



**F**●**OCUS**

*Boletín Trimestral de  
Coyuntura Económica*

*Nº10/ Diciembre / 2017*

---

## *Índice*

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	6
Recuperación del comercio mundial.....	6
Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	7
Demanda y producción.....	10
Agregados de demanda nacional.....	10
Demanda externa.....	11
Actividad productiva.....	12
Precios.....	13
Mercado laboral.....	14
Balanza de pagos.....	15
Sector público.....	15
Escenario 2017-2018: crecimiento sostenido...	16
Cuadro de previsiones anuales de la economía española.....	22

# BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA.

## *Resumen ejecutivo.*

**La economía española continuó registrando un crecimiento fuerte en el tercer trimestre**, prolongando la senda expansiva iniciada a finales de 2013 y encadenando cuatro años de crecimientos intertrimestrales positivos.

Por situar en contexto el excelente comportamiento de la economía española **en los últimos tres años, los crecimientos superiores al 3% anual han permitido un crecimiento acumulado del 9,8%** (frente al 6,2% y el 5,7% de la Eurozona y Estados Unidos, respectivamente) **así como la creación de más de un millón y medio de puestos de trabajo.**

### **El PIB avanzó un 0,8% en el tercer trimestre.**

El crecimiento económico ha continuado apoyado en el dinamismo de la inversión en equipo y en el consumo privado, reflejando la prolongación de la mejora del mercado laboral y de las favorables condiciones de financiación, así como en la fortaleza de la demanda externa. Se afianza de este modo un nuevo ciclo económico más sólido y equilibrado que la anterior fase expansiva y en el cual el sector exterior adquiere un mayor protagonismo. La economía logra avanzar en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, en un contexto de mantenimiento de la política monetaria expansiva del BCE, recuperación de la demanda global e impulso alcista de los precios del petróleo.

**La ligera moderación del crecimiento en el tercer trimestre se explica a partir de la evolución más contenida de la demanda externa compensada, en parte, por la demanda interna** y, en especial, por el fuerte repunte de la inversión en bienes de equipo, con un ascenso del 2,5% trimestral, frente a la ligera caída del 0,1% del segundo trimestre. El consumo privado consigue mantener su avance a pesar del aumento del precio del petróleo. Pero es a costa del ahorro, que se sigue reduciendo.

**La mejora de la balanza de la cuenta corriente en septiembre se explica por la mejora de la balanza de rentas, el aumento del superávit turístico y por la nueva caída de los costes laborales unitarios, mostrando que los salarios suben menos que la productividad.** Si a ello se añade el dinamismo que atraviesa la economía de la Eurozona, es previsible que se mantenga la capacidad de financiación de la economía española y que aumente o se mantenga la aportación al crecimiento de la demanda externa, compensando así la posible desaceleración de algunos componentes de la demanda interna en la última parte del año. Ello podría situar de nuevo **el crecimiento trimestral en el cuarto trimestre en el 0,8% y cerrar 2017 con un crecimiento medio del 3,1%**, por encima del 3% por tercer año consecutivo.

La ligera mejora en la productividad observada en trimestres anteriores se explica, en parte, por el mayor crecimiento del empleo en sectores de productividad superior a la media. A ello hay que añadir el cierre de las empresas menos productivas en todos los sectores. Ello también ha permitido que las empresas capaces de aguantar los envites de la crisis hayan salido reforzadas por la menor competencia y por el exigente ajuste de costes llevado a cabo, lo que impulsa, a su vez, sus beneficios al alza en mayor proporción al aumento de sus ventas, gracias al efecto favorable del apalancamiento operativo. El excedente bruto de explotación de las empresas aumentó en el tercer trimestre a un ritmo interanual del 5,1% nominal, el mayor en lo que llevamos de año y casi dos puntos porcentuales por encima del avance observado en la remuneración de los asalariados, del 3,3% nominal en el tercer trimestre. El peso de las rentas del capital en la renta total generada alcanza en el tercer trimestre el máximo de los últimos años, elevándose hasta el 42,5%, situándose las rentas del trabajo en el 47,2% del total. **En los próximos trimestres debería ir acompañándose el incremento de sueldos con la mejora de los beneficios en todas aquellas empresas donde los avances de la productividad lo permitan.**

**Los principales indicadores parecen adelantar que la actividad económica seguirá fuerte en el cuarto 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 0,8%. El Índice PMI compuesto de Actividad Global, según Markit, para octubre y noviembre se orienta al alza. El número de afiliados a la Seguridad Social en el sector de la construcción avanza a tasas anuales próximas al 6%. La industria también se está acelerando y genera empleo a tasas elevadas, tras el retroceso observado en el tercer trimestre.

Más allá del empleo, **los precios en España registraron en noviembre una subida de una décima, como consecuencia del repunte del precio del petróleo**, situando la tasa de inflación interanual en el 1,7%. La tasa de inflación subyacente se redujo, no obstante, una décima hasta el 0,8% interanual, debido a la desaceleración de los precios de los servicios y a la mayor caída de los precios de los bienes industriales no energéticos. Un grado de saturación del mercado laboral menor de lo que sugiere la tasa de desempleo podría explicar, en parte, la resistencia a subir de los salarios, especialmente aplicable en aquellos países que presentan tasas de desempleo friccionales. La ausencia de demanda de crédito, a pesar de los bajísimos tipos de interés, tampoco contribuye a generar mayores tensiones en los precios.

**Entre los indicadores adelantados vinculados con el consumo privado y para el cuarto trimestre, cabe destacar, en positivo, el buen comportamiento de las afiliaciones a la Seguridad Social.** En efecto, la creación de empleo avanzó a un ritmo interanual del 3,6% y del 3,7% en octubre y noviembre, lo que indica un repunte en la creación de empleo en la parte final del año. A ello se suma el fuerte aumento de las matriculaciones de automóviles en los meses de octubre y noviembre, un dato destacable respecto a lo observado en el tercer trimestre, pues este indicador duplica su tasa de crecimiento. También favorece el aumento del consumo la continuación en la escalada registrada en el crédito al consumo, muy por encima de lo que avanza este indicador en el promedio de la Eurozona. En negativo, sin embargo, las ventas de comercio al por menor y las ventas interiores de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas, ambos con leves caídas interanuales en noviembre y octubre respectivamente. A ello habría que añadir el empeoramiento de la confianza de los

consumidores observado en el mes de noviembre. El estancamiento de los salarios y la baja tasa de ahorro podrían tener su efecto sobre el gasto de las familias, si bien la campaña navideña y una normalización de la situación en Cataluña podrían mantener el ritmo de avance del consumo en los altos niveles observados, especialmente en el segundo y tercer trimestre de 2017.

**Al avance del consumo privado hay que añadir la mejora intertrimestral del 1,3% de la inversión en el tercer trimestre**, siete décimas superior al del trimestre anterior. Ello fue **posible gracias al incremento registrado en el componente de bienes de equipo**, que aumentó un 2,5%, frente al ligero descenso del trimestre anterior (-0,1%) y, en menor medida, al mayor ritmo de crecimiento de la inversión en productos de la propiedad intelectual, del 1,9%, frente al 0,8% del segundo trimestre. Finalmente, la inversión en construcción moderó el ritmo de crecimiento siete décimas, hasta el 0,3%.

**Las condiciones siguen siendo favorables para las decisiones de inversión**, debido a los bajísimos tipos de interés, el buen pulso de la demanda interna y externa, la continuación del desapalancamiento de las empresas y la utilización de la capacidad productiva. No obstante, **las expectativas de los empresarios empeoraron en el cuarto trimestre, rompiendo la tendencia positiva y al alza de los últimos meses. Todo parece indicar que, parte de la explicación, se encontraría en la crisis catalana.**

**Los indicadores más recientes de inversión en equipo muestran, no obstante, señales mixtas** en el cuarto trimestre. Menor confianza empresarial y descenso en las ventas interiores de equipo y software de las grandes empresas sugieren que la inversión en equipo ha tenido un peor comportamiento en el trimestre que cierra el año. Pero los indicadores coyunturales relativos al sector residencial se muestran verdaderamente dinámicos. El número de compraventas de viviendas creció un 25,7% en octubre, casi quince puntos más que en el mes anterior, impulsado tanto por las operaciones en vivienda usada, que avanzaron a un ritmo del 24,8%, como por la vivienda nueva, que aumentó un 29,8%.

