

REFORMAR
Y CORREGIR
DESEQUILIBRIOS
PARA BLINDAR
EL CRECIMIENTO



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

© 2015 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS
C/ Castelló, 128 - 6.ª planta • 28006 Madrid
Tel.: 917 820 580
Correo: ice@ieemadrid.com
Depósito Legal: M. 39.446-2015
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

Reformar y corregir desequilibrios para blindar el crecimiento	5
China y los emergentes frenan su crecimiento	6
Desaceleración de la economía española en 2016.....	12
El déficit público sigue siendo motivo de preocupación.....	17
Es imprescindible continuar con las reformas.....	20
Riesgos económicos, riesgos políticos	33

Reformar y corregir desequilibrios para blindar el crecimiento*

Uno de los principales elementos que describen el actual **escenario económico mundial** es la **incertidumbre** derivada de las posibles consecuencias de la ralentización del crecimiento de China y de gran parte de los países emergentes. La situación de muchos de estos últimos puede verse, además, agravada por el cambio de rumbo de la política monetaria en Estados Unidos, con el consiguiente ascenso de los tipos de interés y del tipo de cambio del dólar.

Otra fuente de incertidumbre es la orientación divergente que van a tomar las políticas monetarias de Estados Unidos y de la zona euro en 2016, ya que el inicio de un nuevo ciclo de subidas de tipos de interés en Estados Unidos coincide con la extensión en Europa de los estímulos monetarios —aunque en menor medida de lo esperado. La adaptación de los mercados a este novedoso escenario puede generar situaciones de tensión y provocar resultados imprevistos. Por otra parte, los riesgos que entraña la política de expansión cuantitativa del Banco Central Europeo ponen en tela de juicio la decisión de ampliarla, más aún cuando el peligro de deflación, que es el argumento que la autoridad monetaria esgrime para su justificación, es inexistente.

Con respecto a la economía española, **el crecimiento económico** ha sido **muy sólido en 2015**, alcanzando el 3,3%, gracias, en parte, al impulso procedente de diversos factores exógenos —fundamentalmente la caída del precio del petróleo y de los tipos de interés, y la bajada del impuesto personal sobre la renta—, **se va a moderar en 2016**. Las previsiones sitúan la tasa de crecimiento en torno al 2,7%,

Escenario internacional marcado por las incertidumbres

También existen incertidumbres en el plano interno

* 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 19 de noviembre de 2015, en la que participaron destacados economistas del sector privado y de la Universidad.

pero el grado de incertidumbre es elevado, ya que a los riesgos derivados del incierto contexto externo hay que añadir los que pueden resultar de la situación política que surja tras las elecciones del 20 de diciembre. El elevado nivel de endeudamiento público —y de endeudamiento exterior, en general— hace a nuestra economía muy vulnerable ante cualquier cambio de política económica que pueda generar dudas con respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas. En este sentido, el desajuste del déficit con respecto al objetivo que se producirá este año no es un buen punto de partida, y el próximo Gobierno deberá tomar medidas adicionales para asegurar que esta situación no se repita en 2016.

*El riesgo
es que se deshagan
las reformas
y que no se inicien
reformas adicionales*

El riesgo para el crecimiento no es solo que se deshagan las reformas sino que no se inicien reformas adicionales. Desde finales del año 2013 España ha entrado en una senda de crecimiento de la producción y del empleo tras años de crisis económica. Sin embargo, todavía faltan cosas por hacer para intensificar y alargar el ciclo expansivo de nuestra economía. La pertenencia a la Unión Económica y Monetaria tiene una serie de ventajas, como la estabilidad que proporciona la divisa común. Pero al mismo tiempo exige disciplina fiscal y provoca que, para no perder competitividad respecto a nuestros socios comerciales, sea imprescindible controlar los diferenciales en costes. Sobre las reformas realizadas en los últimos años, que van en la buena dirección, va a ser necesario avanzar en las pensiones, para mejorar la suficiencia del sistema, y en el mercado de trabajo, reduciendo la excesiva judicialización que la última reforma laboral ha tenido como consecuencia colateral y que está provocando una contradicción con el espíritu de su norma.

China y los emergentes frenan su crecimiento

*Lento crecimiento
de la economía
mundial*

La economía mundial ha crecido en 2015 a un ritmo muy moderado —el más lento desde el estallido de la Gran Recesión en 2009, según el Fondo Monetario Internacional (FMI)—, **y para 2016 se espera tan solo una modesta mejoría.** Esto es consecuencia de la falta de dinamismo de las economías desarrolladas, sobre todo de la eurozona, cuya tasa de crecimiento potencial se encuentra sensiblemente mermada en comparación con los años anteriores a la crisis, unido al debilitamiento de muchas economías emergentes, con China a la cabeza.

*Divergencia
entre las políticas
monetarias de EE.UU.
y la eurozona*

Las tensiones en los mercados financieros internacionales desatadas tras la inesperada devaluación del yuan en agosto, motivadas por las dudas que este hecho despertó con respecto a la verdadera situación de la economía china, remitieron a partir de septiembre. No

obstante, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió posponer hasta diciembre la subida de tipos de interés que se esperaba para dicho mes por temor a la posible reacción de los mercados, coincidiendo con la decisión del Banco Central Europeo (BCE) de ampliar las medidas de expansión cuantitativa en la zona euro. Se abre así, para el año 2016, un **incierto escenario de divergencia entre las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico**, con al menos dos consecuencias claras que ya se han descontado, en gran medida, a lo largo del ejercicio actual: la apreciación del dólar frente al euro y el aumento de la rentabilidad de la deuda norteamericana —el tipo del bono a 10 años se situó en noviembre en el 0,27%, frente al 0,13% de un año antes.

La **ralentización del crecimiento de la economía china**, que probablemente es más intensa de lo que señalan las cifras oficiales, está ejerciendo un impacto notable sobre las economías emergentes exportadoras de materias primas debido a la fuerte caída del precio de estas a que ha dado lugar. Además, se espera que dicha caída de precios sea duradera, ya que a partir de ahora el gigante asiático crecerá de forma permanente a tasas sensiblemente inferiores a las de dos dígitos que se habían visto en las últimas dos décadas y que habían propiciado el denominado «superciclo de las materias primas», es decir, la larga etapa de precios elevados de estas, que se encuentra detrás del impulso que recibieron muchas economías emergentes.

No obstante, hay que señalar que el cambio de situación en China no es la única causa que explica la caída de precios de las materias primas, ya que en el caso concreto del petróleo y gas también existen razones de oferta —el espectacular crecimiento en los últimos años de las explotaciones de esquistos. Asimismo, la bajada de dichos precios tampoco es la única causa del **debilitamiento de las economías emergentes exportadoras**. Estas no aprovecharon la etapa de bonanza para transformar sus economías a través de la realización de inversiones en infraestructuras, reformas y la puesta en práctica de políticas orientadas a la estabilidad macroeconómica. Además de por la falta de políticas adecuadas, esta tarea de transformación estructural fue dificultada por la apreciación de sus divisas derivada del aumento del precio de sus exportaciones, es decir, estas economías han sufrido la denominada «enfermedad holandesa». La caída de precios de las materias primas solo ha expuesto las debilidades y deficiencias de estas economías que el «superciclo» había camuflado.

En cuanto al efecto de la ralentización de China sobre las economías desarrolladas, el impacto negativo derivado del menor crecimiento del comercio mundial será contrarrestado por el efecto positivo de la caída de los precios de las materias primas, motivo por el cual **no está claro cuál será el efecto neto de este cambio de escenario sobre las cifras de crecimiento**. Lo que sí que cabe esperar es un

Final del «superciclo de las materias primas»

Debilitamiento de las economías emergentes exportadoras

Incierto impacto de la desaceleración china sobre los países desarrollados

efecto sobre la composición del mismo; concretamente, un aumento del peso del consumo y un descenso del peso del sector exterior. Otra posible e incierta vía por la que el menor crecimiento chino y su cambio estructural pueden afectar a los países desarrollados es a través del cambio de papel del país asiático como demandante de dólares, debido a la esperable reducción de su excedente exterior.

Por otra parte, la desaceleración, no ya de China pero sí de las economías emergentes, puede impactar negativamente sobre las economías desarrolladas por la vía del deterioro de los balances de las entidades financieras que han prestado a empresas de dichos países. En los últimos años muchas empresas de los mercados emergentes se endeudaron masivamente en dólares con bancos internacionales, aprovechando la sobreabundancia de liquidez en busca de rentabilidad derivada de la política monetaria de la Reserva Federal, y la apreciación de esta divisa unida al empeoramiento de la actividad de sus economías podría imposibilitar la devolución de dichos créditos.

*Continúa la relativa
fortaleza
de la economía
norteamericana*

La economía de **Estados Unidos** creció a un ritmo intenso en los trimestres segundo y tercero de este año. Su tasa de crecimiento tendencial sigue siendo cercana al 2,5%. Para el conjunto de 2015 se espera un resultado en torno al 2,6%, así como una ligera aceleración para 2016. Por otra parte, la tasa de paro ha descendido hasta el 5%, nivel prácticamente de pleno empleo, aunque este descenso ha venido acompañado de una modesta reducción de la tasa de actividad. En cualquier caso el ritmo de creación de empleo sigue siendo elevado, unos 200.000 puestos de trabajo de media al mes, y los salarios ya crecen a un ritmo significativo, y desde luego superior al de la inflación. Esta es muy reducida, pero se debe al descenso de los precios de los productos energéticos; la tasa subyacente se mueve por encima del 1%, nivel moderado pero muy alejado de cualquier posible escenario deflacionista.

*La Reserva Federal
comienza a subir tipos*

Todos estos datos ponen de manifiesto que no está justificada la continuación de la política monetaria ultraexpansiva con tipos de interés cero. Este hecho ha sido comprendido por la Reserva Federal, que en diciembre se espera que inicie un **cambio de política**, si bien existe una notable incertidumbre en cuanto a si estamos a las puertas de un nuevo ciclo de subidas de tipos, o si tan solo cabe esperar unos pocos movimientos puntuales al alza. En principio, los mercados descuentan que a finales de 2016 los tipos de interés fijados por la Reserva Federal se encontrarán en el 1%.

