

**F**●**CUS**

*Boletín Trimestral de  
Coyuntura Económica*

*Nº6 / Diciembre / 2016*

—

## *Índice*

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	7
Perspectivas 2017.....	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 2016-2017: crecimiento sostenido...	20
Cuadro de previsiones anuales de la economía española.....	23

# BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA.

## *Resumen ejecutivo.*

Los datos de contabilidad nacional confirmaron que **la economía española creció un 0,7% intertrimestral en el segundo trimestre de 2016**, gracias a la notable aportación de la demanda interna y, 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 3,2% en tasa interanual.

Si debemos destacar el **dinamismo** de un indicador, ese es **el consumo privado** (+0,6% intertrimestral), que lleva meses beneficiándose del aumento del poder adquisitivo de las economías domésticas, fruto de la creación de empleo, del descenso de los precios de la energía y de las mejoras en las condiciones financieras. Al consumo privado se unió en el tercer trimestre el consumo público con una subida del 1% intertrimestral, un incremento muy superior al del segundo trimestre.

La demanda doméstica también fue impulsada por la **inversión en equipo**, que creció un modesto 0,1% intertrimestral, mostrando un frenazo importante tras el enorme vigor de la primera mitad del año, especialmente en el segundo trimestre y a través de la inversión en bienes de equipo.

En el tercer trimestre de 2016, según las cifras de la contabilidad nacional trimestral, **el sector exterior aportó seis décimas a la variación interanual del PIB**, mientras que la contribución de la demanda interna al crecimiento fue de 2,6 puntos porcentuales.

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

En 2016 nuestro escenario central muestra que la demanda doméstica continúa expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado, y que la demanda externa neta tiene una aportación cada vez más positiva al crecimiento del PIB, crecimiento que estimamos que será del 3,2%. A diferencia del segundo trimestre, el crecimiento ha sido más equilibrado pues, la ralentización del crecimiento de la demanda interna se compensa con la mayor aportación del sector exterior.

El buen comportamiento de las exportaciones en el primer semestre no ha tenido continuación en el tercer trimestre, debido fundamentalmente al estancamiento que se observa en el comercio mundial. El euro se ha depreciado un 1,1% frente al dólar y un 6,5% frente al yen en los primeros once meses del año, si bien se ha apreciado un 15,8% frente a la libra esterlina, movimiento muy influido por el Brexit.

**Las cifras de la economía española adquieren aún mayor valor si se observa la ralentización de la economía de la zona euro** (0,6% en el primer trimestre frente a 0,3% en el segundo y en el tercer trimestre). Preocupa la ralentización en el tercer trimestre del crecimiento del PIB en Francia y en Alemania (0,2%), 0,5 y 0,4 puntos porcentuales inferior al observado a principios de año.

**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona euro siguen estando sesgados a la baja** debido, entre otros factores, al resultado del referéndum en el Reino Unido (que añade otro factor más de incertidumbre al proyecto europeo) y a otras incertidumbres geopolíticas, como las derivadas del “no” italiano a reformar la Constitución y de la elevada incertidumbre política en torno al resultado de las elecciones en Francia en abril y en Alemania en septiembre. En el caso de la economía española se añade la cuestión catalana.

**El consumo privado debe continuar creciendo a un ritmo notable en el cuarto trimestre de 2016 debido al buen ritmo de creación de empleo mostrado por la estadística de afiliaciones a la seguridad social en el mes de octubre. Si las cifras de noviembre decepcionaron no es menos cierto que, en conjunto, el número de afiliaciones está muy por encima del periodo equivalente en 2015.** A ello se sumará el, aún, relativamente bajo precio del petróleo (si bien con un crecimiento muy fuerte en diciembre), la contención de precios y las laxas condiciones financieras.

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

Las familias han continuado el proceso de desapalancamiento iniciado en 2010, pasando éste de representar el 70,9% del PIB en el segundo trimestre de 2015 al 66,7% en el mismo trimestre de 2016.