Por su parte, **el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen, y con datos corregidos de estacionalidad y calendario, se desaceleró en el tercer trimestre una décima en términos interanuales, hasta el 1%, según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral, mientras que en términos intertrimestrales mantuvo inalterado el ritmo de avance en el 0,4%.**

**Las exportaciones de bienes y servicios, por su parte, se incrementaron un 4,9% real en el tercer trimestre de 2017, frente al 4,4% del segundo trimestre, con avances del 4,7% en bienes y del 5,2% en servicios. En términos intertrimestrales, las exportaciones tuvieron un crecimiento nulo, frente al ligero progreso del trimestre anterior, al compensarse un aumento del 0,3% de las exportaciones de bienes con una caída del 0,8% de las de servicios (-1,1% y 3%, respectivamente, en el trimestre anterior).** Los datos de octubre de la Agencia Tributaria muestran un crecimiento anualizado de las exportaciones de bienes y de servicios del 8,1%, que indica que siguen avanzando a un ritmo moderado, evitando la caída observada en las ventas interiores, pero perdiendo fuerza respecto al mes de septiembre, cuando crecían el doble que el resto del mundo.

**Nuestras previsiones para la economía española en 2018 apuntan a un crecimiento del 2,5%**, de modo que la senda expansiva iniciada en 2013 tendrá continuidad, a pesar de la previsible desaceleración respecto a los ejercicios anteriores, siguiendo la creación de empleo a un buen ritmo, al tiempo que los principales desequilibrios macroeconómicos continúan corrigiéndose: el déficit público se reducirá por debajo del 3%, los agentes seguirán su proceso de desapalancamiento y **se mantendrá un superávit por cuenta corriente por quinto año consecutivo**, siendo este último hecho una característica totalmente favorable y nueva del presente ciclo expansivo de la economía española.

**La contribución al crecimiento de la demanda interna será algo menor (2,1% frente al 2,6% previsto para 2017) debido al menor avance del consumo privado**, fruto de la desaceleración esperada en la creación de empleo, el estancamiento o subidas muy débiles de salarios y a un precio algo más elevado del petróleo. No obstante, lo anterior podría verse, en parte, compensado por un incremento del consumo público, ligeramente superior al previsto para 2017 (1,6% frente a 1,2%),

facilitado por el fuerte ajuste del déficit en los últimos años y por un considerable incremento en la recaudación de una economía que consolida en 2017 tres años consecutivos de crecimiento por encima del 3%.

Por último, **la inversión, también esperamos que se desacelere en 2018 hasta el 2,6% anual desde casi el 4% de avance previsto para 2017**, fundamentalmente debido a la desaceleración en el crecimiento de la inversión en maquinaria y bienes de equipo. El fin de gran parte de esa demanda de inversión embalsamada durante el largo periodo sin Gobierno y que se ha completado en gran parte en 2017, la crisis catalana, así como una menor demanda esperada de exportaciones para 2018 permitirían explicar, en gran medida, el peor comportamiento previsto de la demanda de inversión de bienes de equipo.

**La demanda exterior neta, por su parte, continuará ejerciendo una contribución positiva, aunque ligeramente decreciente**, fundamentalmente debido a un avance de las exportaciones, algo inferior al observado en 2017, si bien también favorecido por un aumento aún menor de las importaciones, resultado, en parte, de la propia desaceleración de la economía española.

**El buen momento por el que atraviesa la economía europea y mundial debería permitir que el esfuerzo de diversificación geográfica de las exportaciones llevado a cabo por las empresas españolas en los últimos años siga contribuyendo al crecimiento de la economía española en 2018.** No obstante, el buen desempeño esperado del sector exterior no compensará la desaceleración prevista de la demanda interna debida, entre otras razones, al aumento del precio del petróleo, la ausencia de rebaja fiscal y al agotamiento del efecto impulsor reciente por la materialización de determinadas decisiones de compra de bienes duraderos y de inversión pospuestas durante la crisis.

Por lo tanto, **el avance esperado de la economía española en 2018 del 2,5% permitiría situar la tasa de paro en el 15%, la menor cifra de los últimos diez años.**

**En el ámbito internacional, por primera vez en mucho tiempo, los riesgos están equilibrados al alza y a la baja, según el FMI, y ya no son “a la baja”.** No obstante, y a pesar de que el balance de riesgos se ha hecho más equilibrado, no se deben perder de vista las fuentes de incertidumbre de la economía mundial. Por un

lado, una categoría de riesgos que pueden condicionar la fuerte expansión mundial desde el punto de vista financiero, con **la acumulación de deuda como protagonista destacada**, elemento especialmente vulnerable en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras globales, que tendría un mayor impacto de llevarse a cabo de manera más abrupta de lo esperado. A la reciente subida de tipos de interés de la Reserva Federal se añadirán otras a lo largo de 2018. Además, **el proceso de reducción del balance tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo afectará a los tipos de interés a largo plazo**, especialmente en el caso norteamericano por su mayor intensidad. Este endurecimiento monetario podría encarecer el euro y el dólar frente a las monedas de países emergentes, dificultando el avance de ciertas exportaciones. No obstante, la baja inflación en ambas economías muestra la ausencia de tensiones salariales importantes, lo que permite a las autoridades monetarias discreción a la hora de acomodar el endurecimiento monetario. Por otro lado, también están presentes una serie de riesgos de naturaleza política, que abarcan un amplio espectro de circunstancias, desde las puramente geopolíticas (fundamentalmente el conflicto con Corea del Norte) hasta un supuesto auge proteccionista.

**A todo lo anterior se debe añadir el impacto de la incertidumbre relacionada con el contexto político interno, mucho más complejo en la actualidad.** Valorar cómo puede afectar el aumento de la incertidumbre política en España a las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos y, por tanto, a la previsión de crecimiento, no es fácil. Baste recordar que la experiencia más reciente durante los diez meses de Gobierno en funciones demostró la dificultad que conlleva incorporar este tipo de efectos a las previsiones macroeconómicas. La mayoría de previsiones erraron y, salvo el suave impacto negativo sobre la inversión de bienes de equipo observada, la economía siguió creciendo a un ritmo fuerte.

## *Escenario global.*

### **Recuperación del comercio mundial**

El mayor cambio en 2017 sin duda ha sido la intensa recuperación del comercio mundial que ya crece a la misma tasa que el PIB. El año 2016 comenzó con una crisis financiera por el temor a una recesión en China. No obstante, el *dragón asiático* mantuvo su velocidad de crucero en 2017 con un crecimiento próximo al 7%. Pero con un cambio muy significativo en su modelo de crecimiento. Las exportaciones y la producción industrial han dejado de ser el motor y ahora lo es el consumo privado y la inversión, especialmente en energía y la lucha contra la contaminación y el cambio climático.

Este cambio se refleja de manera notable en su cuenta corriente. En 2007 China tenía un superávit exterior del 10% del PIB y financiaba el déficit de EEUU, que equivalía entonces al 5% del PIB. Lo que se denominó en ese momento como superabundancia de ahorro, que creó el entorno propicio para la burbuja de crédito internacional que derivó en la Gran Recesión. En 2017 China cerrará con un superávit exterior próximo al 1% del PIB y en breve tendrá déficit. Por lo tanto, China ha pasado de ser la fábrica del mundo a uno de sus principales motores de demanda.

No obstante, la mayor recuperación de la demanda mundial se ha producido en Europa y en EEUU. La economía de la Eurozona, gracias a la agresiva política monetaria del BCE, ha recuperado el nivel de empleo de antes de la crisis y registrará la mayor tasa de crecimiento desde 2007. España concentra dos tercios de sus exportaciones en Europa y eso ayuda a explicar la recuperación de nuestras exportaciones, a pesar de que el Brexit ha provocado una caída de las importaciones de coches españoles del 13% anual.

En EEUU la incertidumbre que generó la victoria de Trump no se ha materializado en riesgos. El Tratado con México y Canadá continúa sin modificarse, el muro con México será más pequeño y lo pagarán los contribuyentes estadounidenses y el sustituto de Janet Yellen al frente de la Fed será Jerome Powell que ya formaba parte del Consejo, lo que garantiza la

continuidad de la política monetaria. Los inversores así lo han asumido y los tipos a 10 años del Tesoro estadounidense cotizan al 2,5%, anticipando gradualismo.

Lo que ha subido con Trump es la Bolsa. Una parte del alza se explica por la recuperación de la actividad mundial, lo cual beneficia a las multinacionales, sobre todo a las tecnológicas. Y la otra parte, porque los inversores anticiparon con acierto la rebaja fiscal de Trump. La rebaja para las familias será muy inferior a la anunciada en campaña, pero el recorte del impuesto de sociedades cumplirá con las expectativas. La mayor parte de ese ajuste es probable que acabe en recompra de acciones de las empresas, lo cual está inflando el precio de las acciones.