*Cambio de modelo
de crecimiento en China*

En **China**, el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre del año fue del 6,9% según las cifras oficiales, aunque, como ya se ha señalado, se da por hecho que este resultado no refleja la realidad. Esta economía se encuentra inmersa en un proceso de

transformación estructural hacia un modelo de crecimiento sustentado, en menor medida, sobre las exportaciones, la inversión y la construcción; y en mayor medida sobre el consumo y los servicios, por lo que se estima que la reducción en su ritmo de crecimiento es de carácter permanente. Además, su endeudamiento privado se ha duplicado desde 2007, adolece de un notable exceso de capacidad productiva en numerosos sectores y existen importantes dudas sobre la situación de su sistema financiero.

Brasil es una de las economías emergentes cuya situación es más preocupante. Se encuentra en recesión, con tasas negativas de crecimiento en los tres primeros trimestres del año. Para el conjunto anual se prevé un retroceso del PIB del 3,5%. Padece una elevada inflación —superior al 10%— y el desequilibrio de sus cuentas públicas es alarmante —un 9% del PIB a mitad del año. Su calificación crediticia se ha rebajado y las tensiones sufridas por su moneda, que se ha depreciado un 40% desde el verano del año pasado, han obligado a su banco central a elevar los tipos de interés hasta el 14,25%. Todo ello en medio de una grave crisis política que cuestiona a su Presidenta Roussef, paralizando la toma de decisiones. **Rusia** también está inmersa en una profunda recesión desde el tercer trimestre de 2014. Hasta el segundo trimestre de 2015, su PIB acumulaba una caída del 4,5%.

En **México** el ritmo de crecimiento es algo superior al 2%, el cual se puede calificar de modesto, teniendo en cuenta las tasas habituales en las economías emergentes. No obstante, es un país que no sufre desequilibrios preocupantes en cuanto a inflación, déficit público o déficit exterior. Con respecto a **Argentina**, su crecimiento es muy reducido y se apoya sobre un aumento del gasto público financiado con la emisión de moneda, lo que ha generado inflación, y además el tipo de cambio está sobrevaluado. La reciente elección de Mauricio Macri como presidente ha generado grandes expectativas de cambio hacia políticas menos intervencionistas y más orientadas a la estabilidad macroeconómica.

La India es ahora el país estrella entre los emergentes. Su ritmo de crecimiento supera el 7%, y el tipo de cambio de su moneda ha demostrado una notable resistencia. Esta es una de las economías en desarrollo beneficiada por la caída del precio del petróleo y de las materias primas. La gestión ortodoxa e independiente de la política monetaria ha contribuido a reducir la inflación y a anclar las expectativas sobre la misma. Esta se mueve ahora en tasas del 5%, frente a las habituales cifras del 10% anteriores a 2014. La bajada del precio del petróleo ha influido menos en dicha moderación, debido a que se han eliminado los subsidios al diesel y a que el Gobierno ha aprovechado el mayor margen que dicho descenso ofrecía para aumentar

Preocupante situación de Brasil

Mauricio Macri genera grandes expectativas

La India es ahora el país emergente más dinámico

los impuestos sobre otros tipos de combustible, todo ello con el fin de avanzar hacia la consolidación presupuestaria. Aun así, el déficit público sigue siendo elevado, cerca del 7% del PIB.

*La situación en Japón
sigue sin cambios*

Con respecto a **Japón** no hay novedades. Ha vuelto a caer en recesión, y cada vez está más claro que la famosa estrategia de política económica de las «tres flechas», consistente en una expansión fiscal, una expansión monetaria y reformas estructurales —aunque al final esta estrategia ha quedado reducida a las dos primeras «flechas»— no ha funcionado. No obstante, su tasa de paro sigue contenida por debajo del 4% y su PIB real per cápita viene creciendo desde 2007 a un ritmo semejante a la media de los demás países desarrollados, todo lo cual se explica por su adversa demografía.

*Crecimiento moderado
de la eurozona*

La **eurozona** crecerá en 2015 en torno a un 1,5%, y se espera una modesta aceleración el año próximo. Destaca el extraordinario desempeño de Irlanda, con un crecimiento que este año podría superar el 6%. De entre las grandes economías del área, la más dinámica es la española, que este año avanzará un 3,3% frente a un 1,1% en Francia, un 1,5% en Alemania y un 0,7% en Italia. La tasa de paro en el conjunto del área continúa descendiendo de forma gradual. En octubre se situó en el 10,7% frente al 11,5% de un año antes.

*Existen diversos focos
de tensión*

Los **principales focos de tensión** en estos momentos en la zona son tres. En primer lugar, la situación de las entidades financieras, que no está completamente clarificada. En segundo lugar, el cumplimiento de los objetivos de déficit: la llegada de refugiados obligará a elevar el gasto público en Alemania, mientras que en Francia la seguridad, tras los atentados terroristas, se ha convertido en un pretexto para justificar la superación del límite de déficit, algo que ya se sabía que iba a ocurrir antes de dichos sucesos. En tercer lugar está el problema de Grecia, país que se encuentra muy retrasado en la puesta en marcha de las reformas y cambios legislativos comprometidos.

*No hay suficiente
justificación
para las medidas
del BCE*

La tasa general de inflación fue del 0% en octubre, pero dicho nivel tan reducido obedece a la caída del precio de los productos energéticos. La tasa subyacente fue del 1%, y con tendencia ascendente, lo que unido al contexto general de crecimiento —aunque sea modesto— significa que el escenario está muy lejos de la deflación. Es, por tanto, **dudosa la decisión del BCE de diciembre de intensificar los estímulos monetarios** mediante la reducción de los tipos de interés de los depósitos hasta el -0,3%, la extensión del periodo de vigencia de las compras de deuda pública hasta marzo de 2017 y la ampliación de las compras a títulos de deuda regional y local.

Dicha política está generando distorsiones en el funcionamiento de los mercados financieros y burbujas en algunos activos, lo que eleva notablemente el **riesgo de inestabilidad financiera a medio**

plazo, que podría arrastrar a la economía europea a una nueva recesión. Asimismo, la abundancia de liquidez y las reducidas tasas de rentabilidad conducen a una asignación ineficiente de los capitales, que se dirigen a proyectos más arriesgados y menos solventes. Es lo mismo que se teme que puede haber ocurrido con la política monetaria desarrollada por la Reserva Federal desde el estallido de la crisis de 2008 y que ahora comienza a retirar. Esta política puede haber alimentado una sobrefinanciación de empresas ineficientes o poco solventes de países emergentes, cuya capacidad de pago, como ya se ha comentado, puede verse comprometida en el contexto actual de desaceleración de dichas economías y apreciación del dólar. Ahora se corre el riesgo de que el BCE tome el relevo de la Reserva Federal en dicho papel de suministrador de liquidez a escala global en busca de rentabilidad. Otra consecuencia indeseable de esta política es el severo estrechamiento de los márgenes en la operativa de crédito de las entidades financieras que pone en peligro la culminación de su saneamiento y aumenta el riesgo de futuras nuevas crisis financieras.

Por el momento, el efecto más importante de esta política no ha sido sobre el crédito, que apenas crece en el conjunto de la eurozona, sino sobre **el tipo de cambio del euro, que se ha depreciado un 22% desde mediados del año pasado**. Otro efecto ha sido la reducción de los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo. El Euribor a seis meses se halla en tasas negativas y el Euribor a un año descendió en noviembre hasta el insólito nivel del 0,079%. También se han reducido los tipos de interés a los que se financian los Gobiernos del área, lo que ha eliminado la presión sobre estos para reducir el déficit, de modo que la deuda pública continúa creciendo y se encuentra en niveles muy preocupantes por las consecuencias que pueda acarrear la subida de los tipos de interés cuando esta tenga lugar, y por el riesgo de refinanciación.

En suma, los principales riesgos de cara a 2016, para el conjunto de la economía mundial y para la economía europea, proceden del incierto impacto de la subida de tipos de interés en Estados Unidos sobre las economías emergentes, de las tensiones que puedan derivarse de la acomodación de los mercados financieros a la divergencia de políticas monetarias a ambos lados del Atlántico, de las consecuencias de la pérdida de dinamismo de China, y del impacto del menor crecimiento de este último país y de otros emergentes sobre las economías desarrolladas. De cara al medio plazo, el principal riesgo para Europa procede de las impredecibles consecuencias de la política monetaria actual del BCE.

Riesgos de inestabilidad financiera a medio plazo

Fuerte depreciación del euro y caída de los tipos de interés

Desaceleración de la economía española en 2016

*Evolución del PIB
en el tercer trimestre
según lo esperado*

La economía española moderó su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre del año hasta un 0,8%, desde el 1% registrado en el periodo precedente, cumpliendo las expectativas. Pese a ello, se espera que, en el cuarto trimestre del año, el crecimiento se vuelva a acelerar hasta un 0,9%. La tasa interanual fue del 3,4%. La ralentización tuvo lugar a pesar del crecimiento más intenso de la demanda nacional, lo que se explica por la contribución más negativa del sector exterior —es decir, crece la demanda pero esta se desvía hacia las importaciones.

*El consumo privado
sigue ganando impulso*

El **consumo privado** aceleró su ritmo de crecimiento a lo largo del año hasta registrar un 1% en el tercer trimestre. Los indicadores de confianza del consumidor y del comercio minorista, que pese al crecimiento mencionado del consumo habían retrocedido en el tercer trimestre —si bien desde niveles relativamente elevados—, se han recuperado en octubre y noviembre, lo que podría anticipar un aumento del impulso de esta variable en el último cuarto del año, de modo que se espera un avance del 3,4% para el conjunto del ejercicio (Cuadro 1).

Hay que tener en cuenta, no obstante, que parte del crecimiento de este componente de la demanda en 2015 ha obedecido al impulso de varios factores cuyo efecto es transitorio, como la bajada del precio de los productos energéticos, la rebaja de impuestos, la devolución de parte de la paga extra a los funcionarios en febrero y octubre, y el impacto de la bajada del Euribor sobre la renta de las familias. El agotamiento de estos efectos supondrá una moderación del consumo en 2016, ejercicio para el que se espera un crecimiento del 3,0%.

