



FOCUS

*Boletín Trimestral de
Coyuntura Económica*

Nº7/ Marzo / 2017

—

Índice

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	7
Trump: incertidumbre máxima.....	7
Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	8
Demanda y producción.....	10
Agregados de demanda nacional.....	11
Demanda externa.....	11
Actividad productiva.....	12
Precios.....	13
Mercado laboral.....	14
Balanza de pagos.....	15
Sector público.....	17
Escenario 2017-2018: crecimiento sostenido...	17
Cuadro de previsiones anuales de la economía española.....	22

BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA

Resumen ejecutivo

Los datos de contabilidad nacional confirmaron que **la economía española creció un 0,7% intertrimestral en el cuarto trimestre de 2016**, la misma tasa de variación observada en el tercer trimestre, acumulando así **trece trimestres de crecimiento sostenido**. Y ello ha tenido lugar gracias a la notable aportación de la demanda interna pero, también, de la demanda externa. Ello significa que la economía española mantiene un ritmo de crecimiento que dobla al de la zona euro. El PIB creció un 3% en tasa interanual en el cuarto trimestre de 2016.

Si debemos destacar el **dinamismo** de un indicador en el cuarto trimestre de 2016 ese es el **del consumo privado** (+0,8% intertrimestral y 3% interanual), que se ha beneficiado a lo largo de todo 2016 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. El consumo público, por su parte, cayó en el cuarto trimestre un 0,2% intertrimestral, cerrando el trimestre sin crecimiento interanual, si bien si se considera el promedio del año este agregado se incrementó un 0,8%.

La demanda de inversión, por su parte, ha ido ralentizando su crecimiento conforme avanzaba el año 2016, para cerrar con un crecimiento del 3,1% interanual, la mitad que en 2015, habiendo avanzado en el último trimestre un 2,6% y un 0,5%, en términos interanuales e intertrimestrales, respectivamente. Mientras que la inversión en construcción ha visto cómo de nuevo se impulsaba su demanda en el último trimestre, **la inversión en bienes de equipo sigue estancada por segundo trimestre consecutivo**.

En el cuarto trimestre de 2016, según las cifras de la contabilidad nacional trimestral, **el sector exterior aportó ocho décimas a la variación interanual del PIB**, lo que consolida una tendencia de aportación positiva del sector exterior a la economía que ya dura tres trimestres. La contribución de la demanda interna al crecimiento fue de 2,2 puntos porcentuales, la menor de los dos últimos años. Con ello se ha conseguido que **el crecimiento de la economía española tanto en el cuarto trimestre como en el conjunto de 2016 sea mucho más equilibrado, con ambos componentes de la demanda contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB**.

En línea con la evolución del PIB, **el número de ocupados, en términos de empleo equivalente a tiempo completo, creció un 2,7% interanual en el cuarto trimestre de 2016, siendo el balance medio anual de un crecimiento casi igual al de 2015 (2,9% frente a 3%)**.

Los precios, por su parte, volvieron a cerrar el año en negativo, con el promedio del índice de precios al consumo en el -0,2%. Si bien la tendencia cambió drásticamente en el último trimestre de 2016 tras la subida del precio del petróleo.

El euro débil, el elevado dinamismo exportador de la última parte del año y el fuerte crecimiento favorecido por un precio del petróleo bajo y por los reducidos tipos de interés permitieron **terminar 2016 con un superávit histórico en la balanza por cuenta corriente (2% PIB) y situar el déficit público, excluyendo ayudas a entidades financieras, en el 4,6% del PIB o ligeramente por debajo**.

En 2017 nuestro escenario central muestra que la demanda doméstica continúa expandiéndose, aunque a un ritmo ligeramente más moderado que en los trimestres anteriores, y que la demanda externa mantiene una aportación positiva al crecimiento del PIB, crecimiento que estimamos que será del 2,7%. A diferencia de los dos primeros años de la recuperación, el crecimiento en 2017 será, como ha sucedido en 2016, más equilibrado, con aportaciones positivas al crecimiento del PIB tanto desde la demanda interna como externa. **La mejora en nuestra estimación del crecimiento para 2017 reside en la notable mejora en el desempleo de la economía mundial y la aceleración del crecimiento de comercio mundial**, que se prevé que crezca al mismo ritmo que la actividad económica en 2017.

Indicadores adelantados del primer trimestre muestran signos de un gran dinamismo en el empleo y de vuelta al crecimiento de la inversión empresarial, como explicamos en el apartado *Perspectivas de crecimiento de la economía española*, pero deberán confirmarse. Ello es clave para continuar con el círculo virtuoso de exportación, inversión, creación de empleo y aumento del consumo privado en aras a impulsar mejoras de productividad y reducir endeudamiento externo.

El año 2017 se caracterizará por el retorno de la inflación a la economía española, más rápido de lo esperado si cabe. En efecto, la inflación subió al 3% interanual en febrero como consecuencia de la subida de los precios de la gasolina, de la luz y de los alimentos. La inflación subyacente, sin embargo, sigue estable en el 1%, también en febrero. Y es que, a pesar del crecimiento del consumo y del empleo, los precios y los salarios continúan mostrando señales de debilidad, como corresponde a una economía que todavía mantenía una tasa de desempleo del 18,6% en el cuarto trimestre del año.

En la zona euro los precios subieron hasta el 2%, situándose la inflación subyacente en el 0,9% en febrero, y existiendo diferencias que muestran la **mayor facilidad de subida del precio de los servicios frente a los precios industriales**, sometidos a la competencia internacional, y prácticamente estancados. Además, la devaluación de la divisa china añade presión a la baja a los precios internacionales industriales.

En cualquier caso, **la subida de precios en España parece más un aumento transitorio de los precios que afectará más en la primera mitad de 2017, venido a menos a partir del segundo semestre del año**, si bien con capacidad de situar la inflación media del año alrededor cerca del 2,5%, cabiendo una interpretación similar, en general, para la zona euro, a pesar de que **las tensiones inflacionistas deberían ser probablemente mayores en los países centrales del euro**, especialmente en Alemania, que cuenta con una tasa de paro alrededor del 5,9%. Conviene considerar también que, **aunque la tendencia general del desempleo es claramente positiva en la zona euro, con creación de empleo en máximos y tasas de paro en mínimos desde el inicio de la crisis, la holgura en los mercados de trabajo sigue siendo notable cuando se consideran medidas más amplias de la infrautilización del trabajo**.

Y es, precisamente por ello, por lo que el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado en su última reunión de política monetaria en marzo que continúa siendo necesario un **grado de acomodación monetaria significativo para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten y respalden la inflación general a medio plazo**. La percepción es, por tanto, que las presiones inflacionistas subyacentes se encuentran muy contenidas lo que permite explicar que se mantengan las condiciones de financiación tan favorables en aras a lograr su transmisión a las condiciones de financiación de hogares y empresas y estimulando así la demanda de crédito, insuficiente dadas las condiciones financieras actuales, para la recuperación firme de la economía de la zona euro, tal y como mostró recientemente la Encuesta del BCE de acceso de las pymes a la financiación. Con el fin de asegurar, por tanto, un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un tiempo prolongado, que superará ampliamente el horizonte de las compras netas de activos.

En relación a las políticas monetarias no convencionales, el BCE seguirá realizando compras en el marco del programa de compra de activos, aunque a partir de abril está previsto que esas compras pasen del ritmo actual de 80.000 millones de euros mensuales a ritmo de 60.000 millones euros mensuales, hasta el final de diciembre de 2017 o fecha posterior si fuese necesario.

Ahora bien, si las subidas de tipos de interés por parte del BCE parecen tener pocas probabilidades de producirse hoy, a diferencia del comportamiento llevado a cabo por la Reserva Federal recientemente, las **mayores tensiones inflacionistas globales existentes** y las expectativas de que los precios puedan subir aún más, especialmente en la economía de Estados Unidos, sí que **llevan tiempo afectando a los tipos de interés a más largo plazo de economías avanzadas y emergentes**. Así, en el caso español, el tipo de interés del bono a 10 años, que partía de alrededor del 0,8% antes de las elecciones norteamericanas, se situaba a mitad de marzo de 2017 (cuatro meses y medio después) casi un punto por encima.

En efecto, **la Reserva Federal continuó con sus subidas de tipos y los situó entre 0,75% y 1%**. La tasa de paro en EE UU está estable próxima a 4,5% ya que el empleo crece con la misma intensidad que la población activa. Los salarios están estables y la inflación subyacente está próxima al 2% del objetivo. Por lo tanto, continuarán con su proceso de normalización gradual. Los tipos de la deuda pública de EE UU a 10 años se han estabilizado próximos al 2,5%. En Europa los tipos a largo plazo han repuntado, especialmente en países periféricos. El bono italiano sigue cotizando con una prima 50 puntos básicos superior al español. El bono alemán también ha repuntado pero menos aunque al disminuir el diferencial de tipos el euro contra el dólar se ha estabilizado próximo a 1,07.

La subida de los precios de principios de año, aunque apenas está afectando a la inflación subyacente, y es poco probable que lo haga a lo largo del año ya que los salarios están prácticamente estancados y la mayoría de empresas no pueden subir los precios, significa que **el repunte del precio del petróleo se traducirá en ingresos que se irán fuera de España, teniendo un impacto negativo sobre el consumo y la inversión, que ralentizarán su crecimiento a lo largo de 2017**.

De igual modo, **la mayor inflación general tendría un impacto sobre la competitividad si se pudiese en marcha un proceso generalizado de transmisión de las subidas de precios a salarios**, de modo que los efectos de “segunda ronda” tuviesen presencia en la economía española, algo que no tiene visos de suceder. Además, **no todo aumento de inflación supone una pérdida de competitividad**, toda vez que ésta se mide mejor con otros indicadores de precios de los bienes, tales como el deflactor del PIB o de los precios de los bienes que exportamos. Y, por último, la competitividad de la economía española no tiene por qué verse afectada por los recientes aumentos de precios de la inflación general si se trata de un aumento de inflación más bien transitorio y en gran parte debido a una elevación puntual de los precios del petróleo.

Ahora bien, la ralentización del crecimiento del consumo y de la inversión fruto de la subida de los precios podría verse compensada, en parte, por **el avance del crédito**. El crédito a empresas y familias ralentizó su ritmo de caída en 2016, y más aún en el cuarto trimestre, donde cae un exiguo -0,13% intertrimestral, lo cual favorece la actividad productiva, pero sigue disminuyendo en términos interanuales, si bien **el stock de la financiación a empresas muestra crecimientos intertrimestrales por primera vez desde la Gran Recesión**. En efecto, la financiación total que llega a las sociedades no financieras aumentó en el cuarto trimestre en 750 millones de euros. Finalmente, el crédito cuyo destino es la financiación de las Administraciones Públicas continúa ralentizando su crecimiento, que en diciembre fue de un 3% interanual.

Por lo que se refiere al crédito nuevo, no se puede dejar de destacar el fuerte crecimiento del crédito a los hogares observado en enero, del 22% interanual. Gran parte de esta subida se debió a un alza interanual extraordinaria del 28,4% de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda y del 24,8% de los préstamos para bienes de consumo, crecimientos muy por encima de las variaciones observadas en la actividad económica. Y es que, las subidas de precios sitúan los tipos de interés reales en niveles que deben incentivar también una mayor demanda de crédito y un mayor endeudamiento.

Respecto al estado de las cuentas públicas, el déficit público cerrará con elevada probabilidad en el 4,6% del PIB o ligeramente por debajo, siendo el más alto de la Unión europea. A pesar de lo que se preveía hace semanas, el Gobierno debería poder sacar adelante los Presupuestos Generales del Estado, que deberían ser aprobados en el Parlamento durante el mes de mayo en una votación que, a priori, se presenta muy ajustada. Sea como fuere, el Gobierno español debe tener bien presente que un porcentaje muy elevado del déficit público es de carácter estructural y que sólo la posición cíclica de la economía española ha permitido ir reduciendo dicho desequilibrio. **Con un nivel de deuda pública en el 100% la vulnerabilidad financiera es alta ante cualquier shock adverso y urge reducir el elevado déficit estructural para coadyuvar a hacer más sostenible la deuda.** Nuestra previsión es que, sin contar las ayudas públicas, las **Administraciones Públicas presenten una necesidad de financiación del 3,8% en 2017.**

El buen comportamiento del sector exterior en 2016 y la recuperación del comercio internacional en el último trimestre del año han permitido situar las exportaciones de bienes y servicios en el mes de enero, deflactadas y corregidas de estacionalidad, un 7,6% por encima del año anterior, mientras que las importaciones han mejorado un 3,2%. Ello, unido a la constatación de la recuperación del comercio en el mundo que se observa en las exportaciones europeas en el primer trimestre del año, va a ayudar a las exportaciones españolas, pues la mitad de éstas se caracteriza por ser comercio intraindustrial de multinacionales que fabrican una parte de la cadena de valor del producto en España. De modo que **gran parte de la mejora de nuestra previsión sobre el PIB para 2017 hasta el 2,7% proviene del mejor comportamiento esperado de las exportaciones en 2017.**

Entre los principales riesgos podemos destacar, junto a la subida de tipos de interés y la falta de dinamismo de la inversión en bienes de equipo, el riesgo político asociado a la cuestión catalana, aún no resuelta, y a diversos aspectos de índole externa.

La inversión en bienes de equipo lleva estancada dos trimestres, lo que puede considerarse uno de los principales riesgos que se vislumbran en el horizonte más cercano para la economía española. Si bien es cierto que se puede argumentar que dicho mal comportamiento puede deberse en gran parte al esfuerzo de 8.000 millones llevado a cabo por las compañías en clave de adelantos del impuesto de sociedades. Además, existen indicios de cierta recuperación en el primer trimestre de 2017 tales como las ventas de bienes de equipo y software de las grandes empresas o los resultados de la encuesta de la Comisión Europea del primer trimestre de 2017, en los que se incluye una reducción de la percepción de la demanda en la zona euro como factor limitador de la producción de bienes de equipo, percepción que se sitúa en su nivel más bajo desde el comienzo de la Gran Recesión. Por último, la utilización de la capacidad productiva también aumentó por encima de los niveles medios anteriores a la crisis en el primer trimestre de 2017.

Que la debilidad de la inversión coincida con la menor intensidad de creación de empleo en el cuarto trimestre es significativo, sobre todo al observar que se trata de menor intensidad en la creación de horas trabajadas, que mide mejor la actividad y los ingresos de las familias. En el cuarto trimestre las horas trabajadas, con series corregidas de estacionalidad, disminuyeron, mientras que en 2015 crecieron cercanas al 4% y finalizaron 2016 con una variación interanual positiva del 1,7%. En el medio plazo, la inversión total debería verse fortalecida por el tono extraordinariamente acomodaticio de la política monetaria del BCE. Las favorables condiciones de financiación, la importante mejora observada en los beneficios de muchas empresas, que ya cuentan con un alto grado de liquidez, o la mejora observada en el precio de muchas acciones y el menor endeudamiento también deberían impulsar la inversión en bienes de equipo. No obstante, no conviene perder de vista que ésta puede seguir viéndose frenada por unas expectativas de crecimiento a largo plazo más débiles que en el pasado reciente y por la necesidad de desapalancamiento del sector público.

Por su parte, el boom de emisiones corporativas durante todo el año 2016 tras el anuncio en marzo del BCE de la compra de bonos corporativos no se ha visto correspondido con el crecimiento de la inversión empresarial observada, dado que buena parte de las mismas tuvo como destino la cancelación de deuda mantenida frente a entidades financieras.

Por lo que se refiere al **riesgo político** internacional, señalar que la incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relacionadas con la actividad económica mundial sigue siendo elevada, y **los riesgos siguen apuntando a la baja**. Entre los principales se incluirían las posibles perturbaciones causadas por la incertidumbre política y geopolítica, como las relaciones futuras entre Reino Unido y la Unión Europea; el endurecimiento desordenado de las condiciones financieras a nivel global, que podría afectar especialmente a economías emergentes más vulnerables; la inestabilidad asociada al proceso de reformas y de liberalización de la economía china, y, por último, un mayor proteccionismo comercial que está cobrando fuerza en las economías avanzadas, liderado por las amenazas proteccionistas del nuevo presidente de los Estados Unidos, aspecto este último que abordamos a continuación.

El riesgo se sitúa así más en 2018. El año en curso debería consolidar una desaceleración que podría empezar a notarse en la segunda parte del ejercicio. No obstante, el crecimiento de la inversión y de las exportaciones así como el buen tono aún 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 2,7%, como explicamos en la última parte del informe.

Escenario global

Trump: incertidumbre máxima

Como era previsible cuando ganó las elecciones, Donald Trump es un foco de incertidumbre e inestabilidad para la economía mundial. Sus enfrentamientos diplomáticos, primero con China y luego con sus socios europeos, han supuesto un cambio radical de la política internacional del ex presidente Barack Obama, que buscaba el consenso y el desarrollo multipolar y multicultural de las instituciones globales. De momento, Trump no ha conseguido aprobar ninguna ley de su programa económico y son sus propios colegas republicanos en el Congreso los que no

apoyan sus medidas. Por lo tanto, no es posible anticipar el impacto de sus medidas hasta que se vayan concretando en ambas cámaras.

En Europa la incertidumbre va disminuyendo. Macron lidera las encuestas en Francia y ganaría con bastante distancia a Le Pen en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales francesas. Macron sería un presidente europeísta, lo cual ayudaría a dar un impulso al proyecto europeo. En Alemania Martin Schulz fue nombrado para ser candidato contra Merkel con el 100% de apoyos en el Congreso de la SPD. De momento hay empate técnico ya que en pocas semanas los socialdemócratas han subido más de diez puntos en las encuestas, gracias al nuevo líder. La mejor noticia para el mundo sería que Europa avance en su proyecto y plante cara a Trump en las instituciones globales con un modelo alternativo.

El comercio mundial se recuperó con fuerza en el segundo semestre de 2016 y la Eurozona, con el euro infravalorado, se benefició con fuerte crecimiento de exportaciones en el cuarto trimestre. Las importaciones también aumentaron con la misma intensidad y el PIB de la Eurozona creció un 0,4% trimestral, el mismo crecimiento que el trimestre anterior. En Francia y Alemania el PIB aumentó también 0,4% pero en el país germano la mayor parte del crecimiento se explica por la inversión y el consumo públicos en construcción, ya que Angela Merkel no tiene asegurada la reelección en los inminentes comicios.

La inflación en la Eurozona subió con fuerza hasta el 2%, por el alza de los precios del petróleo. No obstante **la inflación subyacente sigue próxima al 1%, el mismo nivel de hace un año**. Desde Alemania y los consejeros halcones del BCE se ha comenzado a hablar de parar las compras de deuda. Pero Draghi ha dejado claro que su objetivo del 2% de la inflación subyacente aún está lejos de lograrse y es necesario continuar con los tipos al 0% y las compras de deuda, al menos hasta finales de este año.

La Reserva Federal continuó con sus subidas de tipos y los situó entre 0,75% y 1%. La tasa de paro en EE UU está estable próxima a 4,5%, ya que el empleo crece con la misma intensidad que la población activa. Que los salarios están estables y la inflación subyacente está próxima al 2% del objetivo. Por lo tanto, la Fed continuará con su proceso de normalización gradual. Los tipos de la deuda pública de EE UU a 10 años se

han consolidado en niveles próximos al 2,5%. En Europa los tipos a largo plazo han repuntado, especialmente en países periféricos. En España el tipo a 10 años de la deuda pública ha pasado en pocos meses de niveles próximos al 1% al 1,8%. El bono italiano sigue cotizando con una prima 50 puntos básicos superior. El bono alemán también ha repuntado pero menos aunque al disminuir el diferencial de tipos el euro contra el dólar se ha estabilizado próximo a 1,07.

En China el tipo de cambio con el dólar permanece en los mismos niveles desde las elecciones de noviembre en EEUU. Trump acusó entonces a China de manipular su divisa y las autoridades chinas han decidido gastar más reservas para evitar una depreciación mayor. El temor a la recesión de principios del año 2016 se ha diluido y las perspectivas son de un crecimiento fuerte, próximo al 7%, liderado por el consumo privado interno.

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 cuarto trimestre de 2016 y continuará a buen ritmo en los próximos meses.

Los datos de la contabilidad trimestral nacional del cuarto trimestre confirmaron el avance robusto de la actividad económica, observando un crecimiento del 0,7% intertrimestral, la misma tasa de crecimiento que en el tercer trimestre, tal y como adelantábamos en nuestro anterior boletín. El crecimiento fue mucho más equilibrado que en trimestres anteriores siendo la aportación tanto de la demanda interna, como de la demanda externa positivas. Al fuerte crecimiento de la demanda interna, que aportó 2,2 puntos porcentuales al crecimiento anual del PIB, se le sumó en el cuarto trimestre el dinamismo de la demanda externa, con una aportación de 0,8 puntos porcentuales, siendo positiva la aportación del sector exterior por segundo trimestre consecutivo, tras tres trimestres de contribuciones negativas.

Como veníamos anunciando, la economía española cerró 2016 con un crecimiento del 3,2%, igualando el buen registro de 2015, un comportamiento propio de una fase consolidada del ciclo. Ahora bien, como también venimos advirtiendo, **la economía mostrará una paulatina desaceleración a lo largo de 2017** debido, fundamentalmente, a la desaparición gradual de algunos vientos de cola, como la caída del precio del petróleo, que parece haberse afianzado ligeramente por encima de los 50 dólares por barril tras la intervención de la OPEP y el impacto de una política fiscal más restrictiva. En cualquier caso, las perspectivas a medio plazo siguen siendo favorables y, para 2017, nuestra nueva previsión es que el avance de la actividad económica se sitúe alrededor del 2,7%.

En el cuarto trimestre de 2016, **la demanda interna** se consolidó como el **principal elemento propulsor del crecimiento**, impulsada especialmente por el consumo privado, que volvió a ganar impulso (0,8% intertrimestral) y, en menor medida, por la formación bruta de capital fijo (0,5%).

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 desapalancamiento de los hogares. El consumo de los hogares en el cuarto trimestre no sólo no ralentizó su crecimiento, sino que experimentó un ligero impulso, elevándose hasta el 0,7% en tasa intertrimestral.

Entre los indicadores vinculados con el consumo privado cabe destacar el aumento en el periodo enero-febrero de las matriculaciones de automóviles, según la Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC), del 4,8%, un dato alejado no sólo de los avances de dos dígitos de meses como noviembre sino también del crecimiento del 9% del cuarto trimestre. Por lo que se refiere al índice general de ventas de comercio al por menor, corregido de calendario y deflactado, registró en enero una caída interanual del 1,3%, que contrasta con la subida del 2,8% del mes de diciembre.

Al avance del consumo privado hay que añadir el ligero crecimiento de la inversión (0,5%), respaldado sólo por el impulso de la formación bruta de capital en construcción, con la inversión en bienes de equipo estancada por segundo trimestre consecutivo.

En cuanto a la inversión residencial, los indicadores coyunturales muestran crecimientos en el número de compraventas de viviendas con aumentos en enero del 18,1% interanual, sustancialmente superiores a los observados en diciembre. El índice de precios de la vivienda libre, publicado por el INE, por su parte, aumentó el 4,5% en el cuarto trimestre de 2016 en tasa interanual, medio punto más que en el tercer trimestre, finalizando el año con un aumento medio anual del 4,7%, ligeramente superior al de 2015.

Las exportaciones registraron un buen comportamiento en el cuarto trimestre, a diferencia de lo sucedido en el tercer trimestre, y crecieron un 2% intertrimestral. Dicho crecimiento es muy homogéneo, a diferencia de lo observado el trimestre anterior cuando estaban cayendo las exportaciones fuera de la Unión Europea, pues mientras que las ventas fuera de la Unión Europea, según datos de la Agencia Tributaria, aumentaron un 5,3% interanual, las ventas a países socios de la Unión crecen un 5%.

En 2016, y según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior del 2,4% del PIB, frente a una capacidad de financiación de 2% del PIB en 2015. **El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente asciende a 22.306 millones de euros y representa el 2% del PIB, superior al del año anterior en 6 décimas, y es el más elevado de la serie histórica.** Ello ha sido posible gracias al aumento del superávit de bienes y servicios y a la moderación del déficit de rentas primarias y secundarias.

En el primer trimestre de 2017, indicadores adelantados tales como las ventas exteriores de las grandes empresas en enero, a población constante, desestacionalizadas, deflactadas y corregidas de calendario, muestran un avance del 3,6% en términos interanuales, debido, en parte, a un repunte de las exportaciones del 9,1% interanual, parcialmente compensado por la desaceleración de 0,7 puntos de las ventas interiores, hasta el 2,1% interanual.

También en clave positiva hay que señalar el buen comportamiento, de nuevo, de las ventas de las grandes empresas de bienes de equipo y software, desestacionalizadas, deflactadas y corregidas de calendario, que crecieron en enero un 2,5% respecto al mes anterior, después de sendas caídas en los meses de noviembre y diciembre de 2016

Se suma a la mejora el indicador cualitativo de clima de bienes de inversión, el cual registró en el periodo enero-febrero un saldo positivo y superior en 1,1 puntos al del cuarto trimestre, así como el grado de utilización de la capacidad productiva de bienes de inversión, la cual creció 1,2 puntos frente al trimestre anterior, hasta situarse en el primer trimestre de 2017 en el 82,9%.

Pero sin lugar a dudas, **lo que invita al optimismo en los próximos meses es el fuerte ritmo de creación de empleo con el que ha comenzado el año 2017.** Si el último trimestre del año 2016 fue el de mayor crecimiento interanual en el empleo, el comienzo de 2017, enero y febrero, ha situado la afiliación creciendo al mismo ritmo que cerró el trimestre, al 3,4%. Dicha evolución se explica por la aceleración del empleo en todas las ramas de actividad, destacando la construcción, con un aumento cercano al 5% interanual.

Los principales indicadores parecen adelantar que la actividad económica seguirá fuerte en el primer trimestre de 2017 y que la economía española seguirá liderando el crecimiento en la zona euro, apuntando a un crecimiento intertrimestral del PIB de alrededor del 0,7%. El Índice PMI compuesto de Actividad Global, según Markit, aumentó en febrero en 2,3 puntos hasta el nivel de 57 puntos, impulsado por el PMI de servicios, que en febrero alcanzó el nivel 57,7 puntos, si bien el índice PMI compuesto de actividad manufacturera retrocedió en febrero ocho décimas respecto al mes previo, hasta 54,8 puntos, como consecuencia del incremento más moderado tanto de la producción como de los nuevos pedidos.

Por lo que se refiere a los precios, estos crecieron en febrero a un ritmo del 3% interanual. Los sucesivos aumentos de los carburantes y de la electricidad explican dicha importante subida, en una economía que cerró 2016 con caída de los precios del 0,2%. La inflación subyacente, sin embargo, no sólo no avanza sino que retrocedió una décima en febrero, hasta el 1%, como resultado de la desaceleración de los precios de la alimentación elaborada y de los bienes industriales no energéticos, mientras que los precios de los servicios mantuvieron inalterada la tasa de variación.

Entre los indicadores cualitativos para la economía española, el Índice de Sentimiento Económico, que elabora la Comisión Europea, avanzó 1,3 puntos en febrero hasta el nivel 108,7, el más elevado desde diciembre de 2015. Este resultado comprende la mejora de la confianza en todos sus componentes, excepto en el comercio minorista, donde ha empeorado.

Respecto al sector turístico, destaca la llegada a España de 3,9 millones de turistas internacionales en el mes de enero, un 10,7% más que en 2016, según los datos provisionales publicados por el INE de la Encuesta de Movimientos Turísticos en Frontera (FRONTUR).

La inercia del consumo privado es todavía fuerte, por lo que seguirá siendo motor de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2017. El aún fuerte ritmo de creación de empleo y las facilidades de crédito facilitan el consumo por parte de las familias.