**Tras un 2015 con una destacada contribución de la inversión, y unos inicios de año con señales contradictorias, la inversión, que mantuvo un ritmo fuerte en el segundo trimestre, apenas crece en el tercero (0,1%).** Y todo ello compensado, en parte, por el aumento del consumo público, que crece en tasa intertrimestral un 1%, ritmo al que no crecía desde el primer trimestre de 2015.

El frenazo de la inversión es más acusado en el caso de la inversión en bienes de equipo que en la variable de inversión en construcción. Y dentro de los bienes de equipo, conviene distinguir, tras dos trimestres con crecimientos intertrimestrales muy parejos, la caída de los bienes de equipo-maquinaria (-0,6%) frente a la aceleración del crecimiento de la inversión en bienes de equipo con fines de transporte (2,3%).

**Indicadores adelantados del cuarto trimestre muestran signos 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.

**La productividad está prácticamente estancada.** La economía española sufrió un mayor ajuste salarial desde el inicio de la crisis, lo que permite que aumentos en la remuneración por asalariado del 0,8% en el tercer trimestre sean asumibles por parte de unas empresas sin aumentos proporcionales de productividad ya que los márgenes empresariales han sido más holgados en los últimos trimestres.

El mercado inmobiliario, por su parte, tras consolidar su lenta recuperación en el primer semestre de 2016, con crecimiento de las ventas del 20% y aumento de precios del 4%, lo que estimula levemente la construcción de nuevas viviendas y la creación de empleo en el sector, siguió activo en el tercer trimestre, si bien el precio de la vivienda se contrajo ligeramente en términos intertrimestrales (-0,4%), por lo que en términos interanuales su avance se ralentizó al 1,6% (2% en el segundo trimestre). En el mes de octubre la compraventa de viviendas cayó un 1,7% interanual frente al fuerte incremento del 13% de septiembre. El precio medio registra un crecimiento en octubre del 1,5%, según el Consejo General del Notariado.

Respecto al sector turístico, destaca la llegada a España de 7,1 millones de turistas internacionales en el mes de octubre, un 11% más que en 2015, 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 cuarto trimestre de 2016. El aún fuerte ritmo de creación de empleo, la caída de precios y las facilidades de crédito facilitan el consumo por parte de las familias. El consumo también mantiene resistencia gracias a la estabilización del precio del petróleo, pero irá perdiendo fuerza a lo largo de 2016 y en 2017, tras la fuerte subida registrada en diciembre.

**Por otra parte, la fuerte subida del crudo en diciembre y la política del BCE alejan, prácticamente de una manera definitiva, los riesgos deflacionistas.** En la medida que en Europa el crecimiento, como esperamos, se siga situando por encima del potencial, lo más probable es que la economía se oriente hacia un repunte progresivo de la inflación subyacente en los próximos meses.

A su vez, **la subida y estabilización del precio del crudo debería contribuir a que la inflación general tienda a aproximarse a la subyacente en meses venideros.** En ciertos países de la

zona euro con bajo desempleo el dinamismo de los salarios debería presionar al alza a los precios. Incluso en España, y con las mejoras en las cuentas de resultados de un gran número de empresas, los aumentos, aunque progresivos y lentos, en los salarios deberían contribuir a un mejor reparto de la riqueza generada haciendo partícipes también a los trabajadores de la etapa de fuerte crecimiento actual. Las empresas, una vez decidan el reparto óptimo de beneficios y las necesidades de inversión para reforzar su tecnología, equipamiento y capital humano, deberían disponer de fondos también para recompensar el esfuerzo que están haciendo los trabajadores a lo largo de la crisis. Este aumento de inflación por el lado de los costes facilitaría, además, el proceso de desapalancamiento de la economía española. De momento, **el Índice de Precios al Consumo (IPC) aumentó en octubre y noviembre un 0,7% en tasa interanual**, tras el 0,2% registrado en septiembre, según cifras publicadas por el INE. El incremento en la tasa interanual del IPC se debe al comportamiento de los precios de los productos energéticos, que crecieron por primera vez desde julio de 2014. En términos intermensuales, el IPC aumentó un 1,1% en octubre, cinco décimas más que en el mismo mes de 2015.