EEUU mantiene un déficit público estructural próximo al 4% del PIB y según las previsiones del CBO, Oficina del Presupuesto del Congreso, el déficit antes de la rebaja de Trump aumentaría en la próxima década hasta el 5% del PIB. **La rebaja aumentará el déficit estructural al menos un punto del PIB, elevará el déficit exterior y hará que la economía estadounidense sea más dependiente de la financiación externa, lo que hará que la vulnerabilidad y la inestabilidad financiera global sean mayores.** La historia recuerda a lo que sucedió con la Administración Reagan y los déficits gemelos (fiscal y de cuenta corriente), que forzó a George Bush padre a subir los impuestos incumpliendo su promesa de campaña. Ahora la deuda pública de EEUU está en máximos históricos por encima del 100% del PIB y es más del doble que en la era Reagan, aunque los efectos no tienen por qué sentirse a corto plazo.

En conclusión, las perspectivas para 2018 son positivas, aunque sigue habiendo riesgos. En clave global el conflicto con Corea del Norte y en clave doméstica la crisis en Cataluña son los dos principales asuntos que pueden poner en riesgo la recuperación económica.

### ***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 tercer trimestre de 2017 y continuará a buen ritmo en los próximos meses.**

**Los datos de la contabilidad trimestral nacional del tercer trimestre confirmaron el avance robusto de la actividad económica, observando un crecimiento del 0,8% intertrimestral, tasa inferior en una décima a la observada en el trimestre anterior.** Ello ha permitido superar los niveles de renta real previos a la crisis, desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008.

**El crecimiento siguió siendo equilibrado con aportaciones positivas tanto de la demanda interna como de la demanda externa.** Al fuerte crecimiento de la demanda interna, que aportó 2,7 puntos porcentuales al crecimiento anual del PIB, se le sumó en el tercer trimestre la aportación positiva de la demanda externa por séptimo trimestre consecutivo. La contribución de la demanda externa neta, fue de 0,4 puntos porcentuales en la comparativa interanual, lo que supone una contribución aún positiva, pero reducida a la mitad de la observada en el segundo trimestre, debido al avance más rápido de las importaciones que de las exportaciones. En términos intertrimestrales, la aportación al PIB fue nula, tras una aportación de tres décimas en el trimestre previo, resultado de una estabilización tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios en términos reales, tras observar en el segundo trimestre de 2017 tasas intertrimestrales del 0,1% y -0,7%, respectivamente.

**La paulatina y previsible desaceleración de la economía española está siendo muy débil. De momento, el tercer trimestre ha mostrado un crecimiento aún fuerte, igualando el registro del primer trimestre.**

El fuerte avance de la demanda nacional es resultado de la prolongación del dinamismo del consumo privado y de la aceleración de la inversión, mientras que la demanda externa se reduce en cuatro décimas. Las perspectivas a medio plazo siguen siendo favorables y, para 2017, nuestra previsión es de un avance final de la actividad económica situado alrededor del 3,1%.

En el tercer trimestre, la demanda interna se consolidó como el principal elemento propulsor del crecimiento intertrimestral, impulsada por el consumo privado (0,7%), y en mayor medida y en claro avance, por la demanda de inversión (1,3%), (principalmente por el componente de equipo) y el gasto en consumo final de las administraciones públicas (+0,4%).

**La mejora del mercado de trabajo y de la confianza de los consumidores, así como de las condiciones financieras siguieron favoreciendo la situación de los hogares, lo que, a su vez, permitió que se mantuviera el buen ritmo de crecimiento del consumo, igualando el avance del segundo trimestre (+0,7%), también impulsado por el mejor comportamiento del precio del barril de petróleo durante el tercer trimestre, mostrando cierta estabilidad tanto intertrimestral como interanual.**

**Los principales indicadores parecen adelantar que la actividad económica seguirá fuerte en el cuarto trimestre de 2017** y que la economía española seguirá liderando el crecimiento en la zona euro, con un crecimiento intertrimestral del PIB de alrededor del 0,8%. El Índice PMI compuesto de Actividad Global, según Markit, que sirve para predecir la evolución del crecimiento, se orientó al alza en octubre y noviembre. El número de afiliados a la Seguridad Social en el sector de la construcción avanza a tasas anuales próximas al 6%. La industria también se está acelerando y genera empleo a un ritmo elevado, desafiando la amenaza de la robotización, tras el retroceso observado en el tercer trimestre.

**Entre los indicadores adelantados vinculados con el consumo privado y para el cuarto trimestre, cabe destacar el aumento de las matriculaciones de automóviles, según ANFAC, del 12,4% y 12,3% en los meses de octubre y noviembre, repunte importante con respecto a lo observado en el tercer trimestre pues este indicador duplica su tasa de crecimiento. Por lo que se refiere al Índice general de Ventas de Comercio al por Menor, corregido de calendario y deflactado, este registra una caída en octubre del 1,1% interanual, tanto por la ralentización del componente alimentación de 3,7 puntos hasta el 0,1 % interanual (frente al incremento del 2,5% del mes previo), como por el descenso del grupo no alimenticio del 2,4% (frente al avance de la misma cuantía en septiembre).**

La disminución en noviembre del **Índice de Confianza de los Consumidores** elaborado por la Comisión Europea, unido a la caída anualizada del 0,9% de las **ventas interiores de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas** recogida por la Agencia Tributaria, podrían anticipar un mayor debilitamiento del consumo en el cuarto trimestre. El estancamiento de los salarios y la baja tasa de ahorro podrían tener su efecto sobre el gasto de las familias, si bien la campaña navideña podría compensar esta dinámica y lograr que el avance del consumo se mantenga en los niveles observados a lo largo de 2017. El crédito al consumo, por su parte, prosigue su fuerte escalada avanzando un 1% en octubre respecto al mes anterior, dejando la tasa interanual en el 14,3%, una décima menos que en septiembre, si bien diez puntos por encima de lo que crece el crédito al consumo en Alemania y más de ocho puntos por encima del crecimiento del crédito al consumo observado en la Unión Económica y Monetaria (UEM).

**Al avance del consumo privado hay que añadir la mejora intertrimestral del 1,3% de la inversión en el tercer trimestre, siete décimas superiores al del trimestre anterior. Ello ha sido posible gracias al incremento registrado en el componente de bienes de equipo, que aumentó un 2,5%, frente al ligero descenso del trimestre anterior (-0,1%) y, en menor medida, al mayor ritmo de crecimiento de la inversión en productos de la propiedad intelectual, del 1,9%, frente al 0,8% del segundo trimestre. Finalmente, la inversión en construcción moderó el ritmo de crecimiento siete décimas, hasta el 0,3%.**

**Las condiciones siguen siendo favorables para las decisiones de inversión, debido a los bajísimos tipos de interés, el buen pulso de la demanda interna y externa, la continuación del desapalancamiento de las empresas, la utilización de la capacidad productiva y la continua mejora de las expectativas.**



Los indicadores más recientes de inversión en equipo muestran, no obstante, señales mixtas. La percepción de la situación actual de su negocio por parte de los empresarios empeora en el cuarto trimestre, según avanza el **Indicador de Confianza Empresarial elaborado por el INE**. Este índice llevaba seis trimestres consecutivos con tasas positivas. También caen en octubre con intensidad las **ventas interiores de equipo y software de las grandes empresas**, con datos corregidos de calendario, deflactados y a población constante, que frente al avance del 3,8% de septiembre retroceden un 4,2% en octubre. Frente a lo anterior, el **indicador de clima industrial de bienes de inversión** registró en el periodo octubre-noviembre de 2017 un saldo de 11,2 puntos, superior en 7,3 puntos al del tercer trimestre, mientras que el grado de utilización de la capacidad productiva de bienes de inversión se amplió cuatro décimas, hasta situarse en octubre en el 84,6%. Las **matriculaciones de vehículos de carga** acentuaron el ritmo de avance en octubre, registrando un incremento interanual próximo al 20,9%, según datos de ANFAC, y que representa una aceleración de 12,7 puntos sobre el trimestre anterior.

En cuanto a la **inversión en construcción**, esta moderó siete décimas su ritmo de crecimiento intertrimestral en el tercer trimestre, hasta el 0,3%. Por componentes, el segmento residencial y el de otras construcciones anotaron variaciones interanuales del 0,7% y -0,2%, respectivamente, inferiores en ocho décimas, ambas, a las del trimestre anterior.

Sin embargo, los indicadores coyunturales relativos al sector residencial se mostraron verdaderamente dinámicos. El número de compraventas de viviendas creció un 25,7% en octubre, casi quince puntos más que en el mes anterior, resultado del mayor dinamismo de las compraventas de vivienda usada, que avanzaron a un ritmo del 24,8 así como de las compraventas de vivienda nueva, que aumentaron el 29,8%.