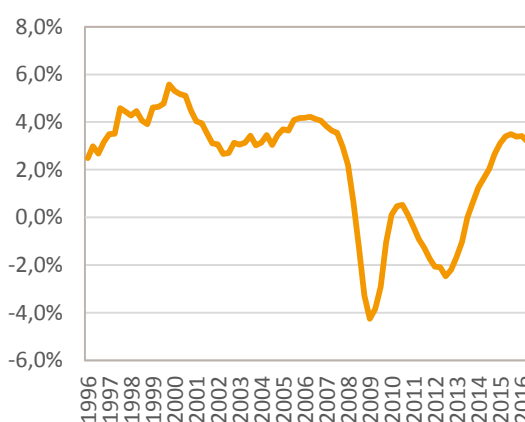
Demanda y producción

Según los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicados por el INE, el PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el cuarto trimestre de 2016 un crecimiento intertrimestral del 0,7%, igual al del trimestre anterior y encadenando así trece trimestres consecutivos de tasas intertrimestrales positivas. En términos interanuales, el PIB creció un 3%, dos décimas menos que en el tercer trimestre y cuatro décimas menos que en el primer y el segundo trimestres de 2016. Se trata de la continuación de la consolidación del proceso de recuperación de la economía española, que cerró 2016 con un crecimiento anual del 3,2%, idéntico a 2015, más del doble del registrado en 2014 (1,4%) y el más elevado desde 2007 (Gráfico 1).

No obstante, nuestras previsiones apuntan hacia una ralentización progresiva del crecimiento del

PIB, hasta el 2,7% en 2017. Este perfil de desaceleración se explica a partir de la pérdida de fuerza de algunos factores que habrían impulsado la actividad de manera transitoria, tales 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, dado el repunte observado en el comercio y en el crecimiento mundial.

Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)

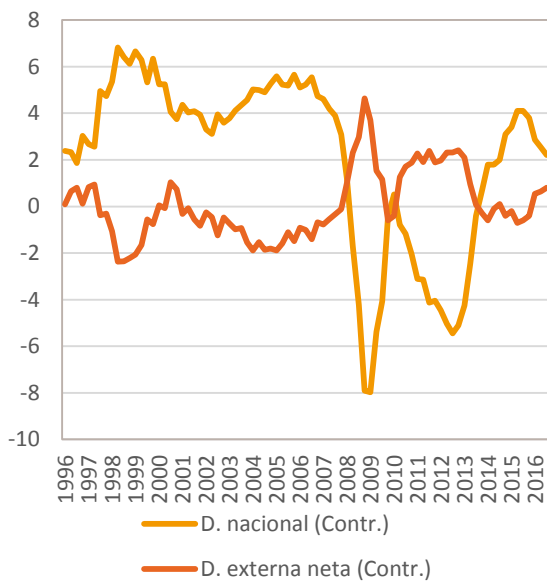


Fuente: CNTR.

Por componentes, el crecimiento económico prosigue apoyándose en la demanda nacional, principal motor del crecimiento, si bien su contribución al avance interanual del PIB se modera por cuarto trimestre consecutivo, situándose en 2,2 puntos porcentuales, inferior en dos décimas a la del trimestre previo. La aportación de la demanda externa neta fue positiva, al igual que en los dos trimestres anteriores, alcanzando los 0,8 puntos porcentuales, cifra idéntica a la del tercer trimestre. Se trata de una composición del crecimiento más equilibrada, con mayor peso de la demanda externa neta y menor contribución al crecimiento de la demanda interna, destacando por un lado, y en positivo, la gradual moderación del dinamismo del consumo privado y, por otro, y en negativo, el débil crecimiento de la inversión empresarial intertrimestral que ha llevado a esta macromagnitud a crecer a la mitad que a principios de año.

Por lo que se refiere al empleo, su buen ritmo de creación se mantuvo en el cuarto trimestre y evidencia una vitalidad empresarial que lleva trimestres evolucionando favorablemente. Según los datos de contabilidad nacional, el crecimiento del empleo equivalente a tiempo completo fue del 0,7% intertrimestral en el tercer trimestre, lo que sitúa el avance interanual en el 2,7%, lo que representa la creación de casi medio millón de puestos de trabajo a tiempo completo en el último año.

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



Fuente: INE.

Agregados de demanda nacional

Al crecimiento de la demanda nacional han contribuido sus principales componentes. Destaca el favorable comportamiento del consumo privado, impulsado por la fuerte creación de empleo, así como por los bajos tipos de interés y la mejora en las condiciones de financiación. El gasto real en consumo final de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH), en volumen, mostró un crecimiento del 3% interanual en el cuarto trimestre (dos décimas por encima del 2,8% del tercer trimestre), aportando 1,7 puntos al crecimiento del PIB y finalizando 2016 con un crecimiento medio interanual del 3,2%, dos décimas superior al de 2015. **En términos intertrimestrales, el avance del consumo privado (consumo de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) remontó hasta el 0,7%, una**

décima superior al del trimestre previo (Gráfico 2).

La favorable evolución del consumo privado se explica a partir de la fuerte creación de empleo, la mejora en el acceso y las condiciones de la financiación y la moderación de precios, viéndose sometida esta última a un cambio al alza en el primer trimestre de 2017 como resultado de la subida del precio del petróleo y de la electricidad, fundamentalmente.

Los indicadores coyunturales más recientes, tanto cualitativos como cuantitativos, señalan que la senda expansiva de crecimiento del consumo privado se mantiene en el primer trimestre de 2017, si bien a tasas más moderadas.

El consumo privado continuó creciendo en el cuarto trimestre, en términos nominales, al mismo ritmo que la remuneración de los asalariados, lo que implica que el ahorro de las familias ha dejado de crecer.

Muy destacable es también el comportamiento del gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen y en términos interanuales, que no crece en términos interanuales y cae dos décimas en la comparativa con el trimestre anterior.

La inversión en capital fijo, por su parte, observó un ritmo de avance interanual del 2,2% en el cuarto trimestre de 2016, frente al crecimiento medio del 3,1% en el año. En el cuarto trimestre, la inversión creció un 0,5% en tasa intertrimestral, y **la inversión en bienes de equipo se estancó, lo que podría convertirse en un riesgo importante para la economía española caso de mantener esta tendencia, que acumula ya dos trimestres.**

La inversión en construcción elevó su ritmo de avance en el cuarto trimestre, situándose en su tasa interanual en el 1,9% y en 0,7% en tasa intertrimestral, tanto en su segmento residencial como de otras construcciones.

Los indicadores coyunturales relativos a la inversión residencial proporcionaron señales mixtas. Así, el número de compraventas de viviendas continuó creciendo con fuerza en enero (+18,1%, interanual), superior en 11,3 puntos al crecimiento observado en diciembre. El número de hipotecas constituidas sobre viviendas se aceleró en diciembre hasta el 6,9% interanual, frente al incremento del mes previo, de modo que el año 2016 cerró con un

incremento medio anual del 14%, inferior en 6,8 puntos al registrado en 2015. Finalmente, el precio de la vivienda, según datos del INE, continuó la senda de crecimientos interanuales iniciada a principios del año pasado, con un avance del precio de la vivienda libre del 4,5% interanual en el cuarto trimestre, tasa que se eleva hasta el 4,7% en el promedio anual, superior en 1,1 puntos a la observada en 2015.

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 la utilización de la capacidad productiva.

Demanda externa

Según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el cuarto trimestre de 2016 el sector exterior aportó una décima a la variación intertrimestral del PIB, tras aportar dos décimas en el trimestre previo, con resultado de un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios superior al de las importaciones. En comparación con las principales economías de la Unión Europea, la tasa intertrimestral de las exportaciones reales españolas (+2%) ha sido superior a la de Italia (+1,9%), Alemania (+1,8%) y Francia (+1,3%) e inferior a la de Reino Unido (+4,1%). En tasa interanual se sitúa claramente por encima de todas las grandes economías de Europa, con un avance del 4,4%.

En términos interanuales, la demanda externa neta aportó cinco décimas a la variación del PIB en el conjunto de 2016, seis décimas más que en 2015 cuando fue ligeramente negativa, debido a que las exportaciones se desaceleraron menos que las importaciones. **Tanto la demanda interna como la demanda externa registraron contribuciones positivas al crecimiento en 2016.**

Las exportaciones de bienes y servicios se aceleraron en el cuarto trimestre de 2016, tras la moderación observada en el tercer trimestre, en un entorno de ligera mejora de la actividad en los principales socios comerciales y en las principales economías emergentes.

Además, en los mercados de divisas, el euro se depreció ligeramente en cifras ponderadas por comercio, retrocediendo el tipo de cambio efectivo nominal del euro un 1,4% desde principios de diciembre. En términos bilaterales, la moneda única se depreció un 1,6% frente al dólar estadounidense y un 1,5% frente al yen

japonés y se apreció un 2,2% frente a la libra esterlina. Al mismo tiempo, el tipo de cambio del euro también se depreció frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y frente a las monedas de importantes economías emergentes (incluido el renminbi chino).

En términos interanuales, las exportaciones de bienes y servicios se incrementaron un 4,4% en el cuarto trimestre de 2016, frente al 2,9% en el tercer trimestre, con avances del 3% en bienes y del 7,8% en servicios, tasas 2 y 0,6 puntos superiores a las del periodo previo. En términos intertrimestrales, las exportaciones mejoraron un 2%, frente al retroceso del 1,2% del periodo previo, debido a los avances de las exportaciones de bienes y de servicios, del 1,6% y del 3% respectivamente.

El crecimiento interanual de las exportaciones de bienes en el cuarto trimestre (3%) contrasta de manera notable con la atonía experimentada por el comercio mundial de bienes, que creció un 1,5% según el Central Planning Bureau de Países Bajos, habiéndose producido una ganancia de cuota de mercado real en 2016 del 1,8% interanual, hasta el 1,9%. El crecimiento de las exportaciones en el cuarto trimestre fue genérico por productos (con la única excepción de los bienes de capital, que moderaron hasta 0,5 puntos porcentuales su caída trimestral, retrocediendo un 5% interanual).

El gasto de los hogares no residentes en el territorio económico, en volumen y según las cifras de la CNTR, aumentó en el cuarto trimestre un 4,1% en tasa intertrimestral, frente a la disminución del 0,7% del trimestre anterior, y se elevó un 9,3% en tasa interanual, un punto porcentual más que en el primer trimestre precedente. Para el primer trimestre del 2017, los principales indicadores de turismo exterior, tales como las entradas de turistas y las pernoctaciones de extranjeros en hoteles nacionales ofrecen señales favorables al crecer en enero un 10,7% y 9,3%, respectivamente, en tasas interanuales.

Las importaciones de bienes y servicios, por su parte, aumentaron en el cuarto trimestre de 2016 un 1,8% respecto al trimestre anterior, tras la ligera caída del tercer trimestre. Por componentes, las importaciones de bienes se incrementaron un 1,9% respecto al trimestre anterior, las de servicios, un 1,6%. El gasto real de los hogares residentes en el exterior, según cifras de CNTR, creció un 8,2% en tasa

intertrimestral, tras el avance del 6,1% observado en el tercer trimestre. Las importaciones de servicios no turísticos, por su parte, cayeron un 0,6% intertrimestral, tras el aumento del 4,3% del trimestre anterior. Los servicios con mayor contribución positiva fueron los empresariales y la propiedad intelectual.

El superávit de balanza de bienes y servicios según datos de la CNTR, se situó en el cuarto trimestre de 2016 en el 2% del PIB trimestral, tres décimas por encima del año anterior, debido al menor déficit de bienes y a un ligero aumento del superávit de servicios. Dentro de los servicios, el superávit de los ingresos netos de turismo se mantuvo estable en relación al porcentaje registrado en el cuarto trimestre de 2015, sin embargo el superávit de los servicios no turísticos aumentó una décima.

Actividad productiva

En el cómputo global del año, la actividad se aceleró en todos los sectores, a excepción de la industria, que pasó de crecer un 5,5% en 2015 a registrar un incremento del 2,4% en 2016. De este modo, el Valor añadido Bruto (VAB) del sector primario aumentó un 3,4% en el pasado año (-2,9% en 2015), mientras que la construcción aumentó un 2,5%, frente al 0,2% de 2015 y los servicios un 3,4%, frente al 2,6% de 2015.

La productividad aparente por ocupado, en términos de Contabilidad Nacional, creció el 0,3% en el cuarto trimestre del año, resultado del aumento del 3,2% del PIB y de un incremento del 2,7% del empleo equivalente a tiempo completo.

Los indicadores adelantados para la industria muestran signos de mayor dinamismo empresarial en los primeros meses de 2017. Eso sí, el incremento del 2,5% (con datos corregidos de efecto de calendario) del índice de producción industrial se debió fundamentalmente al fuerte impulso de la energía (9,8% interanual) y, en menor medida, a que la demanda de bienes de equipo experimentó una caída más moderada de lo habitual (-0,1%). Por último, el PMI de manufacturas retrocedió en febrero ocho décimas respecto al mes anterior, hasta el nivel 54,8, resultado del aumento más moderado tanto de la producción como de los nuevos pedidos.

En el sector de la construcción, en el conjunto de 2016 la superficie a construir en obra nueva acumuló un avance medio anual del 20%, frente al aumento del 38% en 2015, debido, principalmente, a la evolución del componente no

residencial, que disminuyó el 2%, frente al incremento del 27,4% en 2015 y, en menor medida, a la desaceleración del componente residencial.

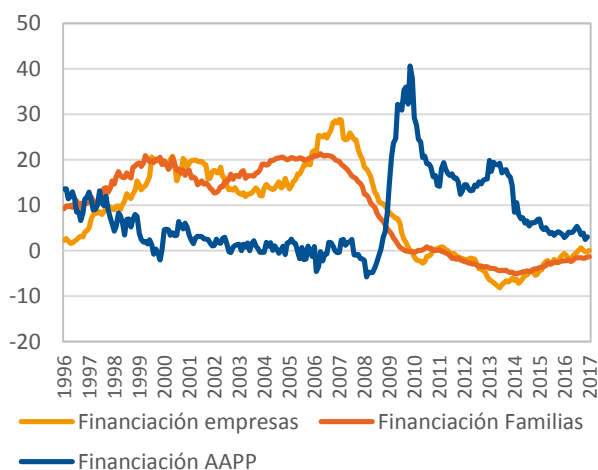
Atendiendo al Índice de Producción de la Construcción publicado por Eurostat, el año 2016 cerró con un crecimiento medio anual del IPIC del 5,1%, superior al 1,8% de 2015, lo cual se explica gracias al favorable comportamiento del componente de obra civil, que se aceleró 4,5 puntos hasta el 13,5%, como al de edificación, que registró un incremento del 3,5%

El sector servicios, por su parte, muestra, en general, indicadores favorables, tales como el indicador de confianza de servicios publicado por la Comisión Europea y el PMI de servicios, publicado por Markit, con sendos aumentos en febrero, alcanzando el nivel 57,7, superior en 3,5 puntos al de enero y por encima del observado en la zona euro (55,5). El aumento de la demanda de los clientes y una mayor actividad comercial fueron los principales factores que contribuyeron a esta expansión de la actividad. A ello hay que añadir la excepcional temporada turística, caracterizada por la llegada de más de 75 millones de turistas, récord histórico. En enero de 2017, los indicadores relacionados con el turismo continúan arrojando señales muy positivas. Así, destaca la llegada a España de 3,9 millones de turistas, un 10,7% más que en enero de 2016, según datos de Frontur publicados por el INE. El gasto total también subió un 13,8% en la comparativa interanual, lo que se tradujo en un aumento del gasto medio por persona del 2,8%. Como dato no tan positivo, destacar la ralentización en el crecimiento de las pernoctaciones en establecimientos hoteleros en enero hasta el 3,5% desde el 4,2% de diciembre debido al mayor ritmo de caída de las pernoctaciones de nacionales, que disminuyeron por segundo mes consecutivo (-6,1% frente al -1,2% en diciembre).

En relación a la financiación de 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 2016, y más aún en el cuarto trimestre, donde cae un exiguo 0,13% intertrimestral, lo cual favorece la actividad productiva, pero sigue disminuyendo en términos interanuales, si bien la financiación a empresas muestra crecimientos intertrimestrales por primera vez desde la Gran Recesión. En efecto, la financiación que llega a las sociedades no financieras aumentó en el cuarto trimestre en 750 millones de euros. Finalmente, el crédito cuyo destino es la financiación de las Administraciones Públicas continúa ralentizando su crecimiento que en diciembre fue de un 3% interanual.

Por lo que se refiere al crédito nuevo, no se puede dejar de destacar el fuerte crecimiento del crédito a los hogares observado en enero, del 22% interanual. Gran parte de esta subida se debió a un alza interanual extraordinaria del 28,4% de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda y del 24,8% de los préstamos para bienes de consumo, crecimientos muy por encima de las variaciones observadas en la actividad económica.

Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual



Fuente: Banco de España.

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

Desde el lado de la oferta, la mejora del sector bancario se consolida. La tasa de morosidad del sector bancario se situó en diciembre en el 9,11% (1,01 puntos porcentuales inferior al año anterior y 4,5 puntos porcentuales por debajo del máximo de diciembre de 2013). Se mantiene así una tendencia descendente que se apoya en la mejora de la actividad económica y, especialmente, del mercado laboral. Aunque la tasa de morosidad aumentó ligeramente hasta el 9,12% en enero, por el incremento de la morosidad de los hogares, nuestras previsiones apuntan a nuevos descensos que podrían situar la tasa de morosidad en el 8,9% a finales del primer semestre de 2017.

Precios

Pese a la caída mensual del Índice de Precios de Consumo (IPC) del -0,4% en febrero de 2017, en términos interanuales, el IPC creció el 3%, tasa idéntica a la del mes anterior. La estabilidad de la tasa interanual se debe, principalmente, a que la desaceleración de los precios de la electricidad, de los bienes industriales no energéticos y de la alimentación elaborada ha servido para compensar, en parte, el avance de los precios de la alimentación no elaborada y de los carburantes y combustibles, al tiempo que los precios de los servicios mantuvieron inalterada su tasa de variación.

Los precios de los productos energéticos aumentaron en febrero el 16,8% interanual, tras el incremento del 17,5% registrado en enero. Esta evolución se explica por la moderación en el ritmo de aumento de los precios de la electricidad, que pasaron de crecer un 26,2% interanual en enero a un 18,9% en febrero, en parte compensada por el avance de los precios de carburantes y combustibles, que pasaron de un crecimiento del 13,9% al 16,4%.

El crecimiento de los precios de la alimentación no elaborada se situó en el 5,4%, tasa sustancialmente superior a la del mes precedente, destacando la evolución de los precios de las frutas frescas (que pasaron de caer un 0,3% interanual en enero a crecer el 7,6% en febrero) y de las legumbres y hortalizas

frescas, cuyos precios se aceleraron 4,3 puntos hasta el 22,2%.

La inflación subyacente, que excluye los elementos más volátiles del índice general (alimentación no elaborada y energía), disminuyó una décima en febrero, hasta el 1%, como resultado de la desaceleración de los precios de la alimentación elaborada y de los bienes industriales no energéticos, mientras que los precios de los servicios mantuvieron inalterada la tasa de variación.

El incremento de la inflación global de la zona euro hasta el 2% en febrero respecto a la de enero se explica, principalmente, por la aceleración de los precios de la alimentación no elaborada y de la energía. La inflación subyacente se mantuvo en febrero, inalterada, en el 0,9%. Por su parte, la tasa interanual del IPC armonizado español se situó en febrero en el 3%, superior en una décima a la de enero, dando lugar a un diferencial de inflación en España respecto a la zona euro de un punto, tras el diferencial de 1,1 puntos de enero. Por último, el diferencial de inflación subyacente fue de una décima, al situarse la inflación subyacente armonizada de España en el 1%.

Mercado laboral

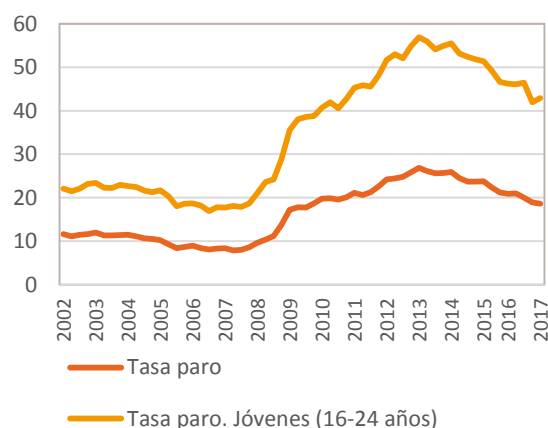
El mercado de trabajo se caracterizó en el cuarto trimestre por una prolongación del dinamismo observado en la creación de empleo de trimestres anteriores, tanto en el caso de la Encuesta de Población Activa (EPA) como en el de las afiliaciones a la Seguridad Social. **En los dos primeros meses de 2017 se observa una intensificación del ritmo de creación de empleo, según las cifras de afiliaciones a la Seguridad Social publicadas.**

Con series corregidas de estacionalidad, la variación intertrimestral se situó en el 0,4% en el cuarto trimestre, tasa tres décimas inferior a la del trimestre previo. Entre el cuarto trimestre de 2016 y el cuarto trimestre de 2015 se crearon 413.900 empleos netos, un 2,3% más.

Según cifras de CNTR, el empleo equivalente a tiempo completo, con series desestacionalizadas y corregidas de calendario, creció en el cuarto trimestre un 0,4% intertrimestral, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior y, en términos interanuales, creció el 2,7%, dos décimas menos que en el tercer trimestre.

Si nos fijamos en las afiliaciones, con series corregidas de estacionalidad, éstas aumentaron un 0,9% intertrimestral en el cuarto trimestre de 2016, dos décimas más que en el tercero. En términos interanuales, el número de afiliados muestra una aceleración de tres décimas, registrando un tasa del 3,3% en el cuarto trimestre.

Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa



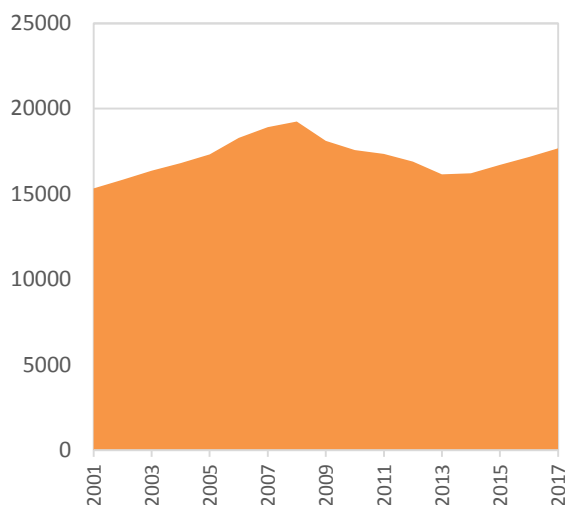
Fuente: INE

Atendiendo a la situación profesional de los ocupados, los asalariados crecieron un 2,6% en la comparativa interanual, frente al 3% del tercer trimestre. Mientras el colectivo de trabajadores por cuenta propia avanzó un 0,5%, dos décimas menos que en el tercer trimestre.

Si nos fijamos en el tipo de contrato, el aumento interanual del empleo asalariado del 1,5% sitúa la creación neta de empleo asalariado en el 43% del total, mientras que el 57% representativo del empleo temporal avanza a un ritmo interanual del 5,9%. El efecto es el ascenso de la tasa de temporalidad hasta el 26,5%, superior en casi un punto a la existente hace un año.

Atendiendo a la edad, todos los grupos presentan descensos del paro en el cuarto trimestre, a excepción de los mayores de 55 años y los menores de 25 años. La tasa de paro de los jóvenes sube un punto porcentual del 41,9% al 42,9%.

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



Fuente: Seguridad Social.

Con series desestacionalizadas por el INE, la variación intertrimestral del número de parados fue del -3,8% frente al -3,2% del tercer trimestre, lo que implica caídas continuadas del paro desestacionalizado en los últimos quince trimestres. En el último año el paro bajó en casi 542.000 personas, lo que supone un descenso interanual del 11,3%. La tasa de paro se situó a finales de 2016 en el 18,6% de la población activa.

Por último, los datos del bimestre enero-febrero apuntan a una aceleración de la creación de empleo en el primer trimestre de 2017, concretamente el empleo creció una décima hasta registrar una tasa interanual del 3,4%.

Continúa la moderación en el crecimiento de los salarios y de los costes laborales unitarios. Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral correspondiente al cuarto trimestre de 2016 el coste laboral medio por trabajador y mes bajó un 0,8% en relación al mismo trimestre de 2015, frente a la caída del 0,5% del trimestre previo. De este modo, el año 2016 se cierra con una caída media anual del coste laboral por trabajador del 0,4%, frente al incremento del 0,6% en 2015, y con un descenso del coste salarial del 0,3%, frente al incremento del 1,1% en el año anterior.

Y según las cifras de CNTR, la remuneración por asalariado aumentó en el cuarto trimestre de 2016 el 0,1% interanual, tasa una décima superior a la del trimestre anterior. Mientras la productividad aparente del trabajo se incrementó

el 0,3%, igual que en el trimestre previo, de forma que el coste laboral unitario disminuyó el 0,2%, logrando acumular así seis trimestres consecutivos de descensos. Por último, la Estadística de Convenios confeccionada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social apunta a un incremento medio pactado hasta febrero del 1,2%, una décima superior al incremento salarial pactado en 2016.

Balanza de pagos

En 2016, y según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 26.859 millones de euros (2,4% del PIB), frente a una capacidad de financiación de 21.786 millones (2% del PIB) en 2015.

El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente asciende a 22.306 millones de euros y representa el 2% del PIB, superior al del año anterior en 6 décimas y el más elevado de la serie histórica. Este aumento fue debido a la mejora de más de 6.000 millones del superávit de bienes y servicios que se situó en el 2,9% del PIB y, en menor medida, a la reducción del déficit de rentas primarias y secundarias, que se situó en el -0,9% del PIB. El menor déficit comercial de bienes energéticos jugó un papel destacado en la mejora de la cuenta corriente al reducirse éste un 25%, en línea con la evolución seguida por el precio del petróleo importado que, medido en euros, se abarató un 21,5% de media en el año.

Si bien los ingresos por turismo se aceleraron en 2016 al lograr batir todos los récords de entradas y gasto por turista de la serie histórica, creciendo dichos ingresos un 7,1% interanual, los pagos por turismo, resultado de los viajes de los españoles en el extranjero, crecieron un 18,1% en 2016 en la comparativa interanual, tasa que supera 2,8 puntos a la registrada en 2015.

La balanza financiera, por su parte, registró salidas netas de capital por valor de 34.000 millones de euros, frente a las salidas de más de 25.000 millones de euros de un año antes. Y esta evolución fue el resultado de un incremento de las salidas netas de capital excluido el Banco de España, de 87.600 millones de euros, compensado en parte por un aumento de la posición neta deudora del Banco de España, que alcanzó los 53.600 millones de euros.

Sector público

Pese a que no están cerrados aún los datos del déficit de las Administraciones, todo parece indicar que el déficit público se situará por debajo del objetivo del 4,6%, sin contar las ayudas a la banca, como veníamos anunciando en los últimos boletines.

Con datos ya cerrados y en términos consolidados, la Administración Central, Regional y los Fondos de la Seguridad Social registraron hasta noviembre de 2016, último dato disponible, un déficit de 39.579 millones de euros, lo que equivale al 3,5% del PIB, inferior al 3,8% de 2015 por esas mismas fechas. Excluyendo las ayudas a las instituciones financieras, el déficit se situó en 37.243 millones, esto es, un 3,33% del PIB, inferior en un 8,7% al acumulado hasta noviembre de 2015.

El aumento de los impuestos sobre la producción y las importaciones (0,3%), de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (0,5%) y las cotizaciones sociales (3,1%) permiten explicar el aumento de los recursos no financieros, parcialmente contrarrestados por la caída de los impuestos sobre el capital (-0,6%) y de las transferencias de otras administraciones públicas (-6,9%).

Los aumentos en las prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie (1,9%), de las transferencias sociales en especie de productores de mercado (3,1%), de las transferencias a otras administraciones públicas (4,2%) y de la remuneración de asalariados (1,9%) permiten explicar el incremento en los empleos no financieros. Entre las partidas que disminuyeron destacan la formación bruta de capital fijo (-17,5%), las subvenciones (-14,6%), los intereses (-5,9%) y los consumos intermedios (-1,4%).

Nuestras previsiones apuntan a un crecimiento anual para 2017 del 2,7%.

La deuda de las Administraciones Públicas, según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), alcanzó en el cuarto trimestre de 2016 el 99,3% del PIB, esto es, 1.105.627 millones de euros, porcentaje un punto inferior al del trimestre precedente.