Las condiciones han continuado 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.

No obstante, y en relación con las empresas, cabe destacar **el menor crecimiento del crédito en el tercer trimestre en el segmento de pymes** (utilizando como proxy de estos créditos los inferiores a un millón de euros), que registró una leve subida del 0,2% interanual, cuando en el acumulado del año hasta octubre registra un crecimiento del 2,8%. **Entre las posibles explicaciones se encuentra la menor demanda de crédito, tal y como recoge la Encuesta sobre préstamos bancarios que elabora el BCE**, pero también el recurso a la autofinanciación de las pymes gracias al ahorro acumulado en los últimos años y al interés por reducir la financiación bancaria tras comprobar las empresas lo doloroso que puede ser perder la financiación por parte del banco en un momento de dificultad. En el caso de las nuevas operaciones superiores a un millón de euros (de las grandes empresas) la caída del crédito que llega a estas empresas ha sido en el tercer

trimestre del 40,9%, la cual ha coincidido con un momento álgido en las emisiones de bonos corporativos por parte de estas empresas, especialmente tras el anuncio del BCE de incluir la compra de deuda corporativa en su programa de compra de activos. Por último, y en el ámbito público, la deuda de las Administraciones Públicas, según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), se situó en octubre en el 99,5% del PIB, tras bajar un 0,39% desde el 100,3% registrado al final del tercer trimestre. Todo parece indicar que el Gobierno, tras las medidas tomadas, logrará cumplir con el objetivo de déficit público en 2016.

**El final del mes de octubre y el comienzo de noviembre dieron a luz sendos gobiernos en España y en Estados Unidos.** En el caso español, **es un gobierno en minoría en el que la toma de decisiones será más lenta y necesitará de la negociación y del diálogo.** Y ello en tiempos donde se hace muy necesario llevar a cabo cambios y reformas que requieren altura de miras y con cuestiones como la catalana aún sin resolver. Y existe el riesgo cierto de que todo ello pueda derivar en una legislatura muy corta o extremadamente ineficaz.

**La victoria republicana en las elecciones de Estados Unidos eleva el riesgo político**, al menos a corto plazo, pues en el programa económico de Donald Trump existen importantes contradicciones y propuestas inconexas, al mezclar aumento de gasto público, en línea claramente keynesiana con reducciones de impuestos, medida de carácter más liberal siendo, quizá, sus ideas claramente proteccionistas en las relaciones con el resto del mundo, el elemento que puede introducir mayor vulnerabilidad en la débil y lenta recuperación de la economía mundial, como ha subrayado el propio Banco Central Europeo (BCE). Esta **amenaza proteccionista** serviría, por tanto, para lastrar aún más el ya de por sí difícil momento por el que atraviesa el comercio internacional y podría significar **un punto de inflexión en el proceso de globalización** vivido por la economía mundial durante los últimos cuarenta años.

**El problema reside en que una mayor incertidumbre para la economía mundial influye negativamente en las expectativas de consumidores e inversores.** La política fiscal expansiva terminaría teniendo efectos expansivos si bien, a corto plazo, puede desencadenar una fuerte corrección del mercado de bonos, como ya ha sucedido, debido a sus

potenciales efectos sobre la inflación y el endeudamiento público. **La corrección del mercado de bonos a nivel internacional ha sido rápida e importante.** En el caso del bono español a 10 años ha subido más de 30 puntos básicos, en línea con los niveles alcanzados en el mes de junio, tras el Brexit, condicionando, de este modo, el coste de la financiación del Tesoro, **si bien 2016 cerrará con el tipo de interés medio de la deuda pública más bajo de la historia, por primera vez inferior al 3%.**

**Y la subida de rentabilidades responde a expectativas crecientes de subidas de precios, lo que podría obligar a la Reserva Federal a normalizar la política monetaria a una velocidad más rápida de la deseada, influyendo negativamente sobre la estabilidad financiera mundial,** especialmente en la estabilidad financiera de numerosas economías emergentes, sobre todo si tomaron prestado en dólares, dado que la moneda estadounidense no ha dejado de apreciarse frente a todo tipo de monedas y es bien probable que lo siga haciendo. De momento, en su reunión de diciembre la Reserva Federal subió los tipos de interés al 0,75% y el euro cae a mínimos anuales con respecto al dólar habiéndose depreciado más de un 4% desde la victoria republicana, acercándose a la paridad.

Y ello tiene lugar cuando, por vez primera en los últimos años, el deterioro de expectativas de los países desarrollados se estaba viendo compensado con una mejora de las expectativas sobre las economías emergentes. El retraso en la subida de tipos en EEUU y la reciente estabilización de los precios de las materias primas ha permitido mantener un cierto optimismo respecto al mundo emergente a lo largo de 2016, que debería confirmarse en los próximos meses a tenor de los acuerdos alcanzados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Con crecimientos, además, mejores de lo esperado en China y la India y con ralentización de la caída del PIB en Brasil y Rusia.

**El mayor riesgo para la economía española sigue siendo la complacencia, pues los retos a largo plazo para la economía y la sociedad españolas siguen estando ahí.** Sigue siendo necesario introducir medidas que reduzcan la temporalidad e impulsen la empleabilidad en el mercado de trabajo, políticas que fomenten la creación de puestos de trabajo de calidad y que ayuden a reducir la desigualdad, ampliada en España por los efectos de la crisis. Del mismo modo que son imprescindibles políticas que impulsen el crecimiento de la productividad y un mayor tamaño medio de empresas, una mayor competencia en los mercados de bienes y servicios y la mejora del capital humano. Finalmente, la reducción de la deuda externa neta, el avance en el proceso de consolidación de las cuentas públicas o la creación de empleo son mejoras del cuadro macroeconómico imprescindibles.

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

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

**El contexto internacional es más impredecible (presiones proteccionistas, nuevo presidente estadounidense, Brexit, rechazo de la reforma constitucional en Italia, elecciones en 2017 en Francia, Holanda y Alemania) y el riesgo político aumenta, tal y como apuntamos en la segunda parte del informe sobre el *Escenario 2016-2017*, y requiere mayor protagonismo de los resortes internos de la recuperación económica.** Las previsiones apuntan a un débil crecimiento de los mercados europeos, principal salida de las exportaciones españolas. En cualquier caso, las empresas españolas han mejorado su posición competitiva en términos salariales. Estos últimos años los sueldos se han reducido en comparación con los otros países de la zona euro, eliminando la brecha que se había creado durante la burbuja inmobiliaria. El salario medio hora trabajada en España se sitúa en los 10

euros mientras que en la zona euro alcanza los 15 euros.

**En definitiva, el problema de la economía española sigue siendo, por tanto, la baja productividad y los bajos salarios pues hace más difícil reducir el déficit y la deuda pública.**

El pacto acordado de subida del salario mínimo interprofesional del 8% para el 2017, para alcanzar algo más de 707 euros al mes, logrará paliar ligeramente la desigualdad, el desequilibrio importante de la economía española, que tiene su origen principal en el elevado desempleo. Resta ver su impacto sobre el empleo, que tal vez no sea significativo, y llega, por el contrario, en un momento oportuno dada la necesidad de compensar la probable caída en la demanda externa, ante el difícil entorno internacional, con una demanda interna más sólida, tanto por la creación de empleo como por la remuneración del mismo. Pero la evidencia empírica sugiere que es poco probable que la subida del salario mínimo tenga un efecto significativo de traslación al resto de salarios.

Los últimos indicadores económicos disponibles adelantan un crecimiento del 0,6% del PIB en el cuarto trimestre, que permitirá cerrar 2016 con un crecimiento interanual del 3,2%, tal y como adelantábamos desde hace algunos meses. Ahora bien, sin bajada del impuesto del IRPF que permita aumentar la renta disponible de las familias y expandir, de este modo, el consumo privado en 2016; con subida prevista en 2017 de los impuestos del alcohol, tabaco, refrescos y gasolina, que drenará un 0,1% del PIB, a lo que se suma una inflación esperada próxima al 2% e incrementos salariales nominales exiguos, cercanos al 1%, con salarios reales que pierden en torno al 1% de su poder adquisitivo. Si la tasa interanual de crecimiento del consumo privado comenzó su andadura en el primer trimestre expandiéndose al 3,4%, podría terminar 2017 creciendo al 2% en tasa interanual. 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, lo que desacelerará el crecimiento del PIB en 2017.

**Y el riesgo es financiero, por la elevada deuda externa de España.** ¿Qué pasará cuando el BCE deje de comprar deuda pública española, previsiblemente a finales de 2017?

**El riesgo se sitúa así más en 2018.** 2017 debería consolidar una desaceleración que

podría empezar a notarse en la segunda parte de este año. 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, éste podría alcanzar tasas de crecimiento en el entorno del 2,5%, como explicamos en la última parte del informe.

## *Escenario global*

### **Perspectivas 2017**

El año 2016 comenzó con el temor a una recesión en EEUU y mundial y una grave crisis financiera en China que afectó a las bolsas mundiales. EEUU creció en el trimestre de nuevo un 3% y crea unos 200.000 empleos mensuales en el cuarto trimestre, alejando el fantasma de la recesión. En China, la incertidumbre sobre la sostenibilidad del cambio de modelo de crecimiento y sus efectos sobre la solvencia de su sistema bancario continúa pero la percepción de riesgo de los inversores internacionales ha disminuido.

Para 2017 las previsiones anticipan un crecimiento de la economía mundial próximo al 3%, similar al de 2016. Y la perspectiva es que el comercio mundial crezca menos que el PIB por lo que el proceso de globalización y de integración comercial ha dejado de avanzar. Rusia y México se han sumado al acuerdo de recorte de producción de la OPEP y en 2017 pondrán 1,5 millones de barriles al día menos en el mercado. Las previsiones anticipan precios del petróleo de 60 dólares, significativamente por encima del promedio de 2016.

Pero la principal incertidumbre mundial es el nuevo presidente de los EEUU. Aún no ha tomado posesión y ya ha dividido a la sociedad estadounidense como no se recordaba desde 2001. Ha puesto en cuestión los ocho años de Barack Obama buscando nuevos consensos mundiales, provocando varias crisis diplomáticas principalmente con China, con México, con Asia rechazando el TPP, y con Europa, parando el TTIP. Donald Trump ha propuesto para cargos de responsabilidad a tres banqueros de Wall Street que ponen en cuestión la regulación financiera actual; a un responsable de Energía contrario a las tesis del cambio climático, y a un secretario de Estado vinculado al sector del petróleo y con conexiones con el presidente

ruso, Vladimir Putin; ha sugerido que la Reserva Federal actúa por intereses políticos y ha asegurado que la política de tipos cero ha provocado una gran burbuja en las Bolsas.

El plan de inversiones prometido por Trump exige participación privada, como el Plan Juncker, y no es previsible que tenga mucho impacto sobre el PIB, como el mencionado plan. La Fed continuará subiendo tipos durante 2017 y el BCE seguirá comprando 60.000 millones de euros mensuales de bonos al menos hasta diciembre de 2017. Por lo tanto, lo más probable es que el dólar se siga apreciando y lo veamos cotizando por debajo de la paridad contra el euro.

En la Eurozona, con el comercio mundial débil y el precio del petróleo más alto, el escenario más probable es un crecimiento del PIB y del empleo menor que en 2016. La Comisión presentó un plan de inversión pública de 50.000 millones, el 0,5% del PIB, apoyado por el BCE y el FMI pero que fue rechazado por el Eurogrupo. Pero la mayor incertidumbre será política, con elecciones en Francia en la primavera y el temor a una victoria de Le Pen, que propone sacar a Francia del Euro. La inestabilidad en Italia con un gobierno débil y con el sistema bancario sin sanear. Y elecciones en Alemania en otoño con la reelección de Merkel en cuestión por el avance del partido xenófobo Alternativa por Alemania. El escenario más probable es que Le Pen no gane las elecciones, pero aun así la incertidumbre es elevada.

Que el BCE mantenga las compras de deuda es un seguro de estabilidad financiera para España, con una economía con elevada deuda externa y donde continuará creciendo el PIB y el empleo. Pero con la eurozona creciendo menos y el comercio mundial débil, las exportaciones se resentirán. Y con el petróleo más alto y una política fiscal contractiva, con subida de impuestos y recortes de gasto, sobre todo de inversión pública, el crecimiento de la demanda interna también será menor.

### ***Perspectivas de crecimiento de la economía española.***

La fase expansiva de la economía española que se inició en el tercer trimestre de 2013, 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 0,7% intertrimestral, ligeramente inferior al del segundo trimestre, tal y como adelantamos 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 2,6 puntos porcentuales al crecimiento anual del PIB, se le suma en el tercer trimestre el dinamismo de la demanda externa, con una aportación de 0,6 puntos porcentuales, siendo por segundo trimestre positiva la aportación del sector exterior, tras tres trimestres de contribuciones negativas.

Según nuestras previsiones, la economía española crecerá un 3,2% en 2016, igualando el buen registro de 2015, un comportamiento propio de una fase consolidada del ciclo, si bien, tal y como veníamos advirtiendo, **la economía mostrará una paulatina desaceleración durante el segundo semestre (que se prolongará a lo largo de 2017) debido, fundamentalmente, al parón en el comercio internacional y a la desaparición gradual de algunos vientos de cola, como la caída del precio del petróleo, que parece haberse estabilizado ligeramente por encima de los 50\$ 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, es muy probable que el avance de la actividad económica se sitúe alrededor del 2,5%.

**En el tercer trimestre, la demanda interna se consolida como el principal elemento propulsor del crecimiento, gracias al consumo privado y al consumo público, que toma el relevo a la inversión, un elemento que había sido decisivo en el segundo trimestre.**

Así, el consumo privado creció en el tercer trimestre del año un 0,6% intertrimestral, ralentizando su crecimiento en una décima con respecto al segundo trimestre y dejándose dos décimas en relación al ritmo de crecimiento de principios de año.

**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.**

A lo que hay que añadir el prácticamente estancamiento de la inversión (0,1%, en tasa intertrimestral), todo ello compensado, en parte, por el aumento del consumo público, que crece en tasa intertrimestral un 1%, ritmo al que no crecía desde el primer trimestre de 2015.

El frenazo de la inversión es más acusado en el caso de la inversión en bienes de equipo que en la variable de inversión en construcción. Y dentro de los bienes de equipo, conviene distinguir, tras dos trimestres con crecimientos intertrimestrales muy parejos, la caída de los bienes de equipo-maquinaria (-0,6%) frente a la aceleración del crecimiento de la inversión en bienes de equipo con fines de transporte (2,3%).

El mercado inmobiliario, por su parte, sigue activo, si bien en el tercer trimestre el precio de la vivienda se contrajo ligeramente en términos intertrimestrales (-0,4%), por lo que en términos interanuales su avance se ralentizó al 1,6% (2% en el segundo trimestre). En el mes de octubre la compraventa de viviendas cayó un 1,7% interanual frente al fuerte incremento del 13% de septiembre. El precio medio registra un crecimiento en octubre del 1,5%, según el Consejo General del Notariado.

**Las exportaciones dejaron de crecer en el tercer trimestre** (3,1% intertrimestral en el segundo trimestre), cayendo un 1,3% intertrimestral, viéndose afectados más los servicios que los bