOS

39

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
www.ieemadrid.es

