

FOCUS

*Boletín Trimestral de
Coyuntura Económica*

Nº5 / Septiembre / 2016

—

Índice

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	7
Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	8
Demanda y producción.....	10
Agregados de demanda nacional.....	11
Demanda externa.....	12
Actividad productiva.....	13
Precios.....	14
Mercado laboral.....	14
Balanza de pagos.....	15
Sector público.....	16
Escenario 2016-2017: crecimiento sostenido ...	17
Cuadro de previsiones anuales de la economía española.....	20

BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA.

Resumen ejecutivo.

Los datos de contabilidad nacional confirmaron que **la economía española creció un 0,8% intertrimestral en el segundo trimestre de 2016**, gracias a la notable aportación de la demanda, tanto interna como externa. Ello significa que la economía española mantiene un ritmo de crecimiento que dobla al de la zona euro. El PIB creció un 3,2% en tasa interanual.

Si debemos destacar el **dinamismo** de un indicador, ese es el **consumo privado** (+0,7% intertrimestral), que lleva meses beneficiándose del aumento del poder adquisitivo de las economías domésticas, fruto de la creación de empleo, del descenso de los precios de la energía y de las mejoras en las condiciones financieras.

La demanda doméstica también fue impulsada por la **inversión en equipo**, que creció un 1,3% intertrimestral, mostrando un enorme vigor pese a llevar el país con gobierno en funciones desde finales de 2015.

En el segundo trimestre de 2016, según las cifras de la contabilidad nacional trimestral, **el sector exterior aportó dos décimas a la variación interanual del PIB**, mientras que la contribución de la demanda interna al crecimiento fue del 3%.

En línea con la evolución del PIB, **el número de ocupados, en términos de empleo equivalente a tiempo completo, creció un 2,9% interanual en el segundo trimestre de 2016.**

En 2016 nuestro escenario central muestra que la demanda doméstica continúa expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado, y que la demanda externa tiene una aportación ligeramente positiva al crecimiento del PIB, crecimiento que **estimamos que será del 3,2%**. Entre las principales razones de la mejora de crecimiento del PIB sobre estimaciones anteriores se encuentra la competitividad de las exportaciones españolas de bienes y de servicios, la confianza mostrada por las empresas, que aumentaron su inversión en bienes de equipo de manera notable en el segundo trimestre, y el menor impacto de la incertidumbre política sobre la economía española. Tanto la inversión como el consumo privados se han visto poco afectados por dicha incertidumbre. Además, **y a diferencia del primer trimestre, el crecimiento ha sido más equilibrado pues, a pesar de que el gasto y la inversión pública caen, la economía, gracias al excelente comportamiento de las exportaciones, mantiene un fuerte crecimiento.**

El buen comportamiento del sector exterior del primer semestre ha coincidido con una **apreciación del euro frente al dólar del 3,4% entre enero y la primera mitad de septiembre**, si bien se observa una depreciación en las últimas semanas explicada, en parte, por las expectativas sobre las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo. Frente a la libra esterlina el euro se ha apreciado un 16,1% desde comienzos de año, fuertemente influido por el Brexit. Finalmente, el euro se ha depreciado un 12,3% frente al yen. Además, en lo que se refiere al tipo de cambio efectivo nominal frente al conjunto de países industrializados el euro se ha apreciado un 3,2% en lo que va de año.

Las cifras de la economía española adquieren aún mayor valor si se observa la ralentización de la economía de la zona euro (0,6% en el primer trimestre frente a 0,3% en el segundo), **el estancamiento del PIB francés e italiano y un contexto internacional de estancamiento del comercio mundial y de la producción industrial.**

No obstante, **los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona euro siguen estando sesgados a la baja** debido, entre otros factores, al resultado del referéndum en el Reino Unido (que añade otro factor más de incertidumbre al proyecto europeo) y a otras incertidumbres geopolíticas, junto a unas débiles perspectivas de crecimiento en las economías emergentes. En el caso de la economía española se añade la incertidumbre provocada por la ausencia de gobierno y la perspectiva ante unas posibles terceras elecciones cuyo resultado tampoco ayude a desbloquear la situación actual de parálisis política. A ello hay que añadir la cuestión catalana.

El consumo privado debe continuar creciendo a un fuerte ritmo en el segundo semestre de 2016, debido al buen ritmo de creación de empleo mostrado por la estadística de afiliaciones a la seguridad social de julio y agosto. A ello se sumará el bajo precio del petróleo, la contención de precios y las laxas condiciones financieras.

El gasto en consumo final de los hogares siguió creciendo en el segundo trimestre, en términos nominales, a un menor ritmo que la remuneración de asalariados, lo que podría estar suponiendo un aumento del ahorro de las familias.

Las familias han continuado el proceso de desapalancamiento iniciado en 2010 situándose su deuda (deuda de los hogares e ISFLSH - instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) en el primer trimestre de 2016 en el 66,4% del PIB (71,2% en 1T 2015). Ello supone volver a niveles de deuda de principios de 2005.

Tras un 2015 con una destacada contribución de la inversión, y unos inicios de año con señales contradictorias, la inversión se mantuvo a un ritmo fuerte en el segundo trimestre, confirmando la subida recogida por el índice de confianza empresarial elaborado por el INE en julio y que mantiene su línea ascendente para el tercer trimestre de 2016, al recoger un aumento de la confianza del 0,6%.

Por otra parte, el mercado inmobiliario consolida su lenta recuperación en el primer semestre de 2016, con crecimiento de las ventas del 20% y aumento de precios del 4%, lo que estimula la construcción de nuevas viviendas y la creación de empleo en el sector.

La inflación se mantiene en terreno negativo, pero en los próximos meses es probable que, en

términos interanuales, vuelva a situarse en valores positivos. En agosto, la tasa mensual ya creció un 0,1%. La tasa anual de la inflación subyacente, que no incluye ni los productos energéticos ni los alimenticios sin elaborar, aumenta dos décimas, hasta el 0,9%, con lo que se sitúa un punto por encima de la del IPC general, indicativo del efecto sobre los precios del fuerte crecimiento de la demanda interna.

El precio de petróleo Brent sigue a la baja, en el entorno de los 45-46\$ por barril, lastrado principalmente por la previsión de la Agencia Internacional de la Energía de que el exceso de oferta de petróleo continuará hasta bien entrado el año 2017. La llegada del petróleo no convencional, principalmente de EEUU, debilitó la capacidad de la OPEP para controlar el negocio del crudo, de manera que por encima de 50\$ entra mucho petróleo al mercado e impide la subida de precios. La intención de la reunión informal de la OPEP a finales de septiembre en Argelia es congelar la producción, para evitar que el petróleo se desplome por debajo de los 30\$ de nuevo en diciembre. Pero con el conflicto diplomático entre Irán y Arabia Saudí en escalada e Irán aumentando su producción, no se puede descartar totalmente un escenario de crudo muy barato más tiempo del previsto.

Desde el sector público, **la incapacidad para formar gobierno supone la obligación de prorrogar el presupuesto de 2016 para el ejercicio próximo**, lo que llevaría a incumplir el objetivo de déficit para 2017 (3,1% del PIB) e implica la posibilidad de una sanción por parte de la UE de 6.000 millones de euros. Si se prorroga el presupuesto, los gastos se congelarían, sin embargo los ingresos seguirían creciendo al ritmo que lo haga la economía y el empleo. De modo que, si la economía española cierra el déficit en 2016 alrededor del 4,5% del PIB (escenario alcanzable según la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal – AIReF-), en 2017 con presupuesto prorrogado el déficit podría cerrar cerca del 3,8% y España incumpliría sus compromisos. No obstante, también conviene considerar que, si España prorroga su presupuesto los dos próximos años podría situar su déficit público ligeramente por debajo del 3%, siendo éste el límite marcado para aplicar el protocolo de déficit público excesivo, siempre y cuando se logre mantener una tasa de crecimiento del 2,6% en 2017 y 2018.

Puede sorprender que la mejora de las previsiones de crecimiento de la economía

española haya tenido lugar en un entorno político cargado de incertidumbre, si bien parte de la respuesta haya que buscarla en la **estabilidad de los mercados financieros** (la rentabilidad del bono español a 10 años se mantuvo en mínimos históricos durante todo el verano) y en la **excelente temporada turística**, que han servido para mantener un clima de confianza favorable. En julio, llegaron a España más de nueve millones y medio de turistas, cifra récord y superior un 9,3% a la de un año antes. En el mismo mes, el ritmo de crecimiento del tráfico aéreo de pasajeros subió un 11,1% y las pernoctaciones en hoteles, campings y casas rurales crecieron un 7,3%, 9% y 15% interanual, respectivamente.