Por su parte, **el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen, y con datos corregidos de estacionalidad y calendario, se desaceleró en el tercer trimestre una décima en términos interanuales, hasta el 1%, según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), mientras que en términos intertrimestrales mantuvo inalterado el ritmo de avance en el 0,4%.**

Las exportaciones de bienes y servicios, por su parte, se incrementaron un 4,9% en el tercer trimestre de 2017, frente al 4,4% del segundo trimestre, con avances del 4,7% en bienes y del 5,2% en servicios. En términos intertrimestrales, las exportaciones tuvieron un crecimiento nulo, frente al ligero avance del trimestre anterior, al compensarse un aumento del 0,3% de las exportaciones de bienes con una caída del 0,8% de las de servicios (-1,1% y 3%, respectivamente, en el trimestre anterior). Los datos de octubre de la Agencia Tributaria muestran un crecimiento anualizado de las exportaciones de bienes y de servicios del 8,1%, que indica que siguen avanzando a un ritmo moderado, evitando la caída observada en las ventas interiores, pero perdiendo fuerza en comparación con septiembre, cuando crecían el doble que el resto del mundo.

En los primeros nueve meses de 2017, y según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 13.787 millones de euros (1,6%), frente a capacidad de financiación de 15.081 millones (1,8%) en el mismo periodo del año anterior.

El mercado de trabajo se ha caracterizado en el tercer trimestre de 2017 por un renovado dinamismo en la creación de empleo, siguiendo la excelente tendencia de trimestres anteriores, tanto atendiendo a los datos facilitados por la Encuesta de Población Activa (EPA), como por los de afiliaciones a la Seguridad Social.

Con series corregidas de estacionalidad, la variación intertrimestral del número de afiliados creció un 0,4% intertrimestral en el tercer trimestre, ocho décimas menos que en el trimestre previo. En términos interanuales el número de afiliados se desaceleró tres décimas hasta el 3,5% en el tercer trimestre. Sin embargo, los datos de afiliaciones de octubre y noviembre, con aumentos interanuales del 3,6% y del 3,7% respectivamente, apuntan a una nueva aceleración del empleo en el cuarto trimestre, según las cifras de afiliaciones a la Seguridad Social publicadas.

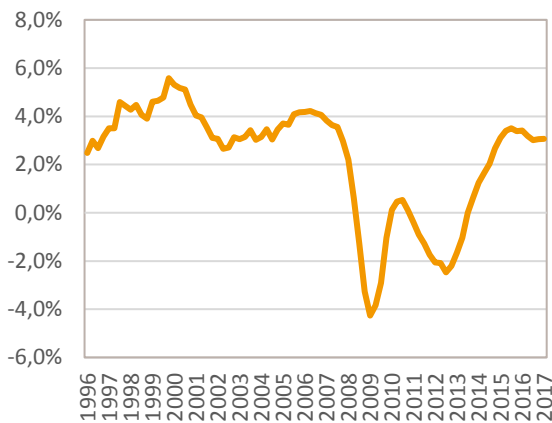
### ***Demanda y producción***

De acuerdo con los resultados de CNTR, publicados por el INE, el PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el tercer trimestre de 2017 un crecimiento intertrimestral del 0,8%, cifra exactamente igual a la del trimestre anterior. En términos interanuales, el

PIB creció un 3,1%, la misma tasa del trimestre anterior.

No obstante, nuestras previsiones apuntan hacia una muy leve ralentización del crecimiento del PIB, hasta el 3,1% en 2017, fundamentalmente por una ligera desaceleración en el segundo semestre, una décima. Este perfil de leve 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, dado el fuerte repunte observado en el comercio y en el crecimiento mundial.

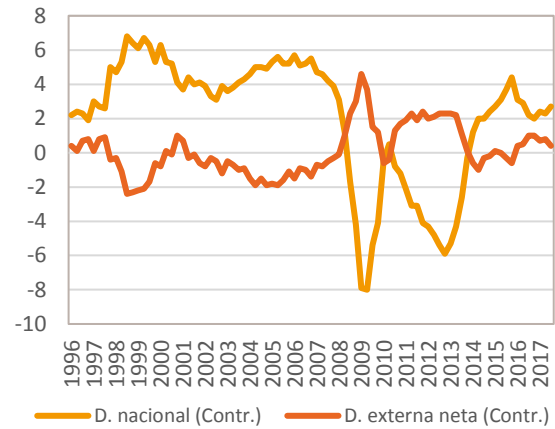
Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)



Fuente: CNTR.

Por componentes, el crecimiento económico sigue apoyándose en la demanda nacional, principal motor del crecimiento, situándose su avance en 2,7 puntos porcentuales, tres décimas superior al observado en el segundo trimestre de 2017, si bien ligeramente inferior a la aportación media que registró en el conjunto de 2016. La aportación de la demanda externa neta fue positiva, al igual que en los tres trimestres anteriores, alcanzando los 0,4 puntos porcentuales. Se trata de una composición del crecimiento algo menos equilibrada que la observada en el segundo trimestre.

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 2,4% interanual en el tercer trimestre de 2017 (una décima menos que en el primer trimestre). Sin embargo, en términos intertrimestrales, el avance del consumo privado (consumo de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) se aceleró hasta el 0,7%, misma tasa de crecimiento que en el trimestre previo.

La buena 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, gracias esta última a la estabilización del precio del barril de petróleo registrado de media a lo largo del tercer trimestre.

Los indicadores coyunturales más recientes, tanto cualitativos como cuantitativos, señalan que la senda expansiva de crecimiento del consumo privado se mantiene en el cuarto trimestre de 2017.

El consumo privado continuó creciendo en el tercer 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**.

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. Es precisamente la demanda de inversión la que más avanza en el tercer trimestre, liderada por el buen comportamiento de la inversión en equipo.

### ***Demanda externa***

Según cifras de la CNTR, en el tercer trimestre de 2017 el sector exterior aportó cuatro décimas a la variación interanual del PIB, la mitad que en el segundo trimestre, debido a que las exportaciones se aceleraron menos que las importaciones en la comparativa interanual.

Las exportaciones reales españolas no experimentaron variación alguna en tasa intertrimestral, aunque es mejor que el caso de Reino Unido (-0,7%), el resultado es peor que el de otras grandes economías europeas como Alemania (1,7%), Italia (1,6%) o Francia (1,1%). No obstante, en comparación con el trimestre del año anterior el avance de las exportaciones es de un 4,9%, cifra notable y superior a lo observado en Francia (3,9%), pero inferior al avance de las exportaciones británicas, alemanas e italianas.

Las exportaciones de bienes y servicios se aceleran a pesar de que empeora la competitividad frente a los países desarrollados y frente a economías emergentes. Según el índice de tendencia de competitividad basado en precios de consumo frente a los países desarrollados, en el tercer trimestre tuvo lugar una pérdida de competitividad del 2,7% interanual, tras la ligera caída ya experimentada en el trimestre previo (0,3%). Ello se explica partir de la apreciación del 2,8% del tipo de cambio efectivo nominal en el periodo, mientras que los precios relativos apenas variaron. La pérdida de competitividad respecto a la Unión Europea fue del 0,5%, ante el aumento del índice de precios relativos de consumo (0,2%) y la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal (0,3%). **Se trata del quinto mes consecutivo en que empeora la competitividad.** Por último, respecto a los países BRICS se observó una pérdida de competitividad del 3,3%, consecuencia de la apreciación del tipo de cambio nominal del 3,4%, muy ligeramente compensada por una leve disminución del índice de precios relativos.

A pesar de la pérdida de competitividad señalada, las exportaciones reales de bienes han logrado mantener su cuota de mercado (1,94%) gracias al avance de las exportaciones del 4,7% interanual, tasa similar al crecimiento observado del comercio mundial del 5,1%, según el Central Planning Bureau de Países Bajos.

El gasto de los hogares no residentes, en cifras de la CNTR, aumentó en el tercer trimestre del año un 2,1% en tasa intertrimestral, frente al incremento del 4% del trimestre anterior, y un 10,3% en tasa interanual, 1,4 puntos porcentuales más que en el periodo abril-junio. Los principales indicadores de turismo exterior, como las entradas de turistas, las pernoctaciones de extranjeros en hoteles nacionales y el gasto total de turistas internacionales, ofrecen señales favorables, pero con tendencia a un crecimiento más moderado, con tasas interanuales en octubre del 1,8%, el 2,6% y el 5,9%, respectivamente.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos cayeron un 2,9% en el tercer trimestre de 2017, tras el incremento de 3,6% del segundo trimestre. En términos interanuales, el avance fue del 1,8%, inferior en 5,6 puntos al del trimestre anterior.

La moderación del crecimiento de las exportaciones hacia el mercado europeo observada en el tercer trimestre continuó en el mes de octubre, según las ventas exteriores de las grandes empresas publicadas por la Agencia Tributaria.

Las importaciones reales de bienes y servicios, por su parte, se mantuvieron estables en el tercer trimestre, frente al retroceso del 0,7% del segundo trimestre. Por componentes, las importaciones de bienes aumentaron un 0,9% respecto al trimestre anterior, mientras que las de servicios cayeron un 4%, frente las tasas respectivas del -0,9% y el 0,5% del trimestre anterior.