*Ascenso del consumo
público incongruente
con el objetivo
de déficit*

El **consumo público** ha crecido de forma intensa en los tres primeros trimestres del año, por encima de un ritmo compatible con el cumplimiento del objetivo de déficit público, lo que se puede atribuir al efecto del ciclo electoral. Por esto mismo, cabe esperar un ajuste del mismo en el último tramo del año, de modo que, para el conjunto del mismo, se prevé un avance del 1,3%. Para 2016 se parte del supuesto de que el comportamiento de esta variable será más acorde con la exigencia de consolidación presupuestaria debido a la ausencia de elecciones, de modo que la previsión es un ascenso del 0,9%.

*Fortaleza
de la inversión
en equipo*

La **inversión en bienes de equipo** creció en el tercer trimestre a un ritmo inferior al del segundo trimestre, aunque, en cualquier caso, elevado. Todo apunta a que esta variable va a continuar su trayectoria ascendente en el último trimestre del año. La situación más saneada de los balances empresariales, debido a la contención de los costes laborales, al desapalancamiento y a la caída de los tipos de interés explica el dinamismo de la inversión en equipo en

CUADRO 1

PREVISIONES MACROECONÓMICAS PARA ESPAÑA

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

	2014	Previsiones	
		2015	2016
PRODUCTO INTERIOR BRUTO	1,4	3,3	2,7
Consumo de los hogares	1,2	3,4	3,0
Consumo público	0,0	1,3	0,9
Formación bruta de capital fijo	3,5	6,0	5,1
— Bienes de equipo y otros productos	7,7	6,7	5,7
— Construcción	-0,2	5,2	4,8
Demanda nacional (aportación al crecimiento del PIB)	1,6	3,4	3,0
Exportación de bienes y servicios	5,1	4,9	4,8
Importación de bienes y servicios	6,4	5,8	6,0
MERCADO DE TRABAJO			
Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo			
— Variación en miles	174,3	507,7	472,8
— Variación en porcentaje	1,1	3,1	2,8
Tasa de paro (EPA)	24,4	22,2	20,6
PRECIOS Y COSTES			
Precios de consumo (media anual)	-0,2	-0,3	0,9
Remuneración salarial media	-0,6	0,6	0,8
Costes laborales unitarios	-0,9	0,4	0,9
SECTOR EXTERIOR (% PIB)			
Saldo balanza por cuenta corriente	1,0	0,9	0,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)			
Déficit (-) o superávit (+)	-5,8	-4,6	-3,4

Fuentes: Para 2014, INE y Banco de España. Para 2015 y 2016, previsiones del IEE.

*Ralentización
transitoria
de la inversión
en construcción
residencial*

2015, ejercicio en el que crecerá un 6,7%. Para 2016 la previsión es una moderación hasta una tasa del 5,7%.

Con respecto a la **inversión en construcción**, en el tercer trimestre siguió creciendo, aunque a la tasa más baja de los últimos cuatro trimestres, como consecuencia del estancamiento de la construcción de vivienda y la ralentización de otras construcciones. Esto último estaba previsto, por el final de las obras públicas ligadas a las elecciones autonómicas y municipales, y anticipado por el comportamiento reciente de la licitación oficial. El freno al crecimiento de la construcción en vivienda obedece simplemente a la volatilidad trimestral de esta variable, y hay que tener en cuenta que sigue a un repunte notable en el trimestre anterior. La aceleración del crecimiento de los visados de nueva obra indica que la tendencia de este componente de la inversión sigue siendo ascendente, si bien no hay que olvidar que la distribución regional del mismo es muy desigual. Por otra parte, el mercado inmobiliario continúa su recuperación, con crecimientos tanto en las ventas como en los precios. El crecimiento en 2015 del total de la inversión en construcción será del 5,2%, y para 2016 se prevé una moderación hasta el 4,8%, moderación que se concentrará en el componente de otras construcciones debido al menor dinamismo de la obra pública por el final del efecto del año electoral.

*Las importaciones
crecen más que las
exportaciones reales*

En cuanto al **sector exterior**, las exportaciones totales aumentaron en el tercer trimestre su tasa de crecimiento, como consecuencia de la fuerte aceleración de las exportaciones de servicios, ya que las de bienes se ralentizaron, aunque manteniendo un ritmo muy dinámico. Hasta el mes de septiembre, según las cifras de Aduanas, al igual que en 2014, las exportaciones que más crecían eran las destinadas a la UE, aunque en el tercer trimestre se observa un cambio de tendencia en este esquema de distribución geográfica. Las importaciones totales también se aceleraron en el tercer trimestre, debido en este caso a un mayor ritmo de crecimiento tanto en los bienes como en los servicios. En el conjunto del año se ha mantenido el patrón de un crecimiento de las importaciones mayor que el de las exportaciones, con una aportación, por tanto, negativa del sector exterior al crecimiento del PIB. No hay motivos para esperar un cambio en este patrón el año próximo.

*Fortalecimiento
de la construcción
en el último trimestre*

Desde la perspectiva de la **oferta**, destaca el dinamismo del sector manufacturero, que en los tres primeros trimestres del año creció por encima de los servicios de mercado. No obstante, el sector que este año está presentando un tono más expansivo es la construcción, si bien en buena medida como consecuencia del mencionado impulso de la obra pública. Los indicadores cualitativos disponibles para el inicio del cuarto trimestre —índices de confianza, PMI y carteras de pedidos— apuntan a un debilitamiento de la actividad

industrial y de servicios, y un posible fortalecimiento de la construcción. Este último, que la recuperación del impulso en el crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social en el sector parece confirmar, estaría ligado a una aceleración de la construcción de viviendas. Con respecto a la actividad del sector turístico, las exportaciones de servicios turísticos crecieron en los tres primeros trimestres del año a un ritmo constante, situado en torno al 3,2%, algo inferior al registrado en 2014. La entrada de turistas ha crecido a lo largo del año más moderadamente que el pasado ejercicio, aunque las pernoctaciones en hoteles, que en 2014 ascendieron muy modestamente en comparación con el incremento en el número de turistas, han ganado más dinamismo a lo largo del actual.

El **empleo**, medido por el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, también suavizó su crecimiento en el tercer trimestre, hasta un 0,7% desde el 0,9% del trimestre anterior, comportamiento que se encuentra en línea con la evolución registrada por el número de afiliados a la Seguridad Social en el mismo periodo. Estos últimos, por su parte, tras la desaceleración del tercer trimestre, crecieron en los meses de octubre y noviembre por encima de lo previsto, recuperando de nuevo una tendencia de aceleración, lo que apoyaría la previsión de mantenimiento de un ritmo fuerte de crecimiento económico en el último trimestre del año.

Conforme a la Encuesta de Población Activa, la **población en edad de trabajar** ha continuado a lo largo de los tres primeros trimestres del año la **trayectoria descendente** que mantiene desde 2010. Desde el máximo alcanzado en el último trimestre de 2009 hasta el tercer trimestre de 2015, el número de personas en edad de trabajar se ha reducido en algo más de un millón, aunque el descenso en el número de activos ha sido muy inferior, 590.000 desde el máximo alcanzado en 2012. Desde que empezó a aumentar el empleo, en el cuarto trimestre de 2013, el número de ocupados ha crecido en 820.000. El descenso en el número de parados ha sido mayor debido a la mencionada reducción de la población activa. La tasa de paro en el tercer trimestre de este año fue del 21,2% frente a las tasas de en torno al 26% alcanzadas en 2013. Destaca también, por otra parte, la creación de empleo entre los jóvenes, que ha permitido reducir su desempleo desde el 56,9% a principios de 2013 al 45,6%.

La previsión para el conjunto de 2015 es que el empleo crezca un 3,1% y la tasa de desempleo media anual se sitúe en el 22,2%. En 2016 el crecimiento de la ocupación será algo menor, un 2,8%, mientras que la tasa de paro bajará del 20% (situándose en el 20,6% para el conjunto del año).

En suma, **el crecimiento del PIB en 2015** probablemente alcanzará el 3,3%, en vista de la positiva evolución que los indicadores

El empleo resiste a la desaceleración en el último trimestre

Larga trayectoria de descenso de la población en edad de trabajar

*Todas las previsiones
apuntan hacia
la desaceleración
en 2016*

anticipan para el cuarto trimestre, **mientras que en 2016** se producirá una ralentización hasta el 2,7%. Esta será motivada por el final del efecto expansivo de algunos *shocks* positivos de carácter transitorio que han impulsado el crecimiento en 2015 —fuerte caída del precio del petróleo y de los tipos de interés, bajada de impuestos y aumento del gasto ligado al ciclo electoral.

Todo ello siempre y cuando no se materialicen los riesgos mencionados, tanto externos como internos, es decir, siempre que los mercados internacionales se ajusten sin grandes tensiones a la divergencia de políticas monetarias entre Estados Unidos y la zona euro, los mercados emergentes no sufran más de lo anticipado como consecuencia de la subida de tipos estadounidense y en España no se produzcan acontecimientos que hagan dudar de nuestro compromiso o nuestra capacidad para continuar con el proceso de consolidación presupuestaria. No hay que olvidar que el elevado nivel de endeudamiento público, que pronto alcanzará el 100% del PIB, hace a nuestra economía muy vulnerable ante cualquier cambio en la percepción de los mercados a este respecto.

*Debe continuar
la recuperación
de competitividad
en costes*

Por otra parte, hay que insistir, una vez más, en la necesidad de revertir el patrón descompensado de aportaciones al crecimiento por parte de la demanda nacional y del sector exterior, que obedece a la elevada elasticidad de las importaciones ante el aumento de la demanda nacional. Esto solo se puede corregir a largo plazo, con cambios regulatorios que permitan el aumento de la competitividad del sector industrial y con un intenso proceso inversor en el mismo. Para que este último tenga lugar, es necesario, en primer lugar, que continúe la **recuperación de competitividad en costes** y, en segundo lugar, que **aumente la tasa de ahorro de la economía**, ya que, de otro modo, el aumento de la inversión solo podría realizarse mediante un mayor endeudamiento frente al exterior, que ya es uno de los más elevados del mundo, lo que hace a nuestra economía muy vulnerable ante subidas de tipos de interés y otros choques externos. Por otra parte, para que aumente la tasa de ahorro es imprescindible que la correspondiente al sector público, que ahora es negativa, cambie de signo, de modo que las AA.PP. comiencen a realizar una aportación positiva al ahorro nacional, y esto requiere, en consecuencia, completar la consolidación presupuestaria. También es imprescindible el cambio del tratamiento fiscal del ahorro de las familias, mejorando la tributación sobre las rentas del capital.

El déficit público sigue siendo motivo de preocupación

Aunque a lo largo de los tres primeros trimestres del año las importaciones crecieron más que las exportaciones en términos reales, en términos nominales fue al contrario, debido a la caída del precio del petróleo. Esto ha hecho posible un crecimiento del superávit de la **balanza comercial** que, unido a la reducción del déficit de la balanza de rentas, ha dado lugar a un superávit por cuenta corriente hasta septiembre de 8.200 millones de euros frente a 2.100 millones registrados en el mismo periodo del año pasado. No obstante, como ya se ha recordado más arriba, la persistencia de nuestro patrón desequilibrado de aportaciones al crecimiento del PIB anticipa una contribución nuevamente negativa por parte del sector exterior el año próximo, que no será compensada por la caída del precio del petróleo, de modo que el superávit por cuenta corriente muy probablemente se contraerá en 2016. Y de persistir dicho patrón negativo, la economía volverá a registrar déficits externos a medio plazo.

Con respecto a la **cuenta financiera** de la balanza de pagos, aunque en el periodo enero-septiembre los flujos totales de entrada de inversión extranjera —tanto directa como de cartera— fueron mayores que en el mismo periodo del pasado año, los flujos de salida de inversión española en el exterior aumentaron mucho más —en casi 24.000 millones de euros más. Como consecuencia, el déficit de esta sub-balanza en dicho periodo se duplicó en comparación con 2014.

Desde la perspectiva del equilibrio entre **ahorro e inversión**, el incremento del superávit corriente ha obedecido a un aumento de la tasa de ahorro total de la economía mayor que el crecimiento registrado en la tasa de inversión. Con datos en este caso hasta el mes de junio, el ahorro de los hogares descendió en comparación con el mismo periodo del pasado año —como consecuencia de un aumento del consumo superior al de la renta disponible—, mientras que el de las empresas mejoró y el de las Administraciones Públicas fue menos negativo.

El proceso de **desapalancamiento** de los agentes privados continúa su curso. En el segundo trimestre de 2015 la deuda de los hogares con relación a su renta disponible se situó en el 110,3%, 6,5 puntos porcentuales menos que en el mismo periodo del año anterior y 20,8 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en 2010. Esta reducción de deuda, unida a la caída de los tipos de interés, ha hecho posible que los pagos en intereses por parte de los hogares hayan descendido desde un máximo de 40.700 millones en 2008 a 10.500 en el año que finaliza en el segundo trimestre de 2015. En el caso de las empresas no financieras, la ratio de deuda con relación al PIB fue del 108,1% en el segundo trimestre, lo que supone un descenso de

Mejora la balanza corriente gracias al petróleo

Se dispara la inversión española en el exterior

Crece las tasas de ahorro y de inversión

Los agentes privados siguen saneando sus balances

Crece el crédito nuevo a empresas y familias

7,7 puntos porcentuales sobre la ratio alcanzada un año antes, y de 24,1 puntos porcentuales sobre el máximo histórico alcanzado en 2011. El ahorro en intereses ha sido incluso mayor que en el caso de las familias: desde un máximo de 63.600 millones en 2008, han caído hasta 17.000 millones en los cuatro trimestres que finalizan en el segundo de 2015.

La continuación del proceso de desendeudamiento es compatible con un crecimiento del **crédito nuevo**, que en el caso del destinado a los hogares y a las pequeñas y medianas empresas viene registrándose ya desde comienzos de 2014, mientras que el crédito a las grandes empresas comenzó a crecer a principios del año actual. Así, el crédito nuevo total entre enero y octubre aumentó un 16% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Al mismo tiempo, los tipos de interés de dicho crédito se están reduciendo: el tipo medio de los créditos nuevos a la compra de vivienda fue en octubre del 2,5%, frente al 3% de un año antes, mientras que el tipo de los créditos a empresas por valor de menos de un millón de euros se situó en el 3,7%, en comparación con el 4,5% de un año antes.

Incumplimiento del objetivo de déficit en 2015

Uno de los elementos preocupantes en la evolución reciente de la economía española es la relajación del proceso de **consolidación presupuestaria**. Hasta el mes de septiembre, el déficit conjunto de la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social ascendía al 3,44% del PIB estimado para todo el año. Los ingresos impositivos crecían hasta dicho mes un 6%, mientras que los gastos ascendían un 1,4%. La caída de los pagos por intereses de la deuda era más que compensada por el incremento de otras partidas, en especial las remuneraciones salariales, cuyo aumento era del 2,9%, en parte como consecuencia de la devolución de una parte de la paga extraordinaria eliminada en 2012.

Dicho saldo hasta el mes de septiembre se encontraba todavía por debajo del objetivo del 4,2% establecido para el conjunto del ejercicio, pero dada la fuerte estacionalidad negativa del último trimestre —especialmente en lo que respecta a las cuentas de la Seguridad Social—, el margen es en realidad muy estrecho, de modo que el déficit podría situarse finalmente en el 4,6% del PIB. El incumplimiento procederá de las Comunidades Autónomas y de la Seguridad Social. En el caso de esta última, los ingresos crecen a un ritmo del 0,5%, mientras que el gasto en pensiones lo hace al 3,3%, de modo que su déficit al final del año fácilmente podría alcanzar el 1,2% del PIB. No obstante, lo que está en juego es la sostenibilidad del sistema de reparto.

El año próximo, si no se adoptan medidas adicionales, el déficit del conjunto de las Administraciones Públicas puede situarse en el 3,4% del PIB, también por encima del objetivo del 2,8%.

En consecuencia, el **endeudamiento público** sigue creciendo. En el mes de septiembre se situaba en el 99,3% del PIB. Los tipos de interés a los que se financia el Estado ahora mismo son muy reducidos: el del bono a 10 años se movía en los primeros días de diciembre en torno al 1,5%, con un diferencial sobre la deuda alemana de poco más de 100 puntos, y los tipos de las letras son negativos. El problema será cuando el BCE comience a subir los tipos de interés o si por algún motivo los mercados empiezan a desconfiar de nuestra solvencia, lo que dispararía nuestra prima de riesgo.

La **inflación**, cuyo diferencial tradicionalmente positivo con respecto a la zona euro ha sido durante muchos años el origen de importantes problemas, ha dejado de ser motivo de preocupación. La tasa del índice general ha sido negativa durante la mayor parte del año —la media anual se situará en torno al -0,3%—, pero esto ha sido consecuencia del abaratamiento de los productos energéticos debido al descenso del precio del petróleo. La tasa subyacente, por el contrario, se ha movido todo el año en niveles reducidos, pero positivos, y, además, con una tendencia ascendente, como resultado tanto del aumento de la presión de la demanda como de la depreciación del euro. Además, el diferencial con respecto a la zona euro ha sido negativo —es decir, favorable a España. Esta circunstancia ha sido muy beneficiosa para nuestro país, porque nos ha permitido ganar competitividad en costes laborales sin que esto suponga una pérdida de capacidad adquisitiva de los salarios. El año próximo se percibirá más claramente el aumento de las tensiones inflacionistas estructurales, como consecuencia de la reducción de la capacidad productiva excedentaria —por la reducción del *output gap*, es decir, por la aproximación del PIB a su nivel potencial— y del aumento de los costes de producción por el encarecimiento de los *inputs* importados —a causa de la depreciación del euro—, estimándose una tasa media anual de crecimiento de los precios cercana al 1%. Con todo, la inflación de la economía española está por debajo de la de la eurozona.

Así, las **remuneraciones salariales**, que según las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral descendieron un 0,6% en 2014, en el acumulado de los tres primeros trimestres del año crecieron un 0,4%, y se puede estimar que al finalizar el ejercicio habrán crecido un 0,6%, por encima de la tasa de inflación anual, que se hallará en torno al -0,3%. Es decir, los salarios pueden haber ganado en 2015 cerca de un 1% de capacidad adquisitiva. Dicho crecimiento de las remuneraciones salariales ha sido algo superior al aumento de la productividad, de modo que los Costes Laborales Unitarios habrán aumentado un 0,4%. Será el primer incremento de los Costes Laborales Unitarios desde 2009, pero, en cualquier caso, inferior al

El endeudamiento público sigue imparable

La inflación subyacente, en tasas positivas y en ascenso

Los salarios ganan capacidad adquisitiva

de la media de la zona euro, que según las previsiones de la Comisión Europea será del 0,7%, lo que nos habrá permitido seguir ganando competitividad en costes. El avance en el proceso de recuperación de competitividad en costes, que probablemente sea uno de los factores que explican el potente resurgimiento del empleo industrial, aún no se ha completado, por lo que sería deseable seguir manteniendo un tono de moderación en el crecimiento de los salarios, de forma que en ningún caso se alejen del comportamiento de la productividad.

Es imprescindible continuar con las reformas

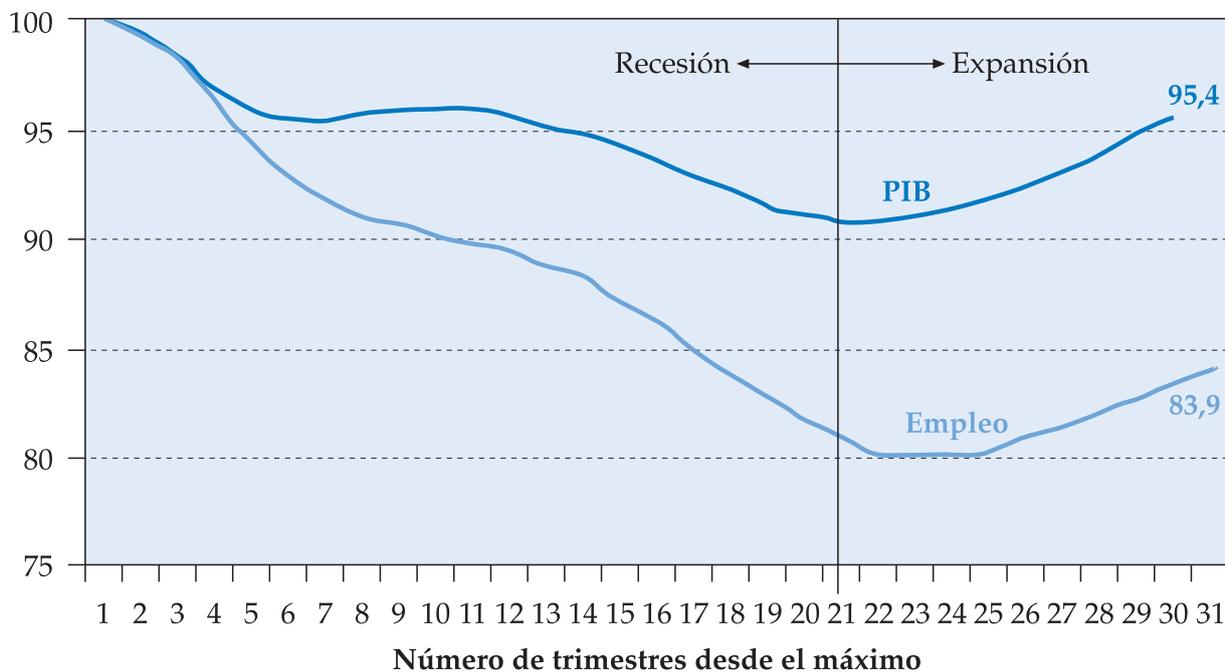
*Realizar reformas
estructurales
tiene sus frutos*