Los buenos indicadores económicos a pesar de tener un gobierno en funciones también muestran que, en una situación como la actual, la integración en la zona euro es mucho más vinculante que lo que pueda dejar de hacer cualquier gobierno. Es obvio que el principal responsable de la estabilidad financiera de la que ha disfrutado España en el último año es el Banco Central Europeo y su política monetaria no convencional. Sin la intervención del BCE, el déficit público y la deuda pública del país habrían elevado sustancialmente la prima de riesgo.

Los mercados financieros han estado condicionados durante los meses de julio y agosto por la **expectativa de nuevos estímulos monetarios por parte del Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo tras el resultado del referéndum británico** de finales de junio favorable a la salida del Reino Unido de la UE y, por otro lado, por las crecientes expectativas de un posible aumento de los tipos de interés en Estados Unidos este año.

El resultado fue una subida de los principales índices bursátiles en el primer semestre de 2016, en el caso de los valores europeos recuperando parte de lo perdido en el primer trimestre y tras el Brexit, y en el caso del Dow Jones y del Standard & Poor's 500 acelerando el ritmo de ganancias, en un contexto de elevada volatilidad de los precios del petróleo y de moderación de la incertidumbre tras el resultado del referéndum en el Reino Unido.

En el mercado de divisas, la moneda única recuperó durante las primeras semanas de agosto parte del terreno perdido en julio tras el resultado del referéndum británico, que elevó las expectativas de una posible relajación de la política monetaria del BCE. Así, y pese a la depreciación del euro frente al dólar de finales de agosto, coincidiendo con las expectativas que había entonces de una posible subida de tipos de interés en Estados Unidos, el euro experimentó una ligera apreciación a lo largo del verano que situó el tipo de cambio en los 1,11 dólares.

En el mercado secundario de deuda pública, la mayor incertidumbre provocada por el resultado del referéndum en el Reino Unido motivó a finales de junio la demanda de activos refugio como el bund alemán, cuya rentabilidad se situó en terreno negativo, en detrimento de la deuda de la periferia de la zona euro, provocando un repunte de la prima de riesgo española hasta niveles cercanos a los 160 puntos básicos, siendo especialmente relevante la tensión vivida por la deuda portuguesa. A partir de mediados de julio, la menor aversión al riesgo, junto a las expectativas de una posible relajación monetaria adicional por parte del BCE y del Banco de Inglaterra, consumadas a principios de agosto en el caso británico, invirtieron la tendencia, llevando la rentabilidad, en el caso del bono español, de nuevo, al entorno de los 100 puntos básicos (los problemas propios de la economía portuguesa mantienen el rendimiento del bono portugués 40 puntos básicos por encima del observado antes del Brexit). Además, **la decisión de la Comisión Europea de cancelar la multa por ausencia de acción efectiva para corregir el déficit excesivo, unido a los favorables resultados de la EPA del segundo trimestre del año, contribuyeron a que la rentabilidad del bono español a diez años alcanzara mínimos históricos**, manteniéndose durante gran parte de agosto por debajo del 1%.

El mayor riesgo para la economía española sigue siendo la complacencia, pues los retos a largo plazo para la economía y la sociedad española siguen estando ahí. Y precisamente por ello es urgente contar con un nuevo ejecutivo pronto, más teniendo en cuenta que otro periodo de estancamiento político tendría un efecto más severo sobre la confianza y el crecimiento que el materializado desde diciembre. Sigue siendo necesario introducir medidas que reduzcan la temporalidad e impulsen la empleabilidad en el mercado de trabajo, políticas que fomenten la creación de empleo, en particular, de puestos de trabajo de calidad, y que ayuden a reducir la desigualdad, ampliada en España por los efectos de la crisis. Del mismo modo que son imprescindibles políticas que impulsen el crecimiento de la productividad y un mayor tamaño medio de empresas, una mayor competencia en los mercados de bienes y servicios y la mejora del capital humano. Finalmente, la reducción de la deuda externa neta y el avance en el proceso de consolidación de las cuentas públicas son mejoras del cuadro macroeconómico imprescindibles.

España dispone de una oportunidad única para afrontar reformas políticas y económicas inaplazables. El momento es propicio al contar con una economía más competitiva, que crece holgadamente y que cuenta con el enorme apoyo temporal del BCE, que permite ganar tiempo y facilita la tarea.

En su última reunión, el presidente del BCE señaló que, por lo que se refiere a las medidas de política monetaria no convencionales, **está previsto que las compras mensuales de activos continúen hasta el final de marzo de 2017, o hasta una fecha posterior si fuese necesario.**

La histórica decisión del Banco Central Europeo de incluir la compra de deuda corporativa en su programa de compra de activos ha servido para registrar récord de emisiones por valor de 9.900 millones de euros en el segundo trimestre y contribuirá, probablemente, a reactivar el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) de emisiones para Pymes por parte de unos inversores ávidos de rentabilidad.

El mejor acceso a la financiación y a un coste menor debería seguir impulsando la inversión empresarial. Todo ello con el permiso de la incertidumbre política. La demanda de crédito está cayendo y se ha paralizado alguna operación empresarial importante por la ausencia de gobierno, todo lo cual podría sentirse ya en una menor inversión en el cuarto trimestre. El contrapunto ha sido el **buen comportamiento de la mora bancaria**, que cerró el mes de julio en el 9,39%, más de cuatro puntos porcentuales por debajo de su máximo en diciembre de 2013. Según nuestras previsiones **podría situarse por debajo del 9% a finales de año**, lo que, sin duda, también será un factor favorecedor de la oferta de crédito.

A diferencia de Estados Unidos y la zona euro, en España la inversión empresarial crece con fuerza. Pero la productividad está prácticamente estancada. La economía española sufrió un mayor ajuste salarial desde el inicio de la crisis, lo que permite que aumentos en la remuneración por asalariado del 0,8% en el segundo trimestre sean asumibles por parte de unas empresas sin aumentos proporcionales de productividad ya que los márgenes empresariales han sido más holgados en los últimos trimestres. La inversión crece, además, por el simple hecho de que la intensidad de la caída fue mayor en España que en otros países, debido a la restricción de crédito.

El problema de la economía española sigue siendo, por tanto, la baja productividad y los bajos salarios, pues hace más difícil reducir el déficit y la deuda pública. El riesgo es financiero, por la elevada deuda externa de España. ¿Qué pasará cuando el Banco Central Europeo deje de comprar deuda pública española, previsiblemente a finales de 2017?

El riesgo se sitúa así más en 2018. El año 2017 debería consolidar una desaceleración que podría empezar a notarse en la segunda parte de este año. No obstante, la fortaleza de la inversión y de las exportaciones, así como el buen tono del consumo privado, consolidan la inercia de crecimiento de la economía española que, pese a ralentizar su crecimiento en 2017, podría alcanzar tasas de crecimiento en el entorno del 2,6%, como explicamos en la última parte del informe.

Escenario global.

Allegro ma non troppo

La economía mundial sigue creciendo, pero como se diría en términos musicales no demasiado. El comercio mundial emite señales de debilidad, especialmente en Asia.

China parece haber encontrado un suelo a la caída de su tasa de crecimiento, pero no acaba de remontar. El crecimiento de la productividad por ocupado ha pasado de tasas de dos dígitos antes de la crisis al 4% de promedio desde 2012. La población ha dejado de crecer.

No obstante siguen teniendo 700 millones de personas viviendo en el campo con margen de migrar a las ciudades y aumentar la población activa. El modelo hasta 2008 era absorber ese contingente vía sector industrial. La mayor parte de las exportaciones son de electrónica y con menor demanda de empleos no cualificados. Ahora tendrán que llegar al sector servicios en las ciudades pero en empresas más pequeñas, lo cual hace el modelo más desordenado. Las previsiones mantienen un crecimiento en 2016 próximo al 6,5%.

India mantiene un mayor crecimiento y su población sigue creciendo, ya supera los 1.200 millones de habitantes. Su sector industrial también se ha resentido del frenazo del comercio mundial, aunque se benefician de la caída de los precios del petróleo que ha reducido su déficit exterior a dos terceras partes del que soportaban hasta 2014.

Japón ha visto como el yen se volvía a apreciar esta semana hasta 101 contra el dólar y acumula una apreciación del 15% en 2016. Con comercio internacional débil y yen sobrevalorado el PIB se resiente. En julio las exportaciones se desplomaron un 14% anual y esta semana conoceremos las exportaciones de agosto.

La tasa de paro japonesa ya está próxima al pleno empleo y el empleo crece a una tasa cercana al 1,5%. Pero la tasa de actividad ha bajado mucho desde 2007 y hay desanimados que se pueden incorporar al mercado de trabajo evitando tensiones en los salarios que amenacen la estabilidad de precios. La productividad por hora trabajada se ha estancado desde 2014 pero los costes salariales unitarios crecen próximos al 1,5% similar al PCE (Índice de precios del gasto en consumo personal) subyacente indicador que la Fed usa como referente de su objetivo de estabilidad de precios.

Precisamente, en EEUU, el objetivo de la Fed es mantener el PCE subyacente próximo al 2%. Por lo tanto, se encuentra dentro de la zona de confort para mantener una política monetaria expansiva y retirar los estímulos gradualmente. La siguiente reunión es el 2 de noviembre, seis días antes de las elecciones presidenciales, lo que hace poco previsible que la autoridad monetaria decida subir tipos. El 14 de diciembre tendrá lugar el último encuentro del año y es entonces cuando se espera que el banco central reanude sus subidas graduales.

En la eurozona conocimos datos de empleo del segundo trimestre de 2016 que mantuvo un crecimiento del 0,4%. Por lo tanto, la productividad también está estancada como en EEUU. La mayoría de países tienen la productividad estancada y destaca el caso de Italia donde sigue cayendo cada trimestre. Italia además de débil demanda tiene un problema de competitividad y, lejos de mejorar, sigue deteriorándose. Portugal también empeora su productividad lo cual es más grave ya que es muy inferior a la de Italia.

En la eurozona los salarios también crecen próximos a la inflación subyacente, pero al 1%, más alejados del objetivo de estabilidad de precios del BCE del 2%. Por lo tanto, los márgenes empresariales también están estancados. El hecho diferencial del estancamiento secular de Europa es que la tasa de paro está próxima al 10%, el doble que en EEUU, y el paro juvenil ronda el 20%. En Europa es más necesario un plan de inversión pública, sobre todo teniendo en cuenta que el comercio mundial está casi paralizado limitando el crecimiento del PIB y el empleo vía exportaciones.

El temor a una crisis financiera y una recesión en Reino Unido tras el Brexit se ha reducido significativamente. La libra se depreció con fuerza, pero la contundente actuación del banco de Inglaterra apoyada por préstamos en dólares y euros de la Fed y el BCE frenó el contagio y redujo incluso las rentabilidades de la deuda pública y las primas de riesgo. No obstante, la negociación será muy complicada y los costes a largo plazo para Reino Unido aún están por determinar.

Perspectivas de crecimiento de la economía española.

La fase expansiva de la economía española que se inició en el tercer trimestre de 2013 se prolongó en el segundo trimestre de 2016 y continuará a buen ritmo en los próximos meses.

Los datos de la contabilidad trimestral nacional del primer trimestre confirmaron el avance robusto de la actividad económica, observando un crecimiento idéntico al del primer trimestre, del 0,8% intertrimestral (3,2% interanual). El crecimiento fue mucho más equilibrado que en trimestres anteriores siendo la aportación tanto de la demanda interna como de la demanda externa positivas, algo que no sucedía desde el cuarto trimestre de 2014. Al fuerte crecimiento de la demanda interna, que aportó 3 puntos porcentuales al crecimiento anual del PIB, se le suma en el segundo trimestre el dinamismo de la demanda externa, con una aportación de 0,2 puntos porcentuales, gracias al buen comportamiento de las exportaciones.

Según nuestras previsiones, la economía española crecerá un 3,2% en 2016, igualando el buen registro de 2015, un comportamiento propio de una fase consolidada del ciclo, si bien esperamos una paulatina desaceleración durante el segundo semestre, fundamentalmente debido a la desaparición gradual de algunos vientos de cola, como la caída del precio del petróleo, que parece haberse estabilizado ligeramente por debajo de los 50\$ y el impacto de una política fiscal más restrictiva. En cualquier caso, las perspectivas a medio plazo siguen siendo favorables y, para 2017, es muy probable que el avance de la actividad económica se sitúe alrededor del 2,6%.

La demanda interna se consolida como el principal impulsor del crecimiento gracias, por un lado, al fuerte repunte de la formación bruta de capital fijo (+1,3%) impulsado por el componente bienes de equipo, que creció un 2,2%, cerca del triple de la subida marcada en el primer trimestre y, por otro, al avance del consumo privado, que en el segundo trimestre se situó en el 0,7% en términos intertrimestrales. La mejora del mercado de trabajo y de las condiciones financieras sigue favoreciendo la situación de los hogares, lo que, a su vez, permite que el buen ritmo de crecimiento del consumo se mantenga y que prosiga el proceso de despalancamiento de los hogares.

En relación a la inversión en construcción, la rama residencial continua activa, creciendo un 2,1% interanual (aunque cae en tasa intertrimestral un 0,1%) y la inversión en ingeniería civil cayó un 24,6% interanual hasta julio, siendo el recorte de inversión aprobado por el Ministerio de Fomento del 31%.

El mercado inmobiliario, por su parte, sigue activo, si bien en julio las compraventas de viviendas se desaceleraron y el precio de la vivienda libre atenuó el ritmo de aumento en el segundo trimestre según el INE. Los datos del Consejo General del Notariado registraron una caída interanual del 2,4% en julio, debiendo esperar nuevos datos para confirmar un cambio de tendencia.

El consumo público registró una abrupta caída intertrimestral del 1,6%. No se observaba una reducción del gasto tan fuerte desde el primer trimestre de 2012, si bien, en términos nominales, tiene lugar un aumento del 0,4%, resultado en parte del pago de la paga extra de 2012 a los funcionarios. Si el componente público había favorecido el crecimiento de la economía española en los últimos trimestres, ahora el buen registro de crecimiento del PIB, además de en el consumo privado y en la inversión, hay que buscarlo en el excelente dato observado en las exportaciones, tanto de bienes como de servicios.

En efecto, el comportamiento de las exportaciones españolas ha sido excelente en el segundo trimestre de 2016 al crecer un 4,8% las exportaciones de bienes y un 3,3% las de servicios en tasa intertrimestral, sobre todo ante el estancamiento que está sufriendo el comercio internacional. Dicho crecimiento no es homogéneo pues mientras que las ventas fuera de la Unión Europea, según datos de la Agencia Tributaria, caen un 1% interanual hasta julio, las ventas a países socios de la Unión crecen un 3,2%

La balanza por cuenta corriente acumuló un superávit de 6.333 millones de euros, notablemente superior al alcanzado en el primer semestre de 2015 (958 millones de euros). Ello ha sido posible gracias al aumento del superávit de bienes y servicios y a la moderación del déficit de rentas primarias y secundarias. Finalmente, el superávit de capital se redujo un 41,8%.

En el tercer trimestre, indicadores adelantados tales como las ventas exteriores de las *Grandes Empresas** para julio muestran un avance inferior al de junio, fundamentalmente por la desaceleración de las ventas interiores, aunque también por el descenso de las exportaciones.

En clave positiva hay que señalar el buen comportamiento, de nuevo, de las **ventas de las grandes empresas** desestacionalizadas, deflactadas y corregidas de calendario de **bienes de equipo**, que crecieron a un fuerte ritmo en julio. Lo mismo que le sucedió a los servicios de consumo. Bienes de consumo y bienes y servicios intermedios se desaceleran en julio, y construcción y promoción intensifican su caída sobre el descenso observado en el segundo trimestre.

Por lo que se refiere al empleo, su buen ritmo de creación se mantuvo en el segundo trimestre y evidenció una vitalidad empresarial que lleva trimestres evolucionando favorablemente. Según los datos de contabilidad nacional, el crecimiento del empleo equivalente a tiempo completo fue del 0,6% intertrimestral en el segundo trimestre, lo que sitúa el avance interanual en el 2,9%.

Los principales indicadores parecen señalar que la actividad económica seguirá fuerte en el tercer trimestre y que España se mantendrá como líder del crecimiento en la zona euro, apuntando a una expansión intertrimestral del PIB de alrededor del 0,7%. El índice PMI compuesto de actividad global para España se situó en agosto en el nivel de 54,8 puntos, casi dos puntos superior al registrado en la zona euro y 1,1 puntos por encima del mes previo.

El índice PMI de actividad en los servicios alcanzó en agosto el nivel de 56 puntos, casi dos puntos superior al del mes anterior (54,1), lo que muestra una intensificación en el ritmo de crecimiento de la actividad en el sector, ampliándose el diferencial favorable a España respecto a la zona euro hasta los 3,2 puntos. La mejora se explica, principalmente, por el fuerte aumento de los nuevos pedidos, correspondiendo el resultado más positivo al sector de hoteles y restaurantes, especialmente por el sector turístico.

Entre los indicadores vinculados con el consumo privado, cabe destacar el aumento en el bimestre julio-agosto de las matriculaciones de automóviles, según ANFAC, del 8%, insistiendo en el hecho de que en el segundo trimestre estas crecían el doble (17,2%) en términos interanuales. Por lo que se refiere al índice general de ventas de comercio al por menor, corregido de calendario y deflactado, mantuvo en julio un crecimiento elevado del 5,1% interanual, si bien inferior al del mes precedente (5,7%), observándose un ritmo mucho más dinámico en el grupo no alimenticio que en el alimenticio (7% frente a 0,6%).

Desde el punto de vista de indicadores más cualitativos, la confianza del consumidor mejoró en agosto respecto a julio, medida ésta tanto por la Comisión Europea como por el Instituto de Crédito Oficial (ICO).

Los indicadores más recientes de inversión en equipo, por su parte, apuntan a que se prolongará el buen dato del segundo trimestre en el tercero. Así, el indicador cualitativo de clima de bienes de inversión anotó en el periodo julio-agosto un saldo muy positivo, superior en casi tres puntos al del segundo trimestre; el grado de utilización de la capacidad productiva de bienes de inversión se amplió casi tres puntos y medio, hasta situarse en el tercer trimestre en el 83,6%; las ventas de las grandes empresas de bienes de equipo y software se aceleraron en julio, experimentando un avance interanual del 3%, casi el doble que el observado en junio.

La inflación, por su parte, se mantiene en terreno negativo en agosto (-0,1%), pero se sitúa cinco décimas por encima de la registrada en julio (-0,6%). La caída acumulada en los primeros ocho meses del año es del 0,5%. La economía española lleva 36 meses sin superar una tasa interanual de inflación del 0,5%.

En 2016, nuestro escenario central prevé que la demanda doméstica continúe expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado del 3%, y que la demanda externa tenga una aportación ligeramente positiva, que estimamos será del 0,2%.

*** Grandes Empresas (GGEE)**

De acuerdo al criterio de la A.E.A.T. son Grandes Empresas (GGEE) las personas físicas o jurídicas cuyo volumen de operaciones haya excedido la cifra de 6,01 millones de euros durante el año natural inmediatamente anterior. La determinación del volumen de operaciones se hace de acuerdo al artículo 121 de la Ley 37/1992 del IVA.

La inercia del consumo privado es todavía fuerte, por lo que seguirá siendo motor de crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2016. El aún fuerte ritmo de creación de empleo, la caída de precios y las facilidades de crédito facilitan el consumo por parte de las familias. El consumo también mantiene resistencia gracias a la caída del precio del petróleo, pero irá perdiendo fuerza a lo largo de 2016.

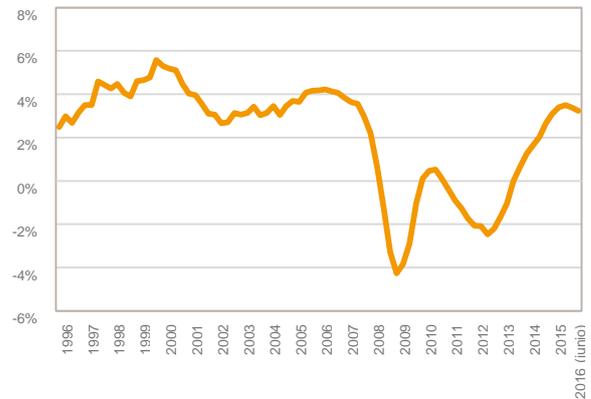
Por último, y en el ámbito público, la necesidad de endeudamiento del Estado aumenta en el primer semestre de 2016. La deuda de las Administraciones Públicas, según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), registró un aumento interanual del 4,7%, alcanzando la cifra de 1.107.287 millones de euros.

Demanda y producción

Según los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicados por el INE, el PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el segundo trimestre de 2016 un crecimiento intertrimestral del 0,8%, cinco décimas más que la eurozona y coincidente con el registrado en los tres trimestres previos, acumulando ya tres años consecutivos de tasas trimestrales positivas. En términos interanuales, el PIB creció un 3,2%, dos décimas menos que en el primer trimestre de 2016. Se trata de la continuación de la consolidación del proceso de recuperación de la economía española, que cerró 2015 con un crecimiento anual del 3,2%, más del doble del registrado en 2014 (1,4%) y el más elevado desde 2007. En términos nominales, el PIB creció un 3,7% en el segundo trimestre, una tasa superior en tres décimas a la del trimestre precedente, debido a la aceleración del deflactor del PIB, que creció un 0,5%, frente a la variación nula del primer trimestre.

No obstante, nuestras previsiones apuntan hacia una ralentización progresiva del crecimiento del PIB, hasta el 2,6% en 2017, si bien prevemos que dicha ralentización no afecte en 2016, manteniendo una estimación de crecimiento del PIB del 3,2%, igual al crecimiento observado en 2015. Este perfil de desaceleración se explica a partir de la pérdida de fuerza de algunos factores que habrían impulsado la actividad de manera transitoria, como la bajada del precio del petróleo, la depreciación del euro o algunos estímulos presupuestarios. El menor impulso de estos factores debería compensarse, parcialmente y en el medio plazo, con la mejora paulatina de los mercados de exportación, tal y como sucedió en el segundo trimestre de 2016.

Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)

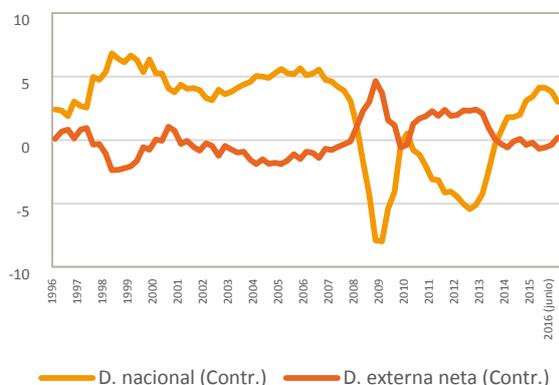


Fuente: CNTR.

Por componentes, el crecimiento económico se apoya en la demanda nacional, cuya contribución al avance interanual del PIB fue de 3 puntos porcentuales, ocho décimas inferior a la del trimestre previo. Pero también, a diferencia de trimestres anteriores, sosteniéndose en la demanda externa, que pasa de detraer 0,4 puntos al crecimiento en el primer trimestre a aportar 0,2 puntos al mismo. Se trata de una composición del crecimiento más equilibrada, destacando por un lado, el mantenimiento de tasas elevadas del consumo privado y de la inversión empresarial y, por otro, el impulso de las exportaciones de bienes y servicios.

La creación de empleo siguió firme en el segundo trimestre, si bien las estadísticas muestran cierta desaceleración, más pronunciada en el caso de la Encuesta de Población Activa (EPA) que en las afiliaciones de la Seguridad Social, registrando ambas crecimientos interanuales ligeramente por debajo del 3%. En el tercer trimestre, sin embargo, con datos de julio y agosto, se observa un aumento del ritmo de creación de empleo, según las cifras de afiliaciones publicadas.

Gráfico 2. Demanda nacional y externa (Contribución al crecimiento en porcentaje)



Fuente: INE.

Agregados de demanda nacional

Al crecimiento de la demanda nacional han contribuido sus principales componentes. Destaca el favorable comportamiento del consumo privado, animado por la fuerte creación de empleo. El gasto real en consumo final de los hogares creció en el segundo trimestre de 2016 el 3,6% interanual, una décima menos que en el trimestre anterior. **En términos intertrimestrales, el avance del consumo privado** (consumo de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) **se situó en el 0,7%, dos décimas inferior al del trimestre previo.**

La favorable evolución del consumo privado se explica a partir de la fuerte creación de empleo, la moderación de precios y la mejora en el acceso y las condiciones de la financiación.

Los indicadores coyunturales más recientes, tanto cualitativos como cuantitativos, señalan que la senda expansiva de crecimiento del consumo privado se mantiene en el tercer trimestre de 2016, si bien a tasas más moderadas.

Muy destacable es también el comportamiento del gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen y en términos interanuales, al desacelerarse más de dos puntos en el segundo trimestre de 2016, hasta el 0,1%, mientras que en términos intertrimestrales la caída fue aún más fuerte, de dos puntos y tres décimas, hasta el -1,6%.

La inversión en capital fijo, por su parte, observó un ritmo de avance interanual del 4,5% en el primer semestre de 2016, gracias al fuerte dinamismo de la inversión en equipo (8,5%) y al crecimiento de la inversión en construcción como en productos de la propiedad intelectual, con sendos crecimientos interanuales del 2,6% y del 2%. En el segundo trimestre, la inversión creció un 1,3% en tasa intermensual, un punto superior al del trimestre previo, prolongando la fuerte senda expansiva iniciada a mediados de 2013, si bien el incremento interanual del 7,8% siendo elevado fue inferior en un punto y medio al del primer trimestre. Dicha ralentización obedece a la **pérdida de dinamismo de la inversión en material de transporte** parcialmente compensada por la ligera aceleración de la inversión en otra maquinaria.

La inversión en construcción frenó el ritmo de avance entre abril y junio, situándose en su tasa interanual en el 2,1%, un punto por debajo de la del primer trimestre. Ello es debido al menor aumento de sus dos componentes, tanto el segmento residencial como el de otras construcciones. En particular, la inversión en vivienda registró una tasa intertrimestral ligeramente negativa en el segundo trimestre del -0,1%, después de dos años de avances ininterrumpidos.

Si bien el precio promedio por m² de las viviendas vendidas en julio se contrajo un 3,6% en tasa interanual y la compraventa de vivienda cayó un 7,9% según el Consejo General del Notariado, otros indicadores coyunturales relativos a la inversión residencial se mostraron más dinámicos. Así, **tanto el número de compraventas de viviendas como el número de hipotecas constituidas para adquisición de viviendas crecieron en el segundo trimestre en el entorno del 24%**, muy por encima de trimestres previos. Habrá que estar atentos, por tanto, al dato de agosto para poder concluir si el hecho de que el precio de la vivienda haya corregido en julio todo lo avanzado entre abril y junio es una corrección puntual o un cambio de tendencia en el mercado residencial. El segmento no residencial, por su parte, repuntó en tasa intertrimestral en el segundo trimestre, al pasar de una caída del -1,3% a un aumento del 1,7%.

Las condiciones continúan siendo muy favorables para las decisiones de inversión: un proceso de desapalancamiento más avanzado, el buen comportamiento de la demanda, los bajos tipos de interés y mejora de

la utilización de la capacidad productiva. Respecto a la financiación, según datos del Banco de España, el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a hogares, en términos acumulados de los últimos doce meses, aumentó en julio un 18,2% interanual. A pesar del fuerte crecimiento, ello supone una desaceleración respecto al mes anterior, debido al menor avance de los créditos destinados a vivienda y a consumo y a la mayor caída de los créditos para otros fines. **El importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a Pymes (utilizando como proxy de estos créditos los inferiores a un millón de euros) aumentó en julio un 6% interanual** (en el acumulado de los doce últimos meses). Ahora bien, el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos superiores a un millón de euros se redujo un 21% interanual.

Demanda externa

En el segundo trimestre de 2016, según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el sector exterior aportó seis décimas a la variación intertrimestral del PIB, tras detraer dos décimas en el trimestre previo, como resultado de un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios (4,3%, en tasa intertrimestral) superior al de las importaciones (2,7%). En comparación con las principales economías de la UE, la tasa intertrimestral de las exportaciones reales españolas ha sido muy superior a las de Alemania, Francia y Reino Unido.

En términos interanuales, la demanda externa neta aportó dos décimas a la variación del PIB en el segundo trimestre de 2016, tras detraer cuatro décimas en el periodo previo, debido a que las exportaciones se aceleraron más que las importaciones.

Las exportaciones de bienes y servicios se aceleraron en el segundo trimestre de 2016, tras la ralentización observada en el primer trimestre, a pesar de que la evolución de la actividad en los principales socios comerciales y en las principales economías emergentes no muestra signos de recuperación clara y generalizada.

Tampoco ayudó la evolución de la competitividad-precio, dado que ésta empeoró un 0,8% interanual frente a países desarrollados y un 6,4% frente a los países BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). Tan sólo gana competitividad la economía superior al fortalecimiento del 1% del tipo de cambio efectivo nominal. **El crecimiento de las exportaciones reales hasta el 4,3% refleja la evolución**

expansiva de las exportaciones de bienes, tras los descensos de los dos trimestres anteriores (-0,2% y -1%) y la aceleración de 2,2 puntos, hasta el 3,3%, de las exportaciones de servicios.

El crecimiento interanual de las exportaciones de bienes en el segundo trimestre (5,3%) contrasta de manera notable con la atonía experimentada por el comercio mundial de bienes, que creció un 0,25% según el Central Planning Bureau de Países Bajos, habiéndose producido una ganancia de cuota de mercado real del 3,9%, hasta el 1,96%, en el primer semestre de 2016. **Destaca el crecimiento y la aportación de las exportaciones de automóviles, con un aumento del 19,7% interanual, tras el 4,7% del primer trimestre**, recuperando crecimientos de dos dígitos de los trimestres precedentes.

Por país o región de destino, en el segundo trimestre las exportaciones a la Unión Europea y a la zona euro, se incrementaron en volumen un 8,1% y un 7,7% interanual, respectivamente, destacando los crecimientos de las ventas a Alemania, Italia, Reino Unido y Benelux. Las exportaciones al resto del mundo se recuperaron, creciendo en términos reales un 5,2%, fundamentalmente por las contribuciones positivas de las ventas a China y norte de África y, de forma más moderada, a Estados Unidos, Rusia, Turquía y Japón.

El gasto de los hogares no residentes en el territorio económico, en volumen y según las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral, aumentó en el segundo trimestre de 2016 un 1,3% en tasa intertrimestral, frente a la caída del 0,7 del primer trimestre. **Para el tercer trimestre, los principales indicadores de turismo exterior, tales como las entradas de turistas y pernoctaciones de extranjeros en hoteles nacionales ofrecen señales favorables**, al crecer en julio por encima del 8%.

También las exportaciones reales de servicios no turísticos crecieron un 4,5% intertrimestral, sobre el aumento del 2,3% registrado en el primer trimestre. En términos interanuales el avance fue del 13,9%, cifra que muestra la intensidad del incremento, apoyado sobre todo en las exportaciones de servicios empresariales, telecomunicaciones, informática e información y transporte.

Las importaciones de bienes registraron un crecimiento del 2,9% en el segundo trimestre, tras haber experimentado un ligero descenso en el primer trimestre. El gasto real de los hogares

residentes en el exterior, según cifras de CNTR, creció un 0,8%, tras el 12,9% observado en el primer trimestre, tasas que incluyen, al menos en parte, el efecto Semana Santa.

El superávit de balanza de bienes y servicios según datos de la CNTR, se situó en el segundo trimestre de 2016 en el 4% del PIB, 1,4 puntos superior al de un año antes. Ello fue posible gracias a ser menor en un punto el déficit de bienes (-0,9% del PIB) al de 2015 y ser cuatro décimas superior el superávit de servicios (4,9% del PIB).

Actividad productiva

Desde el lado de la oferta, todos los grandes sectores de actividad contribuyeron al crecimiento en el segundo trimestre, especialmente el sector servicios, cuyo valor añadido real creció un 3,6% interanual. En tasa intertrimestral, el VAB del sector servicios y el de la industria se aceleraron dos y tres décimas, registrando ambos un avance del 1,1%. Mientras, el VAB de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca descendió el 0,9% y el VAB de construcción, el 0,7%.

La productividad aparente por ocupado, en términos de Contabilidad Nacional, creció el 0,2% en el primer semestre del año, resultado del aumento del 3,3% del PIB y de un incremento del 3,1% del empleo equivalente a tiempo completo.

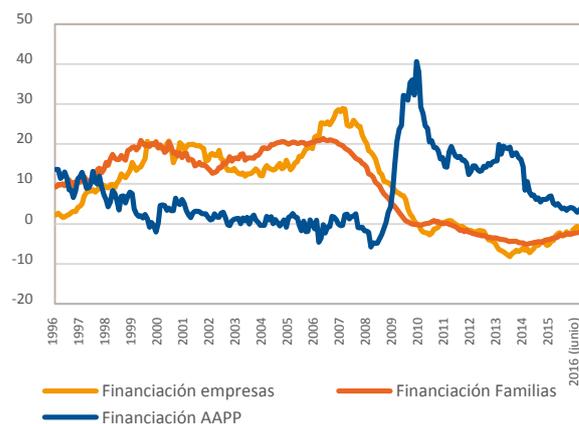
Los indicadores para la industria muestran signos claros de ralentización. El Índice de Producción Industrial, la entrada de pedidos en la industria y PMI de manufacturas, todos, parecen indicar una ralentización en el crecimiento de la industria.

En contraste, **el sector servicios se posiciona como el que más ha contribuido al crecimiento de la economía.** Indicadores adelantados tales como la confianza del comercio minorista, el PMI de servicios o los indicadores relacionados con el turismo **vislumbran un buen tercer trimestre.**

En julio, llegaron a España más de nueve millones y medio de turistas, cifra récord y superior un 9,3% a la de un año antes. En el mismo mes, el ritmo de crecimiento del tráfico aéreo de pasajeros subió un 11,1% y las pernoctaciones en hoteles, campings y casas rurales un 7,3%, 9% y 15% interanual, respectivamente.

En relación a la financiación a la actividad productiva, el gráfico 3 muestra la evolución de la tasa de variación de la financiación para los distintos agentes productivos. **El crédito a empresas y familias ralentiza su ritmo de caída en el primer semestre, lo cual favorece la actividad productiva, pero sigue disminuyendo en términos interanuales.**

Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual



Fuente: Banco de España.