La deuda del Estado se situó en el 85,4% del PIB, seis décimas inferior a la del tercer

trimestre, mientras que la deuda de otros organismos pertenecientes a la Administración Central alcanzó el 3,5% del PIB. La ratio de deuda PDE de las Comunidades Autónomas sobre el PIB, por su parte, aumentó en el último trimestre de 2016 una décima respecto al tercer trimestre, hasta el 24,8%. En las Administraciones de la Seguridad Social, por último, la deuda alcanzó el 1,5%, frente al 1,6% del PIB en el periodo anterior. Las Corporaciones Locales mostraron una deuda PDE del 2,9% del PIB en el cuarto trimestre, inferior en dos décimas a la del trimestre anterior.

Escenario 2017-2018: crecimiento sostenido

Si en 2015 y 2016 la economía española se benefició de un entorno extremadamente favorable, que permitió, gracias también al buen desempeño de empresas, familias y sector público, superar las expectativas trimestre tras trimestre, **2017 asistirá, con elevada probabilidad, a una desaceleración del crecimiento del PIB, que estimamos se sitúe en el 2,7%.**

La desaceleración esperada del PIB es el resultado de varios factores que, no sólo van a dejar de favorecer, sino que podrían contribuir negativamente al crecimiento del PIB en 2017. Por un lado, el **encarecimiento del petróleo**, que elevará los costes de la economía española y mermará renta para consumo o ahorro. Por otro lado, **el acusado y rápido ascenso de tipos de interés**, que encarece la financiación. El impacto de ambos elementos puede que vaya más allá del simple agotamiento del impulso para representar una auténtica desaceleración de la economía.

Los precios del Brent han fluctuado entre 52 y 56 dólares por barril desde finales de noviembre, cuando la OPEP alcanzara un acuerdo para recortar la producción. La producción mundial de crudo disminuyó en enero, consecuencia de dicha intervención. Mientras que la producción de la OPEP registró uno de los mayores recortes de su historia, los países firmantes del acuerdo que no son miembros de la organización también contribuyeron **al descenso interanual más acusado de la oferta mundial de petróleo desde septiembre de 2008**. No obstante, se prevé que la producción de los países no pertenecientes a la OPEP aumente en 2017, impulsada principalmente por los países que no han participado en el citado acuerdo (Estados Unidos, Canadá y Brasil), habiéndose ya

observado un incremento de la producción estadounidense de petróleo no convencional (shale oil) en diciembre de 2016.

Por todo ello, **se espera que la inflación mundial aumente con lentitud**. Se prevé que la reciente subida de los precios del petróleo y de otras materias primas sostenga la inflación general a corto plazo. Posteriormente, la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial debería impulsar, en cierta medida, la inflación subyacente en el medio plazo. Sin embargo, **dado que la actual curva de futuros del petróleo anticipa que los precios del crudo se mantendrán muy estables, esperamos que la contribución futura de los precios de la energía a la inflación sea muy limitada**.

Aun teniendo en cuenta lo anterior, es necesario añadir que la actividad mundial mejoró en el segundo semestre del pasado año y **se espera que el crecimiento se mantenga sostenido en el primer trimestre de 2017**, aunque a un ritmo moderado si se observa desde una perspectiva histórica. La inflación mundial también ha aumentado en los últimos meses, tras el repunte observado en el precio del petróleo.

Los datos publicados recientemente confirman que el ritmo de crecimiento mundial fue sostenido en el último trimestre de 2016. El índice PMI compuesto de producción global de principios de 2017 confirmó esta tendencia. A nivel de países, los PMI trimestrales mejoraron en todas las economías avanzadas importantes en el último trimestre de 2016. Entre las economías emergentes, los datos trimestrales mejoraron en China y Rusia, pero empeoraron en la India (a raíz de su reciente política de desmonetización) y en Brasil, permaneciendo por debajo del umbral de 50 en ambos países.

De cara al futuro, se prevé que tanto las economías avanzadas como las emergentes contribuyan al crecimiento y, en particular, **se espera que el estímulo proporcionado por la política fiscal fortalezca la actividad económica en Estados Unidos**, mientras que la moderación paulatina de las profundas recesiones que están atravesando algunos de los principales exportadores de materias primas apoyará el crecimiento en las economías emergentes.

No obstante, **la incertidumbre sigue siendo elevada debido a diversos factores, entre ellos el diseño de las políticas de la nueva Administración estadounidense y sus efectos**

en la economía de este país, así como el posible contagio sobre la actividad mundial. A ello habría que añadir la fortaleza de la recuperación en los países exportadores de materias primas o el reajuste gradual de la economía china, pasando por las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea.

Aunque, en general, las condiciones financieras han seguido siendo favorables, se han endurecido en algunas economías emergentes. La volatilidad de los mercados financieros ha seguido en unas cifras reducidas en las últimas semanas, y los mercados bursátiles de las economías avanzadas han registrado nuevas ganancias. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos aumentaron ligeramente, mientras que en otras economías avanzadas permanecieron en niveles bajos.

Las condiciones financieras se endurecieron en algunas economías emergentes, ya que los diferenciales de la deuda soberana se incrementaron y sus monedas se depreciaron, en particular el peso mexicano y la lira turca. En conjunto se observó cierta disminución de las salidas de capital de las economías emergentes, siendo menos persistentes que en anteriores episodios de incertidumbre. No obstante, los flujos de salida de China fueron significativos en diciembre, y sólo se vieron interrumpidos por las estrictas medidas de control impuestas por las autoridades.

Gran parte de ese nuevo brío de la economía mundial, que se espera que acelere su crecimiento por encima del 3% tanto en 2017 como en 2018 y 2019, según las previsiones de los principales organismos internacionales, se debe al hecho de que el comercio mundial cobró impulso en el segundo semestre de 2016 y según los datos disponibles parece que ha mantenido este dinamismo en el primer trimestre de 2017. Los datos sobre importaciones mundiales, excluida la zona euro, se revisaron ligeramente al alza en el tercer trimestre de 2016, confirmando el repunte del primer semestre, y los indicadores disponibles apuntan hacia perspectivas positivas a corto plazo. Según los datos del Centro de Planificación y Análisis holandés, las importaciones mundiales de bienes en términos reales se incrementaron un 0,6% intertrimestral en diciembre, ligeramente por debajo del tercer trimestre pero apuntando todavía a un crecimiento sostenido. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores ha continuado aumentando en los últimos meses, indicando una mejora del dinamismo del

comercio mundial a comienzos del año. A más largo plazo, aunque las perspectivas están sujetas a cierto grado de incertidumbre relacionada con las políticas comerciales futuras de Estados Unidos, **se espera que el comercio mundial avance prácticamente en línea con la actividad global.**

En este entorno exterior, **las perspectivas de crecimiento de la zona euro son muy favorables.** Con crecimientos del orden del 1,8% en 2017 y del 1,7% en 2018, el BCE revisaba recientemente sus previsiones ligeramente al alza, precisamente por las buenas perspectivas que presenta la economía mundial, lo que favorece una demanda exterior algo más vigorosa en el corto plazo, un tipo de cambio más débil y un sentimiento económico más favorable. Todo ello repercutirá en el buen desempeño de la economía española, al verse favorecidas las exportaciones españolas del mayor dinamismo económico, tanto dentro como fuera de la zona euro. Además, en los mercados de divisas, el euro se depreció ligeramente en cifras ponderadas por comercio, retrocediendo el tipo de cambio efectivo nominal del euro un 1,4% desde principios de diciembre. En términos bilaterales, la moneda única se depreció un 1,6% frente al dólar estadounidense y un 1,5% frente al yen japonés y se apreció un 2,2% frente a la libra esterlina. Al mismo tiempo, el tipo de cambio del euro también se depreció frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y frente a las monedas de importantes economías emergentes (incluido el renminbi chino).

En el año 2017 posiblemente tendrá lugar un mix de política monetaria contractiva y política fiscal fuertemente expansiva tras la victoria republicana en las elecciones norteamericanas, lo que **ya ha tenido efectos sobre los tipos de interés a largo plazo de ese país. Un ascenso que se ha contagiado a Europa y que esperamos que continúe en 2017.**

De hecho, en marzo la Reserva Federal norteamericana ha vuelto a elevar los tipos de interés hasta entre el 0,75% y el 1%. Con pleno empleo e inflación subyacente por encima del 2%, la Reserva Federal seguirá subiendo los tipos de manera gradual al menos hasta el 2% con el objetivo de que los tipos de interés reales, descontada la inflación, dejen de ser negativos.

Si bien los tipos de interés a corto plazo en la zona euro no han sufrido fuertes variaciones,

gracias a que el Banco Central Europeo (BCE) mantiene su política de tipos negativos, esta política se retirará probablemente en 2018, lo que podría empezar a ser descontado por los mercados en la segunda mitad de 2017.

El primer efecto serán las subidas del tipo de interés a largo plazo. **Pese a que tardará algún tiempo en afectar a los pagos por intereses de la deuda de las Administraciones Públicas, terminará afectando a estas y, de manera más inmediata, a las empresas, y ello es preocupante dada la elevada vulnerabilidad financiera de la economía española.**

El segundo efecto, **subidas del tipo de interés a corto plazo, impactará de manera particular sobre la economía española, al ser ésta especialmente sensible a incrementos del Euribor,** dada la elevada deuda que mantienen los hogares, afectando por tanto a la línea de flotación de las familias españolas.

A lo anterior se podría añadir un tercer factor, dado el escaso margen fiscal en España, que podría derivar, en el mejor de los casos, en una política fiscal neutra. La política fiscal ha sido otro elemento que ha impulsado de forma decisiva el crecimiento del PIB en los dos últimos años. Si en 2015, el déficit público se redujo 8 décimas, hasta el 5% del PIB (sin incluir pérdidas por ayudas a la banca); en 2016, si se cumple el objetivo del 4,6% del PIB, el ajuste habrá sido menor, de 4 décimas. En ambos años, la mejora de la economía en general habría conllevado una reducción del déficit mayor si la política fiscal hubiera sido neutra. Ese impulso fiscal de entre 5 o 6 décimas al crecimiento del PIB tanto en 2015 como en 2016, no se producirá en 2017 al ser la política fiscal prácticamente neutra, si el déficit se reduce a un ritmo ligeramente superior al de los dos últimos años y se sitúa cerca del objetivo acordado con Bruselas.

En el ámbito de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), decidió mantener sin cambios los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad de marginal de crédito y la facilidad de depósito en el 0,00%, el 0,25% y el -0,40%, respectivamente. El Consejo prevé que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un periodo prolongado. En relación a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno ha decidido mantener las compras de su programa de compras de activos, si bien a partir de abril,

las compras netas se situarán en 60.000 millones de euros hasta finales de diciembre de año, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación.

Para asegurar una correcta implementación de las compras de activos, el Consejo de Gobierno decidió ajustar los parámetros del programa a partir de 2017. Por un lado, el BCE ampliará el rango de vencimientos del programa de compras de deuda pública, disminuyendo los vencimientos mínimos de los activos elegibles desde los actuales dos años hasta un año, y, por otro, el programa permitirá, en la medida en que fuera necesario, adquirir activos con una rentabilidad inferior a la ofrecida por la facilidad de depósito, actualmente fijada en el -0,4%.

La intervención del BCE está siendo clave en la expansión de la economía española, tanto vía menores tipos de interés como en su labor de estabilidad financiera, si bien la tasa de inflación persiste aún muy por debajo del 2%. También han sido determinantes las acciones no convencionales de política monetaria en la importante depreciación del euro y su efecto dinamizador sobre las exportaciones. En efecto, la política monetaria expansiva del BCE y el inicio de la normalización monetaria en EEUU conllevaron una importante depreciación del euro, cuyos efectos en forma de descenso del tipo de cambio efectivo real se hicieron notar en 2014 (-2,9%), 2015 (-2,8%) y aún en 2016 (-1% entre enero y octubre). Dado que el impacto del tipo de cambio sobre la evolución de las exportaciones no es inmediato, sino que el efecto máximo tiene lugar normalmente al cabo de un año y medio aproximadamente, el efecto positivo sobre el sector exterior español podría ser de cierta importancia incluso a lo largo de 2017, sobre todo si continúa la aceleración observada en el comercio internacional en el último trimestre de 2016. Y en una economía con elevada deuda externa y baja productividad como es la española, la contribución positiva al crecimiento de la demanda externa neta se antoja crucial.

Por último, en relación al sector exterior, la subida esperada del precio del petróleo elevará la inflación y reducirá el superávit por cuenta corriente, del 1,8% del PIB previsto para 2016 al 1,1% del PIB en 2017 y al 0,2% en 2018.

En su reciente intervención, el BCE también apuntaba claramente a la incertidumbre generada por el riesgo político. Las negociaciones del Brexit, la llegada a la Casa Blanca de Donald Trump, y los procesos electorales que aún deben tener lugar en Europa a lo largo de 2017 (Francia, Alemania, tal vez Italia), que estarán sin duda marcadas por el ascenso del populismo y el nacionalismo aún más reforzados tras los recientes atentados terroristas en Alemania y Reino Unido, hacen de la política y sus riesgos un factor muy a tener en cuenta el próximo año. **La polarización y la inestabilidad política son caldo de cultivo para una menor prosperidad económica.**

Los últimos indicadores económicos disponibles adelantan un crecimiento del 0,7% del PIB en el primer trimestre de 2017. Ahora bien, sin una bajada de impuesto del IRPF que permita aumentar la renta disponible de las familias un 0,5% del PIB y continuar, de este modo, el crecimiento del consumo privado experimentado en 2016, con el incremento de los impuestos del alcohol, tabaco, refrescos y gasolina, que drenará otro 0,1% del PIB, incrementos salariales nominales exiguos cercanos al 1% y salarios reales que pierden en torno al 1% de su poder adquisitivo, **el consumo privado podría perder en 2017 un punto porcentual del crecimiento observado en 2016.** Esa caída en la demanda interna se traducirá en un menor ritmo de creación de empleo y en una menor alegría inversora por parte de las empresas. La subida del salario mínimo del 8% mejorará en este contexto las rentas bajas y reducirá la desigualdad, pero es muy poco probable que tenga un efecto traslación significativo al resto de salarios.

En el ámbito europeo, España necesita poco a poco asumir parte del liderazgo que le corresponde y trabajar con paso firme en un proyecto europeo cada vez más frágil a la vez que necesario.

Recientemente, la Comisión Europea admitía formalmente la necesidad de una política fiscal más expansiva para la eurozona. El impulso fiscal, cuando no puede venir por parte del propio país por sus importantes desequilibrios, debe venir del presupuesto comunitario. Pero, ante la escasa voluntad política hacia una verdadera unión política, una Europa más federal está lejos de fraguarse como proyecto real.

De lo anterior se deduce que queda como único impulso fiscal en Europa el Plan Juncker, si bien puede que lo que no se ha conseguido en forma de expansión fiscal con el apoyo formal de los gobiernos, suceda igualmente dada la relación contrastada por la evidencia empírica entre aumento del gasto público y celebración de elecciones. Tras las elecciones en Holanda, donde aún está pendiente el acuerdo de Gobierno, este año también tendrán lugar procesos electorales nacionales en Francia, Alemania y, tal vez, Italia. Aumentos de demanda en la zona euro beneficiarían a las exportaciones españolas.

El sesenta aniversario de la Unión Europea vendrá marcado por el reconocimiento de que el proyecto federalista europeo no atraviesa su mejor momento y la Unión avanzará bajo un modelo de dos velocidades dado que una mayor integración requeriría aprobar una política de inmigración y de asilo que rechazan países como la República Checa, Polonia, Hungría y Eslovaquia al negarse a admitir refugiados. También requeriría afrontar reformas y ajustes fiscales para poder aprobar una política fiscal y de competitividad a las que se oponen países como España, Italia o Francia. **Y más integración también significaría aprobar por mayoría la mutualización de riesgos bancarios y de deuda que completen la unión monetaria y sean coherentes con la histórica decisión de cesión de soberanía que implicó el nacimiento del euro.** Pero a esta última se oponen países como Alemania, Holanda y Finlandia. La zona euro es una unión monetaria sin unión política, esto es, sin un presupuesto común de dimensión coherente con el tamaño de la economía, sin un Tesoro común y eurobonos, y sin mecanismos comunes para gestionar riesgos comunes (como seguros de desempleo comunes). La Unión Bancaria sigue incompleta, pues falta el fondo de garantía de depósitos común y se sigue avanzando con demasiada lentitud en el proyecto de Unión de Mercado de Capitales.

Sobre que el proyecto europeo post-Brexit será uno a varias velocidades no parece haber ninguna duda. La duda es si el proceso estará controlado por los gobiernos o pivotará sobre instituciones comunes en Bruselas.

La economía española cuenta con unos fundamentos más sólidos que en años anteriores, con la economía creciendo a un ritmo fuerte, impulsada tanto por el consumo como por la inversión y las exportaciones.

Entre las razones del optimismo en el desempeño futuro de la economía española, podríamos destacar la competitividad alcanzada tras el importante esfuerzo de ajuste realizado por las empresas en sus costes laborales unitarios (notablemente inferiores a la media de nuestros socios de la zona euro, y que también han permitido una fuerte creación de empleo), creación de empleo que a su vez hace sostenible la mejora experimentada por la demanda interna que comenzó en 2014 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.

Parte de la ralentización prevista para 2018 (nuestra estimación inicial es de un crecimiento del 2,3%) de la economía se debe a que la zona euro podría estar ya inmersa en un contexto monetario de endurecimiento de la política, que afectará notablemente a la economía española. Del mismo modo la creación de empleo prevista se suaviza hasta alrededor de un 2,3%, en parte por una pérdida de algo de dinamismo del gasto de los hogares. La inversión en construcción y bienes de equipo debería contribuir positivamente a acelerar el crecimiento algo más de lo que se prevé que lo haga en 2017. El superávit por cuenta corriente sería ligerísimamente positivo (0,2% del PIB), frente al 1,8% de 2016.

De lo que no hay duda es que 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 sin resolver.

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 hoy cuando muchos (aunque ya no todos) vientos soplan a favor (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 que tiene por delante la economía española.

Cuadro de previsiones anuales de la economía española

Cuadro 1. PREVISIONES ANUALES

% variación media anual, salvo indicación en contrario

	2017	2018
PIB real	2,7	2,3
Consumo final hogares	2,2	1,8
Consumo final AAPP	1,2	1,6
Formación Bruta de Capital Fijo	2,8	3,4
- Maquinaria y bienes de equipo (1)	2,6	3,4
- Construcción	2,6	3,0
Variación de existencias (contribución al crec. del PIB en p.p.)	0,0	0,0
Demanda nacional	2,2	2,2
Exportaciones de bienes y servicios	4,7	4,3
Importaciones de bienes y servicios	3,6	4,1
IPC subyacente (media anual)	1,4	1,6
IPC total (media anual)	2,5	2,1
Costes laborales por asalariado (2)	1,6	1,7
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	2,3	2,0
Tasa de paro (EPA, % población activa)	18,1	16,3
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	1,1	0,2
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. excluyendo ayudas a ent. financieras (% PIB)	-3,8	-2,9
<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●CUS

axesor { Primera Agencia
de Rating española }

902 10 10 33

www.axesor.es

comunicacion@axesor.es