España ha pasado, en estos últimos años, de ser una de las economías enfermas de la Unión Europea a ser un país que aporta crecimiento al conjunto de la Unión. Esta situación es la consecuencia directa de las reformas que se han acometido en nuestro país. Y, además, es la constatación de que **realizar reformas estructurales, al final, tiene sus frutos**. Los problemas estructurales de una economía se solucionan desde el lado de la oferta, para lo que es necesario implantar políticas orientadas al medio y al largo plazo. Las políticas expansivas de demanda, más orientadas a estimular la economía de un país en el corto plazo, siempre acaban generando desequilibrios que, tarde o temprano, minan el potencial de crecimiento y, como corolario, la capacidad de creación de empleo y bienestar de una sociedad.

*Buen comportamiento
de la economía
española desde 2013*

Desde que **la economía española** llegara a su punto más bajo de la recesión a mediados de 2013, su comportamiento, en términos macroeconómicos, **muestra una tendencia muy favorable**. En el Gráfico 1 se puede observar que, desde que el PIB real español alcanzara su nivel más alto en el segundo trimestre de 2008, comenzó un prolongado período recesivo que duró hasta mediados de 2013, momento en el que el nivel de producción y el nivel de empleo eran un 9,4 y un 19,8% inferior, respectivamente, a sus valores máximos. Desde entonces se ha iniciado un fuerte proceso de recuperación, aunque todavía queda recorrido para alcanzar los niveles de producción y empleo previos a la crisis económica. La mayor destrucción de empleo respecto a la de la producción pone en evidencia dos debilidades estructurales. En primer lugar, el modelo de crecimiento en el que se basó nuestra economía (con la creación de empleo en sectores muy intensivos en mano de obra, pero de reducido valor añadido, y en empresas de tamaño reducido) provoca que el aumento de empleo en nuestro país haya sido, tradicionalmente, mucho más volátil que la producción, haciendo de España el país en donde el

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL PIB REAL Y DEL EMPLEO DESDE SU VALOR MÁS ALTO
 (Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario)



Nota: El empleo mide el número de ocupados equivalentes a tiempo completo.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Contabilidad Nacional Trimestral de España.

empleo es más vulnerable al ciclo económico de los países de nuestro entorno. Y, en segundo lugar, la debilidad de nuestro mercado laboral que provoca que, ante un mismo incremento de PIB, en ciclos expansivos se crea más empleo que en otros países de la eurozona, y lo contrario sucede en ciclos recesivos.

En los próximos trimestres podemos esperar un comportamiento positivo de nuestra economía en términos agregados, tanto por factores internos y de largo plazo (fundamentalmente debido a las reformas estructurales acometidas en los últimos años) como por factores externos que, sin duda, están beneficiando a España y que lo seguirán haciendo, entre los que se encuentra la política monetaria ultraexpansiva del Banco Central Europeo. Todo este cúmulo de circunstancias ha provocado que la confianza de los agentes económicos y que la confianza internacional sobre nuestra economía se encuentre en máximos. Pese a ello, la situación no está exenta de riesgos y de incertidumbres. El riesgo para el crecimiento no es solo que, en la próxima legislatura, se deshagan las reformas acometidas sino que, además, no se emprendan las reformas adicionales que todavía están pendientes y que son necesarias.

La pertenencia a un área monetaria común tiene enormes ventajas. Una de las más notables es la reducción de los costes de

*Es vital vigilar
los diferenciales
en costes*

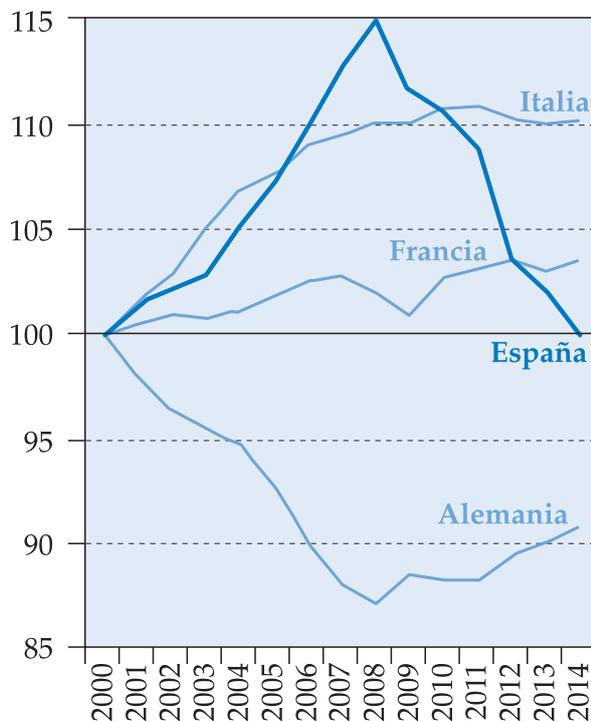
financiación, tanto para el sector privado como para el sector público, como consecuencia de contar con una divisa fuerte en vez de seguir disponiendo de una divisa propia, débil y propensa a devaluarse. Sin embargo, la pertenencia a un área monetaria común también conlleva la renuncia a la utilización de una serie de herramientas de política económica como, por ejemplo, el tipo de cambio. Por ello, para mantener y mejorar nuestra competitividad frente al exterior es muy importante vigilar nuestros diferenciales de costes frente a nuestros principales socios comerciales. Por otra parte, la pertenencia a una Unión Monetaria también exige disciplina fiscal, cuya intensidad ha de ser directamente proporcional al tono expansivo de la política monetaria.

*Es clave la corrección
de los costes laborales*

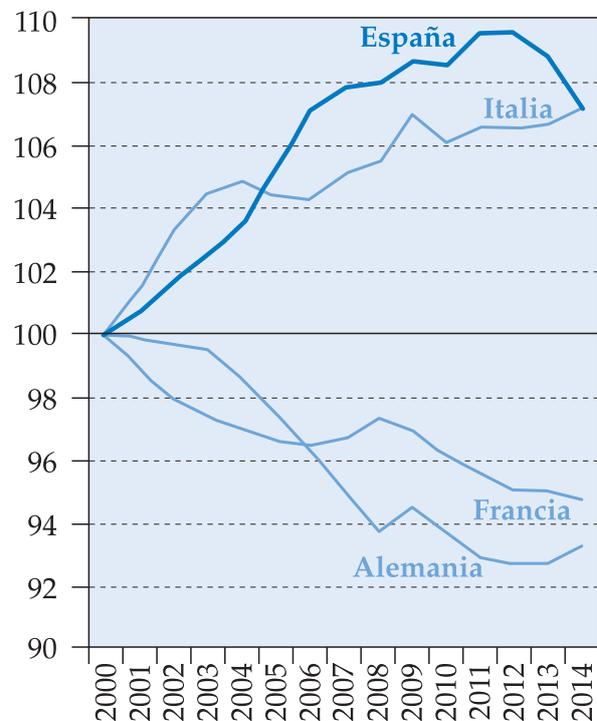
El Panel A del Gráfico 2 representa la evolución de los costes laborales unitarios de la economía española respecto a la eurozona y las otras tres grandes economías de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Los costes laborales unitarios, que miden el coste medio

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
RESPECTO A LA EUROZONA. 2000-2014
(Eurozona = 100)

(A) COSTES LABORALES UNITARIOS



(B) DEFLACTOR IMPLÍCITO DE LAS EXPORTACIONES



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la OCDE (costes laborales unitarios) y Eurostat (deflactor implícito de las exportaciones de bienes y servicios).

de la mano de obra por unidad de producto producido, son una buena medida de la competitividad de precios. En el Gráfico se expresan como la proporción de la remuneración total del trabajo por hora trabajada sobre la producción por hora trabajada (productividad del trabajo). Para ver la evolución relativa se compara con el conjunto de la eurozona, que toma el valor 100. Por tanto, un valor superior a 100 indica una apreciación relativa de los costes laborales de un país frente a la eurozona, y por el contrario un valor inferior indica una depreciación. Como se puede observar, desde el año 2000 hasta comenzada la crisis económica (2008) España experimentó una importante apreciación relativa de sus costes laborales, lo cual perjudicó enormemente su competitividad internacional. Así, por ejemplo, en el año 2008, el coste laboral unitario en España se había apreciado un 14,7% respecto al promedio de la eurozona. A partir de entonces, **la economía española ha experimentado una corrección de sus costes laborales**, siendo este uno de los factores que han ayudado a la **ganancia en competitividad** que ha experimentado nuestra economía. Al contrario de lo que sucedía en España, otros países como Alemania y Francia vieron cómo sus costes laborales unitarios se reducían (en el caso del primero) o se mantenían estables (en el caso del segundo) durante el período de expansión previo a la crisis económica. Otras consecuencias colaterales del desbordamiento de los costes laborales unitarios son el incremento del desempleo y, consecuentemente, del déficit público y de la prima de riesgo.

La productividad tiene que convertirse en el determinante clave de la competitividad. En los próximos años, España se enfrenta al reto de mantener un ritmo de crecimiento elevado de forma sostenida, posibilitando generar empleo sin, al mismo tiempo, ocasionar desequilibrios macroeconómicos apreciables. Es más, un reto importante para la economía española va a consistir en reducir su deuda exterior. Un aumento de la demanda nacional en torno al 3% puede elevar nuestras importaciones de bienes y servicios un 5% (dada su elevada elasticidad), que perfectamente puede llegar a ser también el ritmo de crecimiento que alcancen nuestras exportaciones, siempre y cuando se acelere la economía mundial. Ello permitiría crecimientos de la producción con equilibrio externo y, por lo tanto, sin presionar a la deuda externa. Y, para conseguir crecimientos importantes en las exportaciones, debemos orientar la economía hacia un modelo productivo que descansa sobre incrementos en la productividad. Además, a largo plazo, la productividad es el único determinante que hace posible que los salarios y los beneficios empresariales crezcan de manera sostenida sin que haya presiones inflacionistas y sin que se pierda competitividad internacional. Es decir, a fin de

*La productividad
es clave
para el crecimiento*

cuentas, la productividad es la base sobre la que se sostiene el crecimiento económico de un país y, como corolario, la renta per cápita.¹

El Panel B del Gráfico 2 muestra una imagen similar de la pérdida de competitividad frente al resto de las economías de la eurozona desde el año 2000. En él se representa la variación del índice de precios de las exportaciones de bienes y servicios (medido por el deflactor implícito) de cada uno de los países frente a la evolución promedio de los precios de las exportaciones del conjunto de la eurozona. De nuevo, en cada momento del tiempo el valor correspondiente a la Unión Económica y Monetaria vale 100, de manera que un valor por encima (por debajo) de dicho umbral indica una apreciación (depreciación) relativa de las exportaciones de un país. Según este indicador, hasta el año 2012 los precios de nuestras exportaciones se habían apreciado un 9,5% respecto al conjunto de la eurozona, claro síntoma de la pérdida de competitividad vía precios que ha experimentado nuestra economía en los últimos años. Situación que, sin embargo, ha empezado a revertirse.

*Es positiva
la aprobación de la ley
desindexadora*

En este sentido, **es muy positiva la aprobación**, en marzo de este año, **de una ley por la que se persigue eliminar la práctica indexadora en el ámbito de la contratación pública**,² que puede servir de modelo de actuación al sector privado. La práctica indexadora, aunque habitual en un grupo numeroso de países, tiene, no obstante, una serie de efectos perversos. En primer lugar, puede generar lo que se conoce, en la terminología académica, como *efectos de segunda ronda*. Por esta vía, cuando el precio de un bien o servicio aumenta, los índices de precios, como el IPC, suben, y esto supone un aumento automático en el precio de otros bienes simplemente porque están indexados al IPC, sin que su incremento tenga una justificación real. De esta manera se pervierte el correcto funcionamiento del mecanismo de la fijación de precios dentro de una economía de mercado. En segundo lugar, como ya se ha comentado, la pertenencia de España a la UEM impone una serie de limitaciones de política económica, por lo que se hacen imprescindibles las reformas estructurales de nuestra economía y, entre ellas, las necesarias para propiciar un ajuste de los precios relativos frente al resto de los países de la eurozona.

*Todavía quedan cosas
por hacer*

Aunque el proceso de reformas ha sido ambicioso en los últimos años, **todavía quedan cosas por hacer**. Entre las reformas estructurales que se van a tener que seguir planteando en el futuro se encuentran las **pensiones**. En este sentido, en los años 2011 y 2013

¹ Véase Myro, R. (2015): *Competitividad, productividad y nuevo modelo productivo*, Revista ICE(883): 145-160.

² Ley 2/2015, de 30 de marzo, de desindexación de la economía española.

se han aprobado dos leyes que van en la buena dirección.³ Ninguna de las dos reformas ha buscado un cambio de modelo, pues el sistema público de pensiones sigue siendo de reparto, sino que, por el contrario, lo que buscaban era conseguir la sostenibilidad del sistema, que se encuentra ante un problema estructural de primera magnitud: el progresivo envejecimiento de la población (noticia que solo puede ser considerada como un éxito), que unido a un descenso de la tasa de natalidad aumenta, potencialmente, la tasa de dependencia de la población mayor,⁴ y pone, si cabe, al sistema de la Seguridad Social ante un problema de sostenibilidad financiera. Mediante la reforma de 2011 se decide alargar progresivamente la edad legal de jubilación hasta los 67 años (a partir del 2027) y aumentar, también paulatinamente (estará plenamente vigente en el año 2022), el sistema de cálculo de la pensión de jubilación, que pasa a ser de 25 años. Estas dos medidas, además de otras contenidas asimismo en la norma, pretenden garantizar una mayor sostenibilidad del sistema, por dos vías: limitando el número de años que un pensionista va a tener derecho al cobro de la prestación; y, por otro lado, recalculando la base reguladora de la pensión de jubilación.

Por su parte, en la reforma de 2013 se especifican tanto el factor de sostenibilidad (ya introducido en la ley de 2011) como el índice de revalorización de las pensiones. Con el primero se trata de adecuar el importe inicial de las pensiones de jubilación del sistema de la Seguridad Social a la evolución de la esperanza de vida desde el momento de la jubilación, y se revisará quinquenalmente. Por su parte, con el índice de revalorización de las pensiones, año a año se revisarán las pensiones de jubilación en función de la evolución de los ingresos y los gastos del sistema. Por lo tanto, las pensiones de jubilación dejan de estar parcialmente ligadas a la evolución del coste de la vida medida por el Índice de Precios de Consumo para pasar a estar ligadas a la capacidad financiera de la Seguridad Social.

Las dos reformas del sistema de pensiones de los últimos años tienen el efecto positivo de ligar la evolución de los gastos a la evolución demográfica y a la capacidad financiera del mismo, garantizando su sostenibilidad. Sin embargo, la base reguladora, que determina la cuantía de la pensión que se va a percibir, se verá corregida por tres factores: (i) por el número de años cotizados, pues a partir de 2027 serán necesarios 38 años y 6 meses para tener derecho a percibir

³ Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social, y 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.

⁴ La tasa de dependencia de la población mayor se define como el porcentaje de la población de 65 años y más sobre la Población Activa.

*Reformas adicionales
en el sistema
de pensiones*

el 100% de la base reguladora; (ii) porque se penaliza la jubilación anticipada; (iii) y, por último, por la corrección que va a suponer el factor de sostenibilidad. Todo ello hace prever que, paulatinamente, la tasa de sustitución de las pensiones, definida como el porcentaje de la pensión de jubilación respecto al importe del último salario recibido, se va a ir reduciendo.⁵

Por todo ello, en la próxima legislatura o en los próximos años, **se han de plantear reformas adicionales en el sistema** en, al menos, tres direcciones: en primer lugar, aumentando la proporcionalidad entre las contribuciones efectuadas y las pensiones percibidas; en segundo lugar, aumentando gradualmente la edad de jubilación; y, por último, incentivando la compatibilidad entre el cobro de la pensión y el alargamiento de la vida laboral. Además, se debe favorecer la contratación de planes de previsión social privados mejorando la tributación en los distintos productos de ahorro e inversión. El objetivo prioritario del sistema tributario ha de ser el de buscar la neutralidad respecto a estos instrumentos, bajando su imposición, de tal manera que se incentive, por parte de la ciudadanía, la contratación de instrumentos de ahorro. Es necesario, asimismo, seguir intensificando la educación financiera de la población, en el marco del Plan de Educación Financiera, para concienciar a la sociedad de la necesidad de la previsión social. En este sentido, queda mucho terreno por recorrer. Así, atendiendo a los resultados obtenidos en la última ola de la Encuesta Financiera de las Familias de 2011,⁶ aunque el 95,8% de los hogares españoles posee algún tipo de activo financiero, es una minoría el porcentaje de la población que tiene contratado algún tipo de instrumento de ahorro o de inversión a largo plazo. Si concretamos por grupo de edad y por tipo de instrumento, el porcentaje de hogares, cuya cabeza de familia es menor de 35 años (colectivo que más se puede beneficiar, *a priori*, de este tipo de instrumentos), que tienen contratados planes de pensiones y seguros de vida es solo del 20,3%, y el valor mediano de dichos planes entre este colectivo de edad que sí tiene contratado estos planes es relativamente bajo: apenas 5.000 euros.⁷ En otros países de nuestro entorno se han ido aprobando, en los últimos años, diversas reformas con la finalidad de garantizar la suficiencia de los ingresos en la jubilación permitiendo, en algunos casos, la contratación

⁵ Un análisis breve y conciso sobre el tema se puede encontrar en Fundación MAPFRE (2015): *Guía para tu jubilación*, de reciente publicación.

⁶ La Encuesta Financiera de las Familias es una estadística elaborada con periodicidad trienal por el Banco de España. Tendremos que esperar para conocer los resultados correspondientes a la ola de 2014.

⁷ Véase Banco de España: «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2011: métodos, resultados y cambios desde 2008», *Boletín Económico*, enero de 2014.

obligatoria, por parte de ciertos colectivos, de planes de pensiones privados de contribución definida.⁸ Es necesario que, en nuestro país, y con el objetivo de garantizar, igualmente, la suficiencia de las pensiones, se abra un debate entre los distintos agentes económicos y sociales.

En términos de política monetaria, existen **dudas sobre si se pueden mantener unos tipos de interés tan bajos durante mucho tiempo**. De acuerdo con la regla de Taylor, el tipo de interés nominal debería bascular entre el 1% y el 2%, en función del país.⁹ Existen, al menos, tres riesgos que hemos de tener en cuenta si se mantienen, durante un dilatado período de tiempo, unos tipos de interés oficiales demasiado bajos. En primer lugar, y como ya se ha experimentado en el pasado en nuestro país, puede provocar una asunción de riesgos excesiva por parte de los agentes económicos y, además, una asignación de capital hacia los usos más arriesgados (dada la baja rentabilidad que se obtiene de los proyectos más seguros), aunque, a largo plazo, no sean las mejores decisiones de inversión. Es decir, unos tipos de interés demasiado bajos pueden acabar provocando una asignación ineficiente del capital. En segundo lugar, existe un claro perdedor de esta situación: el ahorrador. En una situación como la actual en la que, como se ha explicado más arriba, es necesario incrementar el nivel de ahorro en nuestra economía, sobre todo para hacer frente a la evolución demográfica que estamos experimentando, unos tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo suponen un incentivo adverso al ahorro por parte de los agentes económicos. Y, en tercer lugar, una política excesivamente expansiva por parte del Banco Central Europeo supone, también, un incentivo

Dudas sobre la conveniencia de unos tipos de interés bajos

⁸ Para un análisis detallado de las reformas acometidas en los últimos años a escala internacional, véase OCDE (2014): *OECD Pensions Outlook 2014*, y, en particular, los capítulos 2 y 3.