Si observamos el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a hogares, los datos del Banco de España para los doce últimos meses y en términos acumulados de julio muestran un aumento del 18,2% interanual, 6,4 puntos menos que en el mes anterior. Dicha desaceleración se explica por el menor avance de los créditos destinados a vivienda y a consumo (27,4% y 27,1% interanual). Especialmente significativa es la desaceleración del crédito destinado a vivienda de casi 11 puntos porcentuales. El importe de las nuevas operaciones destinado a Pymes (utilizando como proxy de estos créditos los inferiores a un millón de euros) aumentó, en el acumulado de los doce últimos meses hasta julio un 6% interanual, lo que supone una ligera desaceleración tras crecer en junio un 8,8%.

Destacable, indudablemente, es también la caída de las nuevas operaciones de préstamo superiores a un millón de euros (operaciones de las grandes empresas) en un 21% interanual. No obstante, conviene tener en cuenta que ello ha coincidido con un trimestre récord de emisiones de bonos corporativos por parte de las grandes empresas en España (9.912 millones de euros, según datos de Dealogic, un aumento del 53% interanual), tras el anuncio del Banco Central Europeo de incluir la deuda corporativa en su programa de compra de activos.

Precios

Los precios de consumo, que moderaron en julio el ritmo de caída principalmente por los precios de la alimentación no elaborada, siguieron moderando el ritmo de caída interanual en agosto, hasta prácticamente anularse (-0,1%). Ello supone una caída de cinco décimas sobre el mes anterior. La variación mensual del índice general es del 0,1%.

La moderación en la caída del IPC se debe, principalmente, al menor descenso de los precios de los productos energéticos, si bien la aceleración de los precios de los servicios así como de los bienes industriales no energéticos también ha contribuido positivamente a elevar los precios.

La tasa anual de la inflación subyacente, que no incluye ni los productos energéticos ni los alimenticios sin elaborar, aumenta dos décimas, hasta el 0,9%, con lo que se sitúa un punto por encima de la del IPC general.

La inflación armonizada aumentó cuatro décimas en agosto respecto a la de julio, hasta el -0,3%. Según el Índice Armonizado de Precios de Consumo de la Unión Monetaria, la tasa de inflación de la zona euro se mantuvo en agosto en el 0,2%. Así, el diferencial de inflación favorable a España frente a la zona euro se situaría en agosto en 0,5 puntos porcentuales, frente a los 0,9 puntos porcentuales de julio.

Mercado laboral

Las estadísticas del mercado laboral recogen en el segundo trimestre de 2016 una **desaceleración del empleo**, más intensa en el caso de la Encuesta de Población Activa (EPA) que en las afiliaciones a la Seguridad Social. Ambas muestran crecimiento interanuales ligeramente por debajo del 3%. En el tercer trimestre, sin embargo, se observa un aumento del ritmo de creación de empleo atendiendo a la estadística de afiliaciones.

La favorable evolución del consumo privado se explica a partir de la creación de empleo, la moderación de precios y la mejora en el acceso y las condiciones de financiación

El empleo aumentó en 271.400 personas (411.700 en el mismo periodo del año anterior) en el segundo trimestre de 2016, según la EPA, alcanzando el total de ocupados los 18,3 millones. La ocupación se desaceleró medio punto en términos intertrimestrales, registrando una tasa del 0,3%.

El empleo equivalente a tiempo completo, estimado por el INE en la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), aumentó en el segundo trimestre un 0,6% intertrimestral, con series desestacionalizadas y corregidas de calendario, tres décimas menos que en el trimestre previo.

Si analizamos la coyuntura del mercado laboral a partir de los datos de afiliaciones a la Seguridad Social procedentes del Ministerio de Empleo y Seguridad Social, observamos un incremento intertrimestral corregido de estacionalidad del 0,9% en el segundo trimestre de 2016, dos décimas superior al del primero.

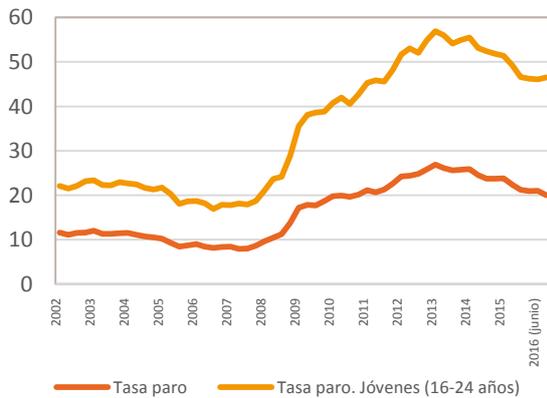
En cualquier caso, en términos interanuales, la ocupación recogida en la EPA se incrementó en 434.500 personas en el segundo trimestre, lo que supone una tasa de variación del 2,4%, nueve décimas inferior a la del primer trimestre, dejando el incremento interanual en el 2,9%, un incremento idéntico al del empleo equivalente a tiempo completo recogido por la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el segundo trimestre, que deja el **aumento del empleo en el primer semestre de 2016 en el 3,1%**.

La ralentización en el crecimiento del empleo en el segundo trimestre afectó a los principales sectores, tanto al empleo público como al privado, excepto a la construcción, según las cifras de la EPA. **Es reseñable destacar el aumento del empleo a tiempo completo en el segundo trimestre, y no a tiempo parcial, como venía siendo habitual.** Ello implica que, por una parte, los nuevos contratos traen consigo un número considerable de horas trabajadas y, por tanto, mayores retribuciones para los nuevos empleados y, por otra, refleja que la demanda de empleo exhibe fortaleza al requerir jornadas completas y no parciales.

Menos positivo es el hecho de que la mejora del empleo, esto es, **el aumento de ocupados observados en el último año proviene únicamente del sector servicios, no terminando de remontar ni en la industria ni en la construcción, que siguen destruyendo empleo neto.**

Atendiendo a la edad, el segmento que más ha contribuido a la reducción de la tasa de paro en el último año ha sido el comprendido entre 16 y 19 años, colectivo en el que la tasa de desempleo descendió casi seis puntos porcentuales respecto a la de un año antes, hasta el 63,5%. La tasa de paro juvenil (16 – 24 años) se situó en el 46,5% en el segundo trimestre, inferior en casi tres puntos porcentuales a la del mismo periodo del año anterior (49,2%).

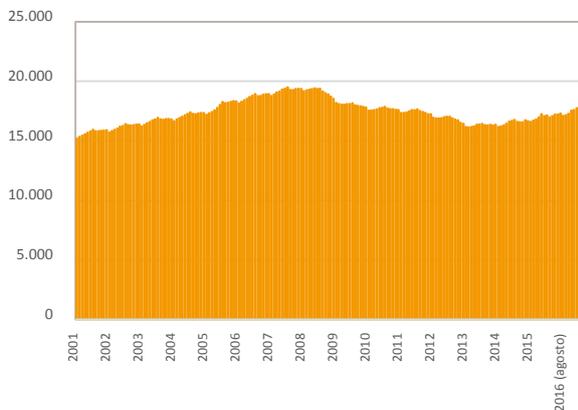
Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa



Fuente: INE.

Según la información más reciente del mercado de trabajo, las afiliaciones a la Seguridad Social, en el bimestre julio-agosto, se volvieron a acelerar, creciendo a un ritmo del 3% interanual, tres décimas por encima de la cifra del segundo trimestre. Ello se explica por la aceleración del empleo en todas las ramas de actividad, si bien destacan los servicios, donde la afiliación creció un 3,3% interanual en el periodo julio-agosto.

Gráfico 5. Afiliados Seguridad Social (media mensual). Miles



Fuente: Seguridad Social.

Continúa la moderación en el crecimiento de los salarios y de los costes laborales unitarios. La remuneración por asalariado aumentó un 0,8% interanual en el segundo trimestre del año, lo que con un incremento de la productividad del 0,4% elevó los Costes Laborales Unitarios (CLU) un 0,4% frente al retroceso del 0,2% del primer trimestre. Por sectores, el incremento de los CLU nominales se deriva principalmente del sector servicios, donde crecieron un 0,8% interanual, tras permanecer estables en el primer trimestre. Los CLU de la construcción moderaron el ritmo de caída ocho décimas, hasta el -2,9%, los de industria se redujeron el 0,6%, y los de agricultura se desaceleraron hasta el 0,7%.

Balanza de pagos

En el primer semestre de 2016 la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 8.093 millones de euros (1,5% del PIB), frente a una capacidad de financiación de 3.982 millones (0,7% del PIB) en el mismo periodo del año anterior.

La balanza por cuenta corriente acumuló un superávit de 6.333 millones de euros, notablemente superior al alcanzado en el primer semestre de 2015 (958 millones de euros). Ello ha sido posible gracias al aumento del superávit de bienes y servicios y a la moderación del déficit de rentas primarias y secundarias. Finalmente, el superávit de capital se redujo un 41,8%.

Simultáneamente, la balanza financiera registró salidas netas de capital por valor de 192 millones de euros, frente a las salidas netas de 8.581 millones de un año antes, resultado de un aumento de la posición neta deudora del Banco de España, de 42.266 millones de euros.