El gasto real de los hogares residentes en el exterior, según cifras de CNTR, aumentó un 3,8% en tasa intertrimestral, tras el avance del 2,1% observado en el segundo trimestre. Por su parte, las importaciones de servicios no turísticos cayeron un 6,6% intertrimestral, tras permanecer estables en el trimestre anterior.

El superávit de balanza de bienes y servicios a precios corrientes, siempre según datos de la CNTR, se situó en el tercer trimestre en el 4,4% del PIB trimestral, una décima inferior al del año

anterior, debido al mayor déficit de bienes (-2,6% frente a -1,8% del PIB) casi totalmente compensado por el mayor superávit de servicios (7% del PIB, siete décimas superior al del mismo periodo de 2016). Dentro de los servicios, crece en cuatro décimas el superávit de los ingresos netos de turismo (4,7% del PIB) y en tres décimas el de servicios no turísticos (2,4% del PIB) en relación al porcentaje registrado en el tercer trimestre de 2016.

### **Actividad productiva**

Desde el lado de la oferta, los grandes sectores de actividad muestran un comportamiento positivo, de expansión. Destaca especialmente el sector de la construcción: el Valor Añadido Bruto (VAB), en volumen y con series corregidas de estacionalidad y calendario, creció en este sector un 4,9%, igualando el avance del trimestre anterior, mientras que el VAB de la industria mejoró un 0,7%; el del sector servicios, un 2,7%, y agricultura, ganadería, silvicultura y pesca se aceleró siete décimas en comparación con el mismo periodo del año anterior.

En tasa intertrimestral, el VAB del sector servicios y el de la construcción se aceleraron un 1,1% y un 0,8% respectivamente en el tercer trimestre, siendo la agricultura la que registró una mayor expansión (1,2%) y la industria la que recogió una mayor desaceleración, se redujo en medio punto, hasta situarse en un 0,4%.

La productividad aparente por ocupado creció el 0,3% en el tercer trimestre del año, resultado del aumento del 3,1% del PIB y de un incremento del 2,9% del empleo equivalente a tiempo completo.

Los indicadores adelantados para la industria muestran signos de la vuelta a un tono más expansivo. El Índice de Producción Industrial, con series corregidas de calendario y estacionalidad, se aceleró en octubre ocho décimas hasta el 4,2% de crecimiento interanual, fundamentalmente debido a la aceleración de los principales grupos (consumo, equipo y bienes intermedios).

El Índice de Entrada de Pedidos en la Industria, con series corregidas de calendario, e indicador adelantado de la actividad del sector, anotó en septiembre un elevado crecimiento del 15,7% anual, el más elevado de la serie histórica, gracias a la evolución favorable de todos sus componentes.

En el sector de la construcción, continúa el dinamismo. La superficie a construir en obra

nueva, según los visados de dirección de obra, registró en septiembre un aumento interanual del 25,1%, muy superior al del mes previo (5,7%), acumulando en los nueve primeros meses del año un avance medio anual del 20,8%, frente al 19,6% observado en el mismo periodo de 2016. Esta significativa aceleración fue debida al componente no residencial, que subió un 29,6% interanual, tras el descenso del 48,4% del mes previo, mientras que el residencial se ralentizó 15,5 puntos, hasta anotar una tasa interanual del 23,5%.

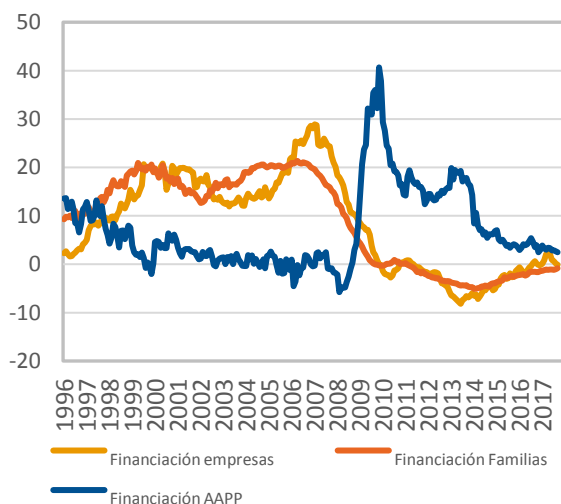
El Índice de Producción de la Industria de la Construcción, publicado por Eurostat, repuntó en septiembre, hasta alcanzar una tasa interanual del 5,9% con datos corregidos de calendario, 4,8 puntos más que en el mes anterior. Esta mejora fue debida al avance de sus dos componentes, edificación y obra civil. Sin embargo, en el acumulado del año hasta septiembre este indicador observó una caída del 0,2%.

El sector servicios, por su parte, muestra en general indicadores favorables, si bien el sector turístico modera algo su avance. Indicadores tales como el de confianza de servicios publicado por la Comisión Europea y el PMI reflejaron en noviembre sendos crecimientos, que aunque son indicativos de un sólido incremento de la actividad, se muestran más moderados que en trimestres anteriores.

A ello hay que añadir la excepcional temporada turística, que si batió records en 2016 probablemente también lo hará en 2017. No obstante, la actividad se moderó ligeramente en octubre. Este menor dinamismo (caída de diez puntos) en octubre se explica por el retroceso observado en la llegada de turistas a Cataluña, que cayó en un 4,7%.

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. En España, el saldo de crédito a hogares y empresas se mantuvo estable en octubre frente al leve avance del mes anterior. La tasa interanual recoge la caída del 1,8% observada en octubre, mientras en la Eurozona el crédito creció en términos interanuales un 1,6%, la tasa más alta en seis años. El buen momento que atraviesa la economía española favorece la expansión del crédito, apoyada por la continuidad de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE). Sin embargo, y según la Encuesta sobre acceso a la financiación de las pymes de la entidad central, **es la baja demanda de crédito la responsable en España de que no fluya el crédito a mayor velocidad**. El sector público, por su parte, sí contribuyó al crecimiento de la financiación, si bien continúa su proceso de ralentización en el crecimiento.

Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual



Fuente: Banco de España.

En la comparativa interanual en el mes de septiembre, y atendiendo a los distintos tipos de agentes, cae un 0,1% y un 0,8% la financiación a empresas y hogares, respectivamente. La financiación que tiene como destino las Administraciones Públicas aumenta un 2,5%.

*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 el 8,22% en el mes de octubre, la cifra más baja desde el mes de marzo de 2012.**

### Precios

El Índice de Precios de Consumo (IPC) correspondiente al mes de noviembre, publicado por el INE, se elevó hasta el 1,7% interanual, debido al repunte de la energía, al tiempo que se contienen los servicios y la alimentación.

Los precios de los productos energéticos aumentaron en noviembre de este año el 6% interanual, 2,1 puntos más que en octubre, esta evolución está principalmente asociada a la aceleración de los precios de los carburantes. La inflación de la alimentación se situó en el 2,2% anual en noviembre, una décima por debajo de lo observado en octubre.

La inflación subyacente (que excluye la alimentación no elaborada y los productos energéticos, los elementos más volátiles del IPC), se redujo una décima en noviembre, hasta el 0,8%, debido a la desaceleración de los precios de los servicios y a la mayor caída de los precios de los bienes industriales no energéticos.

El IPC armonizado de noviembre se situó en el 1,8%, una décima superior a la de octubre. Por su parte, la tasa adelantada por Eurostat para el conjunto de la zona euro fue del 1,5% en noviembre, también una décima superior a la de octubre.

### Mercado laboral

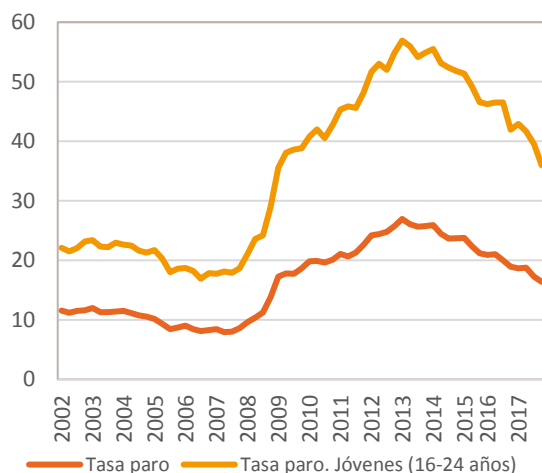
**El mercado de trabajo se caracterizó en el tercer trimestre de 2017 por un renovado dinamismo en la creación de empleo, siguiendo la excelente tendencia de trimestres anteriores**, tanto atendiendo a los datos facilitados por la Encuesta de Población Activa (EPA) como por los de afiliaciones a la Seguridad Social.

Con series corregidas de estacionalidad, la variación intertrimestral del número de afiliados creció un 0,4% en el tercer trimestre, ocho décimas menos que en el trimestre previo. En términos interanuales el número de afiliados se desaceleró tres décimas hasta el 3,5% en el tercer trimestre. Sin embargo, los datos de afiliaciones de octubre y noviembre, con aumentos interanuales del 3,6% y del 3,7% respectivamente, apuntan a una nueva

aceleración del empleo en el cuarto trimestre, según las cifras de afiliaciones a la Seguridad Social publicadas.

En base a los datos de CNTR, el empleo equivalente a tiempo completo, con series desestacionalizadas y corregidas de calendario, creció en el tercer trimestre un 0,4% intertrimestral, ocho décimas menos que en el trimestre anterior y, en términos interanuales, se desaceleró tres décimas hasta el 3,5%.

Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa



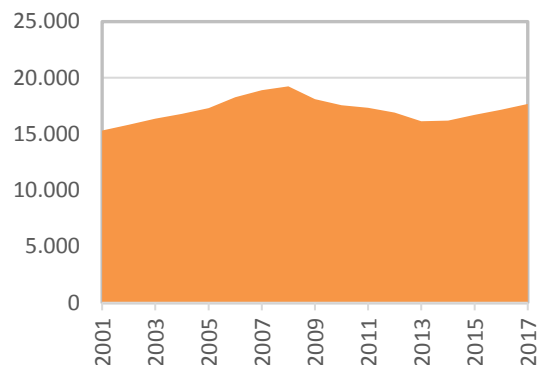
Fuente: INE

Si nos fijamos en el tipo de contrato, el aumento interanual del empleo asalariado del 3,3% sitúa la creación neta de empleo asalariado indefinido en el 60% del total, mientras que el 40% del aumento del empleo asalariado fue temporal. Como resultado de esta dinámica, **la tasa de temporalidad se situó en el 27,4%**.

El total de parados se situó en 3.731.700, por debajo de cuatro millones por segundo trimestre consecutivo. En el último año, el paro ha bajado en 589.100 personas, un descenso anual del 13,6%. **La tasa de desempleo descendió hasta el 16,4% de la población activa, la menor desde el cuarto trimestre de 2008.**

Atendiendo a la edad, cabe destacar el descenso del desempleo juvenil del 10,5% interanual, situándose la tasa de paro juvenil en el 36%, 5,9 puntos inferior a la de un año antes.

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



Fuente: Seguridad Social.

El paro de larga duración, por su parte, definido como el número de personas que lleva más de un año en situación de desempleo, descendió en el tercer trimestre de 2017 un 21,7% interanual, según cifras de Eurostat, alcanzando un peso en el total de desempleados del 43,6%.

Continúa la moderación en el crecimiento de los salarios y de los costes laborales unitarios. Las cifras de la CNTR reflejan que la remuneración por asalariado se incrementó el 0,1% en el tercer trimestre, tras el descenso del 0,2% del segundo trimestre, y la productividad aparente del trabajo se incrementó una décima más que en el periodo precedente, de forma que el coste laboral unitario disminuyó el 0,2% interanual, prolongando la senda descendente de los últimos dos años.

Por último, la Estadística de Convenios confeccionada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social apunta a un incremento medio salarial pactado hasta finales de noviembre del 1,4%, cuatro décimas superior al acordado en 2016.

### **Balanza de pagos**

En los primeros nueve meses de 2017, y según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 13.787 millones de euros (1,6%), frente a capacidad de financiación de 15.081 millones (1,8%) en el mismo periodo del año anterior.

El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente asciende a 12.702 millones de euros, frente a los 13.361 millones alcanzados en el mismo periodo de 2016. Este resultado se debe a la disminución del superávit de bienes y servicios, parcialmente compensada por la

reducción del déficit de rentas primarias y secundarias. Además, el superávit de capital se redujo un 36,9%.

Al mismo tiempo, la balanza financiera registró salidas netas de capital por valor de 22.731 millones de euros, frente a las salidas netas de 12.709 millones de un año antes, debido a unas salidas netas de capital, excluido el Banco de España, de 60.270 millones de euros, que más que compensaron el incremento de la posición neta deudora del Banco de España, que alcanzó los 37.542 millones.

El saldo comercial ha empeorado por efecto por el incremento del déficit energético. El déficit comercial de bienes energéticos aumentó un 32,1%, en línea con la evolución del precio del petróleo importado que, medido en euros, se encareció un 33,2% en media los nueve primeros meses del año, mientras que el superávit de la balanza no energética disminuyó un 24,3%. **En consecuencia, el incremento del déficit comercial fue del 40,3%.**

La balanza de servicios de turísticos alcanzó en los nueve primeros meses de 2017 un superávit de 33.314 millones, un 11,2% por encima del mismo periodo del año anterior y que se fragua gracias al avance del 11,8% de los ingresos por turismo, mientras que el gasto realizado por los turistas extranjeros, según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) aumentó un 13,9% en tasa interanual, alcanzando las entradas de turistas un crecimiento del 9,2% interanual, cifra ocho décimas inferior al trimestre anterior.

Los pagos por turismo como resultado de las salidas de los españoles al extranjero crecieron un 13,1% en los nueve primeros meses de 2017, tasa que supone una aceleración de 3 puntos respecto a la registrada en el mismo periodo de 2016.

La balanza de rentas primarias y secundarias, por su parte, acumuló en los tres primeros trimestres del año un déficit de 12.650 millones de euros, un 8% inferior al anotado en el periodo equivalente en 2016. Y ello fue posible gracias al aumento del 0,5% de los ingresos y a la caída del 1,4% de los pagos por este concepto.

La cuenta financiera, por otra parte, contabilizó en los nueve primeros meses de 2017 salidas netas de capital por valor de 22.731 millones de euros, frente a unas salidas netas de 1.230 millones en el mismo plazo de tiempo de 2016. Excluido el Banco de España, hasta septiembre

se registraron salidas netas de capital por valor de 60.270 millones de euros, que representan un 7% del PIB, frente a las salidas netas de 43.020 millones registradas un año antes, resultado que recoge saldos positivos (inversiones) en las operaciones de activo y en las de pasivo. Aumenta tanto la inversión del exterior en España como la inversión española en el exterior.

Finalmente, aumentó la posición deudora neta del Banco de España frente al Eurosistema (fundamentalmente por la reducción de 34.433 millones de euros de los activos frente al Eurosistema) y aumentó el saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) en 19.067 millones de euros, hasta alcanzar los 983.100 millones de euros, equivalente al 86,2% del PIB, porcentaje inferior en 1,5 puntos al del segundo trimestre de 2016. Por su parte, la deuda externa bruta ascendió en el segundo trimestre de 2017 a 1,925 billones de euros (168,6% del PIB), frente a los 1,880 billones de euros del mismo periodo de 2016 (170,9% del PIB), si bien aumenta con respecto al peso observado a finales de 2016 (167,5% del PIB).

### Sector público

El déficit del conjunto de las Administraciones Públicas en el mes de septiembre alcanzó el 2% del PIB si se excluyen las corporaciones locales. Ello implica que existe una probabilidad elevada de cerrar el año cumpliendo el objetivo de déficit.

Hasta septiembre, las Administraciones públicas acumulaban un ajuste de 1,2 puntos porcentuales del total de los 1,3 puntos porcentuales necesarios para alcanzar el objetivo de déficit del 3,1% en 2017.

Por administraciones, el déficit del Estado, con datos hasta octubre, disminuyó hasta el 1,1% del PIB frente al 2% del mismo mes del año anterior. También mejoró el saldo de las comunidades autónomas, con un superávit del 0,1% del PIB en septiembre, frente al déficit del 0,2% del mismo mes del año anterior. La Seguridad Social, por su parte, registró en septiembre un déficit del 0,6% del PIB, igual al observado en septiembre de 2016.

Pese a la mejora en el ajuste del saldo público, la deuda pública se mantiene en cotas elevadas. Así, en el tercer trimestre se situaba en el 98,6%, cercana al máximo del 100,7% del tercer trimestre de 2016 y muy por encima de los niveles previos a la crisis y al promedio histórico de la economía española. Ello obliga a evitar la

complacencia y continuar haciendo esfuerzos de consolidación fiscal.

Tal y como recoge la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIRef), la buena marcha de la recaudación tributaria, tanto impuestos como cotizaciones, pero sobre todo, la contención del gasto público aumentan la probabilidad de terminar el año 2017 con un déficit del 3,1% del PIB, en línea con el objetivo marcado por el Gobierno.

En lo que a política fiscal se refiere, y ante lo que puede ser un escenario de progresiva normalización de la política monetaria por parte del BCE, adquiere mayor relevancia que el país cumpla los objetivos de déficit durante 2017 y 2018. Para cuando llegue la normalización monetaria, sería deseable que el rating soberano haya recuperado el terreno perdido a lo largo de la crisis para evitar un repunte de los costes de financiación.

*Nuestras previsiones apuntan a un crecimiento anual para 2017 del 3,1%.*

### **Escenario 2017-2018: crecimiento sostenido**

La economía española experimentará una paulatina desaceleración en los próximos trimestres que la llevará a registrar un avance del 2,5% en 2018, más de medio punto porcentual por debajo del crecimiento con el que probablemente cerrará 2017.

A comienzos de año la desaceleración esperada del PIB era el resultado de varios factores que, no sólo iban a dejar de favorecer, sino que podrían contribuir negativamente al crecimiento del PIB en 2017. Por un lado, el encarecimiento del petróleo, que elevaría los costes de la economía española y mermaría renta para consumo o ahorro. La subida gradual desde junio ha sido del 42%, y este mes ha alcanzado máximos anuales, situándose en promedio un 18,5% por encima de los niveles alcanzados hace un año. Si bien su efecto se ha visto parcialmente neutralizado por la fuerza del euro, que se apreció un 14,5% desde comienzos de año. Desde septiembre el euro se ha depreciado cerca del 1%. El consumo privado ha crecido a un buen ritmo, a pesar del ascenso gradual del

precio del petróleo observado, mucho más contenido en promedio en el cuarto trimestre, lo debería favorecer un aumento algo más elevado del gasto de las familias.

Por otro lado, el acusado y rápido ascenso de tipos de interés, finalmente no se ha producido. Los tipos de interés a largo plazo referenciados por el bono español a 10 años terminarán el año entorno al 1,5%, nivel muy bajo en términos históricos, cómodo de gestionar y facilitador del crecimiento.

La economía española continúa beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, de los extraordinariamente reducidos tipos de interés y del todavía relativamente bajo precio del petróleo. Con un crecimiento anualizado que podría situarse en el entorno del 3% en el cuarto trimestre los datos macroeconómicos son muy positivos. Así, los datos de confianza están en niveles elevados, la producción industrial, el sector servicios, el turismo y las exportaciones vienen dando sorpresas positivas y, los PMI muestran de nuevo comportamientos al alza. Las perspectivas para el sector inmobiliario son igualmente claramente positivas.

Además, los indicadores adelantados del cuarto trimestre tales como las ventas de coches o las pernoctaciones hoteleras de residentes mantienen un elevado ritmo de crecimiento. Por lo que se refiere a la inversión en equipo, estos señalan una continuidad del tono expansivo, si bien menos intenso que en el tercer trimestre. La confianza de los empresarios también disminuye en el último trimestre del año.

Todo ello permitiría alcanzar un crecimiento del 3,1% en 2017, con un peso de la demanda interna ligeramente inferior al observado en 2016, compensado por la mayor aportación de la demanda externa, que alcanzaría una aportación al crecimiento del 0,5%. Un ritmo ligeramente inferior de creación de empleo y un precio medio superior del barril de petróleo en 2017 serán los principales responsables de ralentización en el avance del consumo privado. Todo lo contrario que la inversión, que esperamos que se incremente, hasta el 4%, casi un punto porcentual más que en 2016. La demanda de inversión embalsada a la espera de la formación de Gobierno, las favorables condiciones financieras y el buen comportamiento del PIB y del empleo permitirán que la inversión empresarial tanto en bienes de equipo como en construcción avance más rápido de lo que lo hizo



en 2016. El consumo público, por su parte, también se ha movido al alza, alrededor del 1,1% interanual, tres décimas por encima del año anterior, y su crecimiento será probablemente aún mayor en 2018. El fuerte ritmo al que avanza la recaudación, especialmente el IVA y el IRPF, debería permitir cumplir el objetivo de déficit público en 2017 del 3,1% del PIB.

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.

El Índice de Precios de Consumo (IPC), publicado por el INE, se elevó en noviembre hasta el 1,7%, pero mantiene un nivel alejado de las cifras de principios de año. En cualquier caso, la subida de precios en España al inicio de 2017 fue, como comentábamos en anteriores informes, más un aumento transitorio de los precios que afectaría 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 del 2%. Cabe una interpretación similar para la zona euro en general, a pesar de que las tensiones inflacionistas deberían ser probablemente mayores en los países centrales del euro a medio plazo, con tasas de paro mucho más reducidas. Conviene considerar también que aunque la tendencia general del desempleo es claramente positiva en el área comunitaria (de mantenerse el actual ritmo de creación de empleo la tasa de paro en la zona euro podría bajar hasta el 8,5% a principios de 2018, que si bien es alta en comparación con la economía de Estados Unidos o de Japón, situaría el paro en la zona euro en los niveles históricos promedio de antes de la crisis), la holgura en los mercados de trabajo sigue siendo notable cuando se consideran medidas más amplias de la infrautilización del trabajo.

Según las previsiones de los principales organismos internacionales, la economía mundial acelerará su crecimiento por encima del 3% tanto en 2017 como en 2018 y 2019. El comercio mundial cobró impulso desde el verano y mantiene una buena inercia que favorece, de

momento, el crecimiento de la economía mundial. La intensa recuperación del comercio mundial, que ya crece a la misma tasa que el PIB es, probablemente, el mayor cambio producido en 2017. Es oportuno recordar que el año 2016 comenzó con una crisis financiera, por el temor a una recesión en China.

Durante los últimos meses, el mayor crecimiento mundial se traduce en un mejor comportamiento de los resultados empresariales. Y, además, la renta fija se ve favorecida por la moderada inflación y por lo que se ha venido percibiendo como una actitud extremadamente prudente por parte de los bancos centrales.

Sin embargo, no es fácil que este escenario de elevado crecimiento y baja inflación se mantenga en el tiempo. A medida que la capacidad ociosa de la economía global continúa reduciéndose, es inevitable que las presiones de salarios y precios vayan en aumento. Esto, a su vez, hará necesaria una progresiva reacción por parte de los bancos centrales, en forma de subida gradual de tipos de interés (nominales y reales) y de reducción, también pausada, de los tamaños de sus respectivos balances. Ese gradualismo podría verse afectado, en el caso de Estados Unidos, por el impacto del estímulo fiscal vía reducción de impuestos en una economía en fase de sólido crecimiento.

En línea con lo anterior, la Reserva Federal decidió poner punto y final al proceso de expansión cuantitativa (QE) de manera gradual. Además, ha elevado en diciembre un cuarto de punto el tipo de interés situándolo por encima del 1%. Se trata del cuarto incremento consecutivo en un proceso de endurecimiento progresivo de la política monetaria. La tasa de paro se sitúa en mínimos de los últimos 16 años. La histórica bajada de impuestos será un nuevo estímulo sobre la economía y ha llevado a la Reserva Federal a elevar su previsión de crecimiento para 2018 al 2,5%.

El resultado de la reducida tasa de paro y de un plan de estímulo fiscal de esa envergadura debería ser una aceleración progresiva de los salarios, que tendería también a traducirse en presiones progresivas de precios. Además, la debilidad reciente del dólar tenderá a generar presiones adicionales de precios. Si a ello añadimos el perfil proteccionista del actual Gobierno de Estados Unidos, todo parece indicar que los precios deberían subir en la primera economía del mundo, motivando sucesivas nuevas subidas del precio del dinero.

La economía de Estados Unidos muestra un desempeño económico sólido durante los próximos trimestres. Los fundamentos del consumo privado siguen siendo fuertes y la inversión corporativa emite buenas señales. El sector inmobiliario, por su parte, tiene aún un margen importante de expansión adicional y el sector exterior debería beneficiarse de un dólar más débil, pese a la probable apreciación tras la retirada de estímulos anunciada por la Reserva Federal.

A diferencia de episodios históricos anteriores, el endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal no debería afectar con tanta virulencia a las economías emergentes. En primer lugar, la implementación de la retirada de estímulos será muy gradual. Además, los fundamentos macroeconómicos de la mayoría de economías emergentes son más sólidos que en periodos anteriores. Por último, y reconociendo la elevada deuda que mantienen estas economías en perspectiva histórica, estos países son menos vulnerables a la apreciación del dólar debido a la estabilidad que ofrecen tanto los niveles generales de precios, resultado de las correctas políticas monetarias implementadas, como los precios de las materias primas, importante activo de exportación. A ello conviene añadir el mayor uso observado en los últimos trimestres del mercado de deuda en moneda local, especialmente por parte de multinacionales extranjeras, lo que hace que estas economías emergentes sean menos dependientes de la deuda denominada en dólares para financiar sus déficits por cuenta corriente.

Entre las economías emergentes es destacable el esfuerzo de las autoridades chinas por mantener en orden su sistema bancario, donde pierde fuerza la amenaza de una gran crisis financiera, a pesar de los elevados niveles de deuda. No obstante, la deuda privada está en máximos históricos y sigue creciendo. China mantuvo su velocidad de crucero en 2017 con un crecimiento próximo al 7%. Pero con un cambio muy significativo en su modelo de crecimiento. Las exportaciones y la producción industrial han dejado de ser el motor y ahora lo es el consumo privado y la inversión, especialmente en energía y la lucha contra la contaminación y el cambio climático.