⁹ De acuerdo con la versión original de la regla de Taylor, el tipo de interés nominal debe responder a las divergencias de la tasa de inflación actual respecto al objetivo de inflación del Banco Central, y del crecimiento del PIB respecto al crecimiento potencial, mediante la siguiente fórmula:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + a_y (y_t - \bar{y}_t)$$

siendo i_t el tipo de interés a corto plazo objetivo del Banco Central, π_t la tasa de inflación medida por el deflactor del PIB, π_t^* la tasa de inflación objetivo, r_t^* el tipo de interés de equilibrio, y_t la tasa de crecimiento del PIB (medido en logaritmos), \bar{y}_t la tasa de crecimiento potencial de la economía (también medido en logaritmos) y, por último, a_π y a_y son parámetros de ajuste que miden cómo afectan las desviaciones de la inflación y del crecimiento respecto de sus valores de equilibrio. Existen diversas versiones de la regla de Taylor en función de si, por ejemplo, el Banco Central tiene entre sus objetivos, no solo la estabilidad de precios sino también un determinado nivel de desempleo.

Para ver un breve análisis reciente para el caso de la eurozona, véase Pina, J.D. (2015): «El dilema de los bancos centrales europeos ante las políticas del BCE». *Informe mensual*, la Caixa, marzo de 2015.

Mejoría en el mercado de trabajo

adverso para el necesario objetivo de consolidación fiscal por parte de los Estados de la UE. Ni se puede, ni se debe, poner el peso de todos los problemas de la UE sobre el Banco Central Europeo.

Sobre el comportamiento de los factores productivos, el **mercado de trabajo** en España viene experimentando una clara mejoría desde hace unos trimestres. Desde el punto de vista del número de ocupados, según la EPA, en el tercer trimestre de 2015 había 18.048.700 personas trabajando, siendo el sexto trimestre consecutivo que experimentamos con tasas de crecimiento interanual positivas. Desde el punto de vista del desempleo, en España todavía hay 4.850.800 personas que buscan empleo sin encontrarlo. Pese a ello, ya son ocho trimestres consecutivos de descenso interanual del número de parados. Sin duda está ayudando a este comportamiento el marco de referencia establecido con la reforma laboral de 2012. Y de cara al futuro la reforma permitirá que, en épocas recesivas, el ajuste de plantillas sea menor. Esto es así porque la reforma establece un marco de relaciones laborales más moderno, introduciendo elementos clave de flexibilidad interna dentro de las empresas. Además, es muy positivo que se dé prioridad a la negociación laboral a nivel de empresa, y no a nivel sectorial. De esta manera se consigue acercar la legislación y los costes laborales de cada empresa individual a sus necesidades y a sus posibilidades.

Preocupa el desempleo de larga duración

Uno de los mayores problemas a los que todavía tenemos que hacer frente en nuestro mercado laboral es el del **desempleo de larga duración** (personas que llevan buscando trabajo sin encontrarlo más de un año). No ha parado de aumentar desde que comenzara la crisis económica. Así, mientras que en el segundo trimestre de 2008 el porcentaje de desempleados de larga duración sobre el total de parados ascendía al 20,7%, en la última oleada de la EPA disponible este porcentaje aumentaba hasta el 62,3%. Y lo mismo ocurre con el desempleo de muy larga duración (personas que llevan buscando trabajo más de dos años sin encontrarlo) pues, entre las mismas fechas, ha pasado de suponer el 10,7% del total de desempleados al 45,5%. En términos absolutos, 3 millones de personas en España llevan más de un año buscando trabajo infructuosamente.

El perfil de los desempleados de larga duración no es homogéneo

Sin embargo, el **perfil de los desempleados de larga duración no es homogéneo**. Como muestra el Cuadro 2, existe una relación lineal entre los parados de larga duración y el nivel educativo, por un lado, y entre los parados de larga duración y la edad, por otro. Así, en primer lugar, a menor nivel educativo mayor porcentaje de desempleados que llevan buscando un empleo durante más de un año: en los extremos, mientras que para el colectivo de personas analfabetas que en la actualidad no tienen trabajo, el 71,3% de ellos lleva desempleado más de un año (el 57,5% lleva más de dos), para

CUADRO 2
PORCENTAJE DE DESEMPLEADOS DE LARGA DURACIÓN SOBRE PARO TOTAL.
TERCER TRIMESTRE DE 2015
 (En porcentaje)

		Tiempo desempleado	
		Más de un año	Más de dos años
Nivel educativo	Analfabetos	71,36	57,53
	Educación primaria incompleta	71,18	56,16
	Educación primaria	68,74	53,30
	Primera etapa de educación secundaria	65,34	48,78
	Segunda etapa de educación secundaria.		
	Orientación general	55,78	39,57
	Segunda etapa de educación secundaria.		
	Orientación profesional	61,07	43,60
	Educación superior	56,79	38,81
Edad	16-34	51,87	33,93
	35-54	66,92	50,84
	Más de 55	78,64	63,26
Total (en porcentaje)		62,30	45,60
Total (número de personas)		(3.021.870)	(2.209.702)

Fuente: Elaboración propia a partir de EPA 2015, tercer trimestre.

el colectivo de desempleados con estudios superiores el porcentaje de parados de larga duración es del 56,8% (el porcentaje de parados de muy larga duración es del 38,8%). En segundo lugar, la edad es un factor determinante: a más edad, mayor porcentaje de desempleo de larga duración. Para el grupo de personas sin trabajo entre 16 y 34 años, el 51,9% de ellos son parados de larga duración (el 34,0% lo son de muy larga duración). Estos porcentajes aumentan hasta el 66,9% (50,8%) para los parados de entre 35 y 54 años, y hasta el 78,6% (63,3%) para los mayores de 55 años.

Destaca, pese a las diferencias mostradas en el Cuadro 2, el elevado porcentaje que existe de desempleo de larga duración, independientemente tanto de la edad como del nivel educativo. Estamos, por lo tanto, ante un grupo de personas que se encuentra en

*El desempleo de larga
duración acarrea
problemas individuales
y sociales*

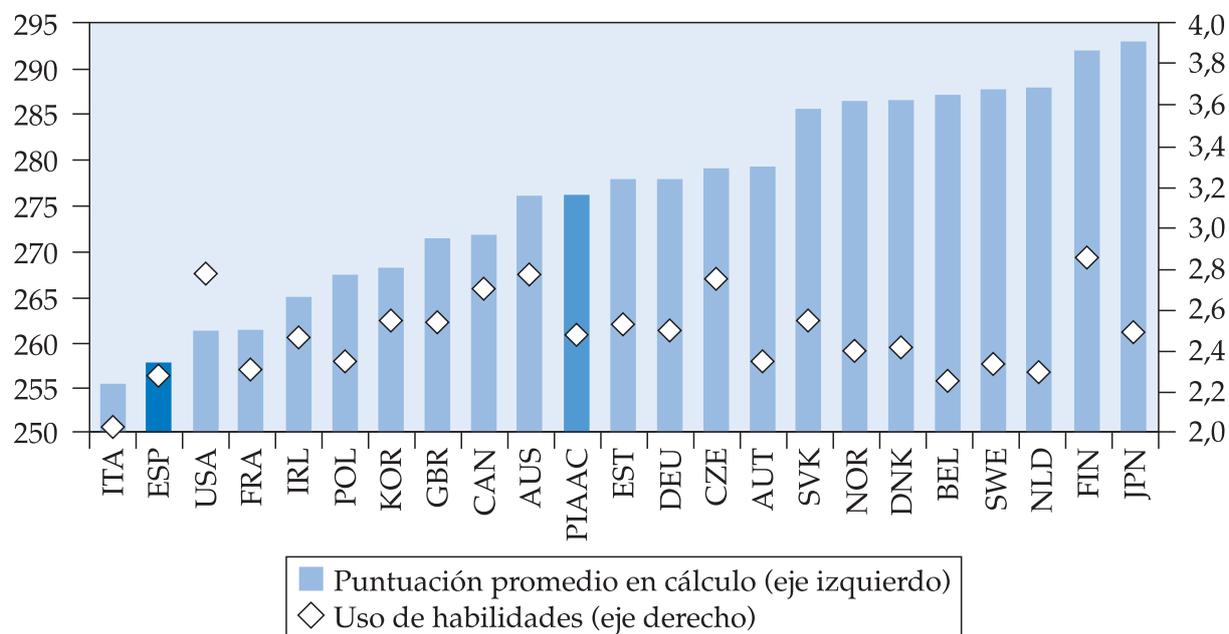
una situación de enorme vulnerabilidad. Que un individuo lleve mucho tiempo sin trabajar es un problema por varios motivos. En primer lugar, cuanto más tiempo esté fuera del mercado laboral, sus probabilidades de encontrar un empleo se van reduciendo, porque sus habilidades, sus capacidades y sus conocimientos —en suma, su capital humano— se van erosionando. En segundo lugar, no podemos olvidar el enorme coste psicológico que conlleva estar desempleado. El paro acarrea consecuencias psicológicas para los individuos que se encuentran en dicha situación. La salud mental del parado y la de su entorno tiende a deteriorarse más que la del ocupado y, además, tienen mayor propensión a caer en depresión. En tercer lugar, el desempleo de larga duración tiene unos costes sociales indudables, pues el aumento del paro puede generar mayor conflictividad y precariedad laboral. En cuarto y último lugar, el mercado laboral no es algo estático, sino que, por el contrario, el cambio tecnológico y la competencia internacional, entre otras cosas, hacen que los requerimientos de las empresas y, por lo tanto, las habilidades y los conocimientos necesarios para desenvolverse con éxito en el mercado de trabajo vayan evolucionando. Una persona que lleva mucho tiempo sin trabajar parte en clara desventaja para acceder a los nuevos puestos vacantes que surgen en el mercado de trabajo. Por eso, no se debe minusvalorar, tachándolo de precario, cualquier empleo que permita salir del paro.