La mejora del saldo comercial por la reducción del déficit energético permite que aumente el superávit de bienes y servicios en el primer semestre de 2016 hasta los 14.584 millones de euros, superior en un 33,8% al registrado en el mismo periodo del año anterior. En términos nominales, las exportaciones crecieron un 4% y las importaciones un 2% en tasa interanual. Según las cifras de Aduanas, en el primer semestre de 2016 el déficit comercial de bienes energéticos disminuyó un 33,1%, en línea con la evolución del precio importado que, medido en euros, se abarató un 25,8% en media en dicho periodo, mientras que el superávit de la balanza no energética disminuyó un 39,3%.

Tanto los ingresos como los pagos por turismo se aceleran. Así, la balanza de servicios turísticos acumuló en el primer semestre de 2016 un superávit de 14.838 millones de euros, superior en un 1,1% al del mismo periodo de 2015. **El excelente momento que atraviesa la industria turística en España queda reflejado en el aumento del 6,8% de los ingresos por turismo**, del 8,2% del gasto realizado por los turistas extranjeros y del 11,7% de la entrada de turistas en el primer semestre de 2016. No obstante, los pagos por turismo, indicador del buen estado de forma del consumo de las familias españolas y que recoge los viajes de los españoles al extranjero, crecieron un 19,8% en el primer semestre, tasa que supera en 2,6 puntos a la registrada en el primer semestre de 2015.

Finalmente, disminuye el déficit de rentas primarias y secundarias un 17% en la comparativa interanual, resultado del aumento de ingresos muy superior al de los pagos (6% frente a 0,4%), y se reduce el superávit de la balanza de capital.

En el primer semestre de 2016, la cuenta financiera, por su parte, registró salidas netas de capital por valor de 192 millones de euros, frente a unas salidas netas de 8.581 millones en 2015. Excluido el Banco de España, **hasta junio se registraron salidas netas de capital por valor de 42.458 millones de euros**, en un contexto de moderación de la inversión del exterior en España, de la inversión española en el exterior y de aumento de la posición deudora neta del Banco de España frente al Eurosistema.

Todo lo anterior permitió una mejora de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN), que redujo su saldo deudor en el primer trimestre de 2016, respecto al mismo periodo de 2015, en 35.449 millones, hasta alcanzar los 990.000 millones de euros. **La PIIN deudora representó el 90,8% del PIB en el primer trimestre de 2016, 6,9 puntos inferior a la de un año antes.** Por su parte, la deuda externa bruta ascendió en el primer trimestre a 1,839 billones de euros (168,7%), frente a los 1,824 billones del mismo periodo de 2015 (173,8%).

El Banco de España aumentó su saldo deudor en 34.609 millones en el primer trimestre de 2016 respecto a un año antes, hasta los 120.858 millones de euros, equivalentes al 11,1% del PIB. Este incremento responde a la ampliación de 40.624 millones de euros del saldo deudor del Banco de España frente al Eurosistema y, en menor medida, por la disminución de 1.918 millones de las reservas.

Sector público

El déficit consolidado de las Administraciones Públicas, sin las Corporaciones Locales, se situó en el 2,32% del PIB hasta mayo. El déficit del Estado, en términos de Contabilidad Nacional, se situó hasta julio en el 2,66% del PIB, superior en un 19,6% al déficit acumulado hasta julio de 2015, debido a un descenso interanual de los recursos financieros (-6,9%) superior al observado por los empleos no financieros (-1,6%).

La necesidad de endeudamiento del Estado aumenta en el primer semestre de 2016. La deuda de las Administraciones Públicas, según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), registró un aumento interanual del 4,7%, alcanzando la cifra de 1.107.287 millones de euros.

Por subsectores, la deuda PDE del Estado se situó en 938.971 millones de euros, registrando un aumento del 4,8% respecto a la del mismo periodo de 2015. Por su parte, la deuda PDE de las Comunidades Autónomas alcanzó los 273.843 millones de euros, un 9,6% superior a la registrada en el mismo mes de 2015. En relación con las Administraciones de la Seguridad Social, la deuda PDE se situó en 17.174 millones de euros, cifra ligeramente inferior a la registrada en junio de 2015. **La deuda de las Corporaciones Locales ascendió en junio a 35.269 millones de euros, inferior en un 6,5% a la de igual periodo en 2015.**

Escenario 2016-2017: crecimiento sostenido

Tras un año 2015 de fuerte crecimiento, las perspectivas para 2016 son también, en términos generales, muy favorables. **Con una estimación de crecimiento del PIB del 3,2%, la economía española volvería a crecer en 2016 ligeramente por encima de su media histórica, tal y como ocurrió en 2015, tras siete años de crisis y crecimientos por debajo de la media.**

La prolongación de la fase de expansión de la economía se apoyará, de nuevo, en la contribución positiva al crecimiento de la demanda interna (3%) apoyada, esta vez, por la contribución positiva también de la demanda externa (0,2%), resultado del buen comportamiento de las exportaciones, en un momento de estancamiento del comercio internacional

Esta desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB en 2016 vendría asociada a una moderación del avance de la demanda nacional, especialmente en la segunda mitad del año, cuando el consumo privado crezca con menos fuerza. El empleo conservaría un elevado dinamismo si bien crecería a un ritmo del 2,6% interanual, cuatro décimas inferior al de 2015.

La inversión en bienes de equipo, que sorprendió al alza en el segundo trimestre de 2015, y que moderó su crecimiento en la segunda mitad del año, **ha sorprendido al alza en el primer semestre de 2016, especialmente en el segundo trimestre**, no pudiéndose concluir, por tanto, que la ingobernabilidad vivida por el país haya tenido efectos importantes sobre la inversión de las empresas, aún.

Nuestras previsiones apuntan a un crecimiento anual para 2016 del 3,2%.

No debemos **olvidar la importancia de que las empresas inviertan**, pues si aumenta la producción y la instalación de bienes de equipo también aumentará el crecimiento económico presente y futuro, **pues se trata de un elemento clave del aumento de la capacidad productiva de un país y de su productividad así como una señal de que los empresarios auguran expectativas favorables sobre el futuro de la economía.** Los buenos datos de crecimiento de la inversión empresarial de la primera mitad del año, la intensa caída sufrida por este agregado macroeconómico en los últimos años y el fuerte ajuste salarial vivido por la economía española invitan a ser optimistas sobre el comportamiento de la inversión en la segunda mitad de 2016 y en 2017.

El consumo público y la construcción, que han crecido de manera notable en 2015 ralentizarán su crecimiento en 2016. El nuevo Gobierno tendrá, probablemente, que recortar tras la desviación de déficit, por lo que la construcción y el consumo público estarán más débiles, aunque los verdaderos efectos de los ajustes (que podrían alcanzar los 6.000 millones de euros) no se notarían realmente hasta 2017. El avance en construcción de viviendas tendrá un mejor comportamiento que la obra pública.

Respecto al sector inmobiliario, será oportuno observar si la mayor demanda inmobiliaria en 2015 y la mejora de las condiciones de financiación logran prolongar la recuperación de la inversión residencial observado en la primera mitad del año.

Las exportaciones seguirán mejorando por el crecimiento europeo y la depreciación de la moneda única con respecto al dólar de los dos últimos años, a lo que habría que añadir los diferenciales favorables de inflación de la economía española en comparación con sus principales competidores y el importante esfuerzo de ajuste salarial llevado a cabo por las empresas españolas.

No obstante, **el moderado crecimiento esperado de la zona euro y la ralentización del crecimiento en numerosas economías emergentes**, algunas incluso en profunda depresión como Brasil, **junto con la apreciación del euro con respecto a monedas de economías emergentes, en un difícil contexto de estancamiento del comercio internacional auguran crecimientos de las exportaciones similares a los de 2015, en torno al 5% interanual.**

En este marco se contempla un escenario de capacidad financiera de la economía española para 2016, con un superávit por cuenta corriente que podría alcanzar el 1,9% del PIB, superior al de 2015, favorecido por el viento de cola del menor coste de la energía así como por las laxas condiciones financieras en forma de menor déficit de rentas. La capacidad financiera se mantendría en 2017, si bien se reduciría hasta el 1,5% del PIB.

Por lo que respecta a los precios, se prevé que la inflación, medida a partir del IPC, empiece a registrar tasas ligeramente positivas en la segunda mitad de 2016. Este repunte de la inflación vendría motivado tanto por la gradual desaparición en las tasas interanuales de los efectos de las caídas pasadas del precio del petróleo como por la aceleración de los precios internos, como consecuencia de la disminución del exceso de capacidad instalada en la economía. En cualquier caso, dicha aceleración debería ser modesta en un contexto de avance muy moderado de los costes salariales. Un aterrizaje más brusco de lo esperado de las economías emergentes con posibles episodios de impago de la deuda podría impactar negativamente sobre los precios del petróleo, lo que introduciría elementos deflacionistas a nivel internacional, si bien un elemento moderador de dichos riesgos es la ampliación de las medidas de política monetaria adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE).

Una política monetaria que se mantendrá expansiva por un periodo prolongado de tiempo, probablemente aún más prolongado tras el Brexit, con tipos de interés históricamente bajos, que coadyuvarán a continuar el proceso de desapalancamiento en aquellas empresas y familias que así lo requieran.

La política fiscal, por su parte, se espera que continúe siendo contractiva, lo que exigirá de otros motores de crecimiento, tal y como ha sucedido en el segundo trimestre, con la aportación positiva al crecimiento no sólo de la demanda interna sino también del sector exterior.

La incapacidad para formar gobierno supone la obligación de prorrogar el presupuesto en 2017, lo que llevaría a incumplir el objetivo de déficit previsto para el año que viene (3,1% del PIB) y a la posibilidad de una sanción de 6.000 millones de euros. Si se prorroga el presupuesto, los gastos se congelarían, sin embargo los ingresos seguirían creciendo al ritmo que lo haga la economía y el empleo. De modo que, si la economía española cierra el déficit en 2016 alrededor del 4,5% del PIB (escenario alcanzable según la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal -AIReF-), en 2017, con presupuesto prorrogado, el déficit podría cerrar cerca del 3,8% y España incumpliría sus compromisos. No obstante, también conviene considerar la importancia de mantener un buen ritmo de crecimiento dado que, prorrogando la economía española el presupuesto los dos próximos años, España podría situar su déficit público ligeramente por debajo del 3% marcado como límite para aplicar el protocolo de déficit público excesivo, si su economía logra mantener un tasa de crecimiento cercana al 2,6% en 2017 y 2018.

Ahora bien, **sería un error asumir que la inestabilidad política es irrelevante hasta el punto de no tener ningún efecto.** La falta de gobierno acaba pasando factura, en primer lugar, ante la falta de estrategia como país. En segundo lugar, en forma de un deterioro creciente de las expectativas de los inversores nacionales y extranjeros. El viento de cola que ha favorecido el crecimiento económico no va a durar para siempre. No es necesario un shock externo de la magnitud del Brexit para desestabilizar una economía tan vulnerable financieramente como la española. Y el margen de apoyo del BCE comprando deuda, tanto pública como privada, también es limitado. En tercer lugar, España necesita un gobierno para trabajar con paso firme en un proyecto europeo cada vez más frágil a la vez que necesario.

La recuperación no está, por tanto, libre de riesgos. Los próximos meses vendrán condicionados, sin duda, por la negociación del nuevo marco de relación entre la Unión Europea y el Reino Unido, tras resultado del referéndum británico a favor de no permanecer dentro de la Unión. También en los próximos meses tendrán lugar elecciones en Estados Unidos y Alemania, cuyos resultados podrían tener efectos significativos sobre las expectativas de familias, empresas e inversores.

El crecimiento de la economía española en el segundo trimestre y los indicadores adelantados del tercero apuntan a que la economía crece a un ritmo anualizado ligeramente superior al 3%. Por lo tanto, **aunque la segunda mitad del año la economía se ralentice, el crecimiento del PIB podría alcanzar el 3,2%.**

La previsión para 2017 es menos optimista, pudiendo ralentizar la economía su crecimiento hasta el 2,6%, como consecuencia de cierta ralentización en el crecimiento del consumo privado y de la inversión en bienes de equipo (parcialmente compensado por la aceleración de la inversión en construcción) unido todo ello al fuerte ajuste que se impondrá sobre las cuentas públicas o, en el mejor de los casos, a un presupuesto prorrogado con el gasto público congelado para 2017. A ello habría que añadir, ahora, los posibles efectos de la incertidumbre y sobre el estado de salud de la UE tras la decisión británica de abandonar el club europeo, toda vez que los lazos comerciales y financieros entre los países miembros son muy elevados. Y todo ello en una economía mundial muy vulnerable financieramente por los elevados ratios de deuda pública y privada, caracterizada además por un intercambio comercial a la baja.

La economía española cuenta con unos fundamentos más sólidos que en años anteriores, con el PIB creciendo a un ritmo fuerte, impulsado tanto por el consumo como por la inversión y las exportaciones. Entre las razones de los buenos datos de inversión podríamos destacar la competitividad alcanzada tras el importante esfuerzo de ajuste realizado por las empresas en sus CLU (notablemente inferiores a la media de nuestros socios de la zona euro); la fuerte creación de empleo, la sostenibilidad de la mejora experimentada por la demanda interna que comenzó en 2014, impulsada también por la caída en los precios, y, finalmente, el cambio radical en la financiación disponible así como en las condiciones de financiación desde que el Banco Central Europeo decidió intervenir y frenar el arriesgado episodio de fragmentación financiera y restricción de crédito que vivía la eurozona.

Todo lo anterior se verá condicionado, sin duda, por el Brexit. A pesar de la relevancia directa de la economía británica para la economía española (quinto país inversor, cuarto socio comercial y principal emisor de turistas internacionales y elevadas inversiones de empresas españolas en el Reino Unido), el mayor canal de transmisión será indirecto, a través de la inestabilidad que pueda generar esta situación en las relaciones

comerciales y financieras entre el Reino Unido y toda la Unión Europea, dada la importancia del bloque europeo para las exportaciones españolas y la vulnerabilidad de la zona euro, al ser aún una unión monetaria incompleta y la existencia de partidos políticos en algunos países que también aspiran a convocar un referéndum sobre la permanencia en la UE. Se trata de un foco de incertidumbre política que puede hacer más difícil la protección de la estabilidad de la eurozona. Y que puede complicar la gestión de episodios de dificultades bancarias.

No contar con un gobierno de manera rápida prolonga el agotamiento en el proceso de aplicación de las imprescindibles reformas estructurales que necesita el país, lo que podría afectar negativamente las expectativas de crecimiento e incidir negativamente en las decisiones corrientes de consumo e inversión. La falta de gobierno también podría retrasar la necesidad de corregir eventuales desviaciones en la ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas, cuyo cumplimiento es esencial para preservar la confianza de los agentes y de nuestros socios europeos. **El mayor riesgo para la economía española sigue siendo la complacencia, pues los retos a largo plazo para la economía y la sociedad españolas siguen estando ahí.** Del mismo modo que son ineludibles políticas que impulsen el crecimiento de la productividad, teniendo muy presente que contar con empresas de mayor tamaño da acceso a mejores instrumentos y condiciones de financiación así como a los mercados exteriores y a reducciones de costes vía mejor aprovechamiento de las economías de escala. Finalmente, lograr tasas elevadas de crecimiento del PIB requiere de una mayor competencia en los mercados de bienes y servicios, del diseño de instituciones independientes e inclusivas y de la mejora del capital humano y el consenso en aspectos esenciales de la educación para afrontar con garantías la revolución educativa global.

La economía dispone una oportunidad única para afrontar reformas políticas y económicas inaplazables. El momento de hacerlo es ahora, cuando todos los vientos soplan a favor (bajo precio del crudo, economía más competitiva, compra de deuda por parte del BCE y óptimas condiciones financieras, saneamiento del sector financiero muy avanzado), lo que permite ganar el tiempo necesario y facilita la tarea.

Cuadro de previsiones anuales de la economía española.

Cuadro 1. PREVISIONES ANUALES

% variación media anual, salvo indicación en contrario

	2016	2017
PIB real	3,2	2,6
Consumo final hogares	3,3	2,1
Consumo final AA.PP.	0,3	-0,4
Formación Bruta de Capital Fijo	4,2	5,2
- Maquinaria, bienes de equipo y otros	7,4	5,2
- Construcción	2,8	6,4
Variación existencias (contribución al crecimiento del PIB en pp)	0,0	0,0
Demanda nacional	3,0	2,3
Exportaciones de bienes y servicios	5,3	4,1
Importaciones de bienes y servicios	4,8	3,2
IPC subyacente (media anual)	1,0	1,4
IPC (media anual)	-0,2	1,5
Costes laborales por asalariado (2)	0,4	0,8
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	2,6	2,0
Tasa de paro (EPA, % población activa)	20,1	18,4
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	1,9	1,5
Capacidad (+) o necesidad (-) financiación. AA.PP. excluyendo ayudas a entidades financieras (% PIB)	-4,5	-3,8
<p>(1) Incluye FBCF en material de transporte y en otra maquinaria y bienes de equipo. (2) Remuneración media por asalariado equivalente a tiempo completo. Comprende salarios brutos percibidos por los asalariados y cotizaciones a la Seguridad Social. (3) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. (4) Según estimaciones del Banco de España.</p>		

F ● **OCUS**

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }
conocer para decidir

902 10 10 33

www.axesor.es

bccomunicacion@axesor.es