Este cambio se refleja especialmente en su cuenta corriente. En 2007 China tenía un superávit exterior del 10% del PIB y financiaba el déficit de EEUU (5% de su PIB). La conocida como la superabundancia de ahorro que creó el

entorno propicio para la burbuja de crédito internacional, que derivó en la Gran Recesión. En contraste, China cerrará 2017 con un superávit exterior próximo al 1% del PIB y en breve tendrá déficit. Por lo tanto, China ha pasado de ser la fábrica del mundo a uno de sus principales motores de demanda.

En el ámbito europeo, y con una menor incertidumbre política en el seno de la Unión Europea, los datos macro en la eurozona son francamente positivos: el crecimiento prácticamente dobla el potencial, la expansión beneficia a prácticamente todos los países y las buenas noticias proliferan tanto por el lado de la demanda interna como de las exportaciones.

Aunque en el área euro existen todavía niveles apreciables de capacidad ociosa, ésta se viene reduciendo rápidamente. Basta con que el paro se reduzca al mismo ritmo que en el último año para que el desempleo alcance a mediados de 2018 tasas en el entorno del 8%. Esta tasa, pese a ser elevada en comparación con la americana, está por debajo de la media del desempleo en el área en el período previo a la crisis y es, por tanto, una estimación razonable de lo que podría ser el nivel de paro de equilibrio del continente europeo. Y ello, a pesar de que la tasa de desempleo infravalora muy probablemente los niveles de capacidad ociosa en la Eurozona. Pero, lo que es cierto es que se tome la medida de capacidad ociosa que se tome, es difícil no ver el *output gap* de la eurozona cerrándose en alrededor de año y medio (sabiendo, además, que ya hay países como Alemania que están con *output gaps* positivos). Lo cual, podría tener efectos al alza en la inflación subyacente superiores a los esperados hoy por el mercado.

El BCE, por su parte, ha revisado a la baja sus previsiones de inflación debido a la apreciación del euro. La política monetaria se mantiene intacta. De este modo, 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. En los últimos meses se añade el componente deflacionario de la apreciación del euro, que ya ha condicionado con elevada probabilidad el momento óptimo para la retirada de estímulos. El euro ha llegado a apreciarse respecto al dólar más del 15% desde comienzos de año.

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.

Nuestro escenario central continúa siendo uno de reflación moderada de la economía mundial, con los bancos centrales normalizando de forma progresiva sus políticas monetarias. Que la corrección de la curva de rentabilidades, probablemente aún muy plana, sea más gradual o más brusca dependerá del grado de prudencia en relación a las necesidades de la economía. La probabilidad de un *overshooting* significativo en los objetivos de inflación aumentará conforme más relajadas sean las políticas monetarias en relación a las tensiones de precios observadas. De producirse, los tipos de interés a largo plazo podrían tardar algo más en repuntar, pero lo harían con más fuerza de lo descontado actualmente por el mercado.

En 2018 se prevé una desaceleración del crecimiento del PIB de la economía española hasta el 2,5% que se explica tanto por una menor contribución de la demanda interna como de la demanda externa, siendo más intensa la ralentización esperada en la primera. Las exportaciones de bienes y servicios es probable que sigan ganando cuota de mercado pero a un ritmo más pausado, mientras que las importaciones irían mermando algo de crecimiento en función del menor crecimiento previsto de la demanda interna. La aportación de

la demanda nacional al crecimiento sería inferior a la de 2017 (2,1% frente al 2,6%), dado que la ralentización esperada del consumo de las familias por un ritmo algo menor en la creación de empleo no llegará a ser compensada por un aumento del consumo público y por una demanda de inversión también menor. En cualquier caso, el crecimiento previsto, si bien inferior al de años anteriores, lograría situar la tasa de paro en cotas no vistas desde el inicio de la crisis, concretamente en el 15,2%.

No obstante, **la incertidumbre sigue siendo elevada debido a diversos factores, entre ellos el diseño de las políticas de la Administración estadounidense y sus efectos en la economía de este país, así como los efectos de posible contagio sobre la actividad mundial.** A ello habría que añadir las posibles tensiones financieras en algunas economías emergentes y el reajuste gradual de la economía china, dado su elevado endeudamiento, un consumo e inversión debilitados por los altos niveles de deuda, un posible repunte rápido de la inflación o el aumento del proteccionismo.

En efecto, una expansión de crédito ya bastante duradera, normalmente acompañada de aumentos de precios inmobiliarios, es una muestra de síntomas de recalentamiento financiero en algunas economías emergentes. Una subida más rápida de lo previsto de los tipos de interés en Estados Unidos afectaría negativamente a aquellas economías emergentes con mayor deuda en dólares. Mientras, en las economías avanzadas la mayor preocupación se centra a medio plazo en los posibles problemas para arreglar los desequilibrios de su sistema financiero, especialmente en la zona euro.

Una deriva proteccionista en los próximos años afectaría al actual dinamismo exportador europeo. Nuevos episodios de apreciación del euro también son un riesgo a considerar pues frenarían el crecimiento de la Eurozona.

La vulnerabilidad de la economía española a futuras subidas de tipos es otro de los grandes riesgos que se ciernen sobre la economía. La velocidad en la retirada de estímulos por parte del BCE condicionará el impacto de las medidas de política monetaria sobre la economía real. 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.

El primer impacto llegará en forma de subidas del tipo de interés a largo plazo. Afectará de manera más inmediata a las empresas, y ello es preocupante dada la elevada vulnerabilidad financiera de la economía española. Al mismo tiempo, aunque tardará algún tiempo en afectar a los pagos por intereses de la deuda de las Administraciones Públicas, también terminará afectando a estas.

Lo segundo, subidas del tipo de interés a corto plazo, estas impactarán sobre la economía española al ser ésta especialmente sensible a incrementos del Euríbor, 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 ocho décimas, hasta el 5% del PIB (sin incluir pérdidas por ayudas a la banca), en 2016, el ajuste fue de siete 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 cinco o seis 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.

Ante lo que puede ser un escenario de progresiva normalización de la política monetaria por parte del BCE, adquiere mayor relevancia que el país cumpla los objetivos de déficit durante 2017 y 2018. Para cuando llegue la normalización monetaria, sería deseable que el rating soberano haya recuperado el terreno perdido a lo largo de la crisis para evitar un repunte de los costes de financiación.

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 políticas no convencionales de política monetaria en la importante depreciación del euro y su efecto dinamizador sobre las exportaciones acontecido en 2015 y 2016. La importante apreciación de la

moneda única en 2017, y 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, podría todavía afectar al sector exportador español en la primera mitad de 2018 en todas las ventas exteriores dirigidas fuera de la zona euro.

Mayores avances en el proceso de integración europea harían a la economía española menos vulnerable cuando llegue la retirada de estímulos desde el lado de la política monetaria y reforzaría de manera notable la confianza de los mercados en la economía de la zona euro.

No obstante, 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.

En el ámbito nacional se ha de señalar la situación en Cataluña. Tras la celebración de los comicios del 21-D, la cuestión catalana sigue sin resolverse. Es necesario que se alcance un acuerdo político que dé lugar a un gobierno estable en Cataluña y se normalice así la situación, de lo contrario podría generar un riesgo real de una mayor inestabilidad financiera y económica.

Otro 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 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.

**Cuadro de previsiones anuales de la economía española.**

**Cuadro 1. Previsiones anuales.**

(% variación media anual, salvo indicación en contrario)

	2017	2018
PIB real	3,1	2,5
Consumo final hogares	2,5	2,0
Consumo final AAPP	1,2	1,6
Formación Bruta de Capital Fijo	3,9	2,6
- Maquinaria y bienes de equipo (1)	4,9	2,0
- Construcción	3,3	3,2
Variac. existencias (contribución al crec. del PIB en pp)	0,0	0,0
Demanda nacional	2,6	2,1
Exportaciones de bienes y servicios	6,1	4,4
Importaciones de bienes y servicios	4,6	3,1
IPC subyacente (media anual)	1,2	1,5
IPC total (media anual)	2,1	1,4
Costes laborales por asalariado (2)	1,0	1,2
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	2,7	2,0
Tasa de paro (EPA, % población activa)	17,0	15,2
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	1,5	1,0
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. <b>excluyendo ayudas a ent. financieras</b> (% PIB)	-3,1	-2,6
(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.		

**F**●**OCUS**

**axesor** { *Primera Agencia  
de Rating española* }

902 10 10 33

[www.axesor.es](http://www.axesor.es)

[bccomunicacion@axesor.es](mailto:bccomunicacion@axesor.es)