*Es crucial apostar
por la formación*

Es crucial apostar por la formación. Tal y como pone de manifiesto la OCDE, el cambio tecnológico y la revolución digital están suponiendo un cambio en la demanda de trabajo, que está basculando más hacia empleos que requieren un mayor nivel de habilidades cognitivas y, al mismo tiempo, están o bien expulsando del mercado de trabajo, o bien presionando a la baja los salarios de los trabajadores con menor nivel de conocimientos.¹⁰ En este sentido, España tiene mucho recorrido todavía por delante. Así, por ejemplo, en los primeros resultados obtenidos sobre los conocimientos en alfabetización, cálculo y resolución de problemas de la población en edad de trabajar (de 16 a 65 años) que, a escala internacional, ha coordinado la OCDE en el *Programme for the International Assessment of Adult Competencies (PIAAC)*, nuestro país no sale muy bien parado. El Gráfico 3 muestra la puntuación promedio en cálculo obtenida por los distintos países que realizaron el estudio de campo en el año 2012, y se puede ver, sobre una escala de 0 a 500, que España es el segundo país con peor puntuación media en cálculo (solo superado por Italia), lejos de los resultados de otros países de nuestro entorno como Finlandia, los Países Bajos o Bélgica (todos ellos pertenecientes a la

¹⁰ Véase OCDE (2015): *OECD Employment Outlook*.

GRÁFICO 3
USO Y DOMINIO DEL CÁLCULO
 (Puntuación promedio en cálculo y uso promedio de las habilidades)



Fuente: Survey of Adults Skills (PIAAC), 2012; OECD Employment Outlook (2015).

UEM). El problema no solo radica en que el nivel promedio de habilidades sea inferior en España, sino que, además, tal y como también se muestra en el Gráfico 3, el requerimiento de dichas habilidades en las empresas es bajo, no solo en términos absolutos sino asimismo a nivel comparado. Sin embargo, es muy probable que vayan aumentando paulatinamente las habilidades requeridas por las empresas a los trabajadores. Y ello en un entorno en el que España está cada vez más inserta en la cadena global de valor, y en un entorno internacional cada vez más digital y complejo.

Aunque en los últimos años se han venido desarrollando instrumentos y políticas que tratan de acercar la formación a las necesidades del sistema productivo, como el desarrollo del Sistema Nacional de Cualificaciones, todavía queda camino por recorrer. **Sigue existiendo una distancia muy importante entre las políticas de formación y lo que realmente necesita el mercado.** Es necesario implementar un sistema permanente y eficaz de identificación de las competencias profesionales que se necesitan en el tejido productivo que tenga implicaciones en las ofertas curriculares de los estudios universitarios y de formación profesional. Además, como ya se ha dicho, en un entorno en continuo cambio, se ha de dar prioridad a una formación continua de calidad. Según datos de la OCDE, el 46,5% de la población entre 25 y 64 años participa en educación permanente, lo

Existe una divergencia entre formación y mercado laboral

Hay aspectos de la reforma laboral que necesitan mejorar

Excesiva intervención judicial en la ultraactividad

Los despidos colectivos están muy condicionados por la judicialización del mercado laboral

Hay que bascular la estructura tributaria hacia una mayor imposición indirecta

que son casi cinco puntos porcentuales por debajo de la media de los países de la OCDE, y casi veinte respecto a los países más avanzados en este sentido (Finlandia, Dinamarca y Suecia).

Pasados tres años desde la **reforma laboral**, se comienzan a percibir sus aciertos y los **aspectos que se deben mejorar**. La deficiente redacción de alguno de sus artículos, como los que hacen referencia a la ultraactividad y a los despidos colectivos, provoca muy diferentes interpretaciones entre empresarios, abogados y trabajadores, por lo que se ha creado una importante inseguridad jurídica.

Con relación a la **ultraactividad**, la *Ley 3/2012, de 6 de julio*, modifica el artículo 86.3 del Estatuto de los Trabajadores y establece que «transcurrido un año desde la denuncia del convenio colectivo sin que se haya acordado un nuevo convenio o dictado un laudo arbitral, aquél perderá, salvo pacto en contrario, vigencia y se aplicará, si lo hubiere, el convenio colectivo de ámbito superior que fuera de aplicación». El conflicto interpretativo surge en la misma redacción de la norma, en aquellos casos en los que, habiendo perdido vigencia el convenio, no exista otro de ámbito superior. Numerosas sentencias han puesto en tela de juicio la voluntad del legislador estableciendo que, pese a haber transcurrido un año desde la denuncia, y pese a no haberse llegado a un acuerdo, el convenio previo sigue vigente hasta su renovación. El excesivo protagonismo de los jueces de lo social en España amplifica y refuerza las anomalías del elevadísimo desempleo y de la precariedad laboral.

Con relación a los **despidos colectivos**, hasta finales de 2014 el Tribunal Supremo ha dictado 79 fallos de casación sobre este tipo de procedimientos, de los cuales 39 se declararon nulos (casi el 50% del total) y otros 9 se consideraron improcedentes. Por lo tanto, la reforma laboral necesita avanzar, con la finalidad de eliminar la inseguridad jurídica, en la clarificación de la propia norma para evitar que la misma se preste a una excesiva interpretación judicial. Una excesiva judicialización del mercado laboral tiene efectos adversos sobre el funcionamiento empresarial porque dificulta enormemente el cambio organizativo de las empresas, proceso imprescindible para introducir nuevas tecnologías y para ganar en competitividad.

En España sería conveniente bascular la estructura tributaria hacia una mayor imposición indirecta, en detrimento de la directa y, en especial, mediante **reducciones en las cotizaciones sociales**. En este sentido se está avanzando en la dirección contraria, pues, para 2016, se contempla una subida de la base máxima de cotización del 1% respecto a 2015. La subida acumulada de la base máxima desde el año 2011 es del 11,6%. Las cotizaciones a la Seguridad Social son un impuesto sobre el trabajo, pues son un incremento de los costes

no salariales en los que incurre el empresario, que no redundan directamente en el salario de los trabajadores. Un incremento de las cuotas a la Seguridad Social tiene un impacto negativo sobre el desempeño empresarial, pues limita las posibilidades de inversión y el incremento del empleo dentro de las empresas y, por lo tanto, afecta a la competitividad empresarial. Además, altos tipos empresariales a la Seguridad Social fomenta la economía sumergida.

Como pone de manifiesto el informe *Áreas prioritarias para una inversión sostenida en infraestructuras en España*, publicado por ATKearney, **España debe promover la inversión sostenida en infraestructuras** para mitigar el significativo déficit de dotación de infraestructuras y equipamientos para los ciudadanos, dar respuesta a las grandes tendencias del cambio global que exigen invertir en infraestructuras y apuntalar los pilares de desarrollo económico y bienestar social en España. La inversión en infraestructuras en España es sensiblemente inferior a la de otros países de nuestro entorno. Además, está previsto que la inversión pública se reduzca en los dos próximos años con una inversión ligeramente superior a los 20.000 millones de euros, lo que supone una reducción del 42% frente a la inversión media ajustada por densidad de población de los últimos 20 años. España presenta importantes carencias en el mantenimiento de las infraestructuras actuales y en la red de transporte de mercancías e infraestructuras logísticas, así como en las redes secundarias y en accesibilidad y movilidad urbana.

España debe promover la inversión sostenida en infraestructuras

Riesgos económicos, riesgos políticos

La situación política en España tiene dos **focos de incertidumbre**. Por un lado, la situación abierta en Cataluña tras las elecciones celebradas el 27 de septiembre y, por otro, la incertidumbre sobre lo que va a acontecer en las elecciones del próximo domingo.

En relación con **Cataluña**, pese a la fragmentación experimentada, liderada por el movimiento secesionista, existe una probabilidad cercana a cero de que la independencia se acabe materializando, tal y como pone de manifiesto la evolución de la prima de riesgo. Sin embargo, hay una serie de factores de preocupación al respecto. En primer lugar, el proceso está suponiendo un enfrentamiento inédito entre las instituciones estatales y autonómicas, provocada desde la Generalitat, que está degenerando en una inseguridad jurídica y en una gran inestabilidad institucional. De seguir esta situación, y como consecuencia de los errores de política económica, podría presentarse un proceso de **deslocalización empresarial** de las sociedades con sede social en Cataluña ante la creciente incertidumbre. Por otro lado,

Existen dos focos de incertidumbre en el ámbito político

Riesgo de deslocalización empresarial en Cataluña

*Es imprescindible
que se continúe
con las reformas
estructurales*

pese a que los líderes del proceso secesionista repiten una y otra vez que, conseguida la independencia, Cataluña permanecería dentro de las instituciones supranacionales, esta es una de las grandes preocupaciones de los empresarios. En este sentido, una declaración unilateral de independencia no sería aceptada por la UE en virtud de lo dispuesto en el artículo 4.2 del Tratado de la Unión Europea, por el que se respeta la integridad territorial de los Estados miembros.¹¹ En la misma dirección, el Comité de las Regiones de la UE aprobó una resolución que decía que «si una región de un Estado miembro llegase a ser un Estado independiente, tendría que pedir la adhesión y ser aprobada por unanimidad». Toda la retórica utilizada por los partidarios de la secesión de Cataluña sobre las bondades de la independencia pertenece al mundo de la ciencia ficción.

En relación con las elecciones generales del próximo domingo, es más que probable que los resultados de los comicios propicie el Parlamento más fragmentado de la democracia española. Pese a la incertidumbre de los resultados electorales, e independientemente de cuál sea la conformación del ejecutivo para la próxima legislatura, **es imprescindible que se continúe con las reformas estructurales.** El compromiso con la consolidación fiscal pactado con Europa debe seguir siendo una prioridad. El mayor riesgo que tiene el crecimiento económico que España está experimentando desde finales del año 2013, y que está permitiendo volver a generar empleo, no es ya que se reviertan las reformas acometidas sino que no se profundicen y se complementen con aquellas que se plantean en este informe. Solo así se conseguirá mantener el crecimiento de nuestra economía blindándolo ante *shocks* externos.

¹¹ El IEE ha analizado, desde hace tiempo, la cuestión catalana. Véase IEE (2013): *La cuestión catalana, hoy*; IEE (2014): *La cuestión catalana II. Balanzas fiscales y tratamiento fiscal de Cataluña*; IEE (2014): *The Political Economy of Catalan Independence*.

INSTITUTO
DE ESTUDIOS
ECONÓMICOS

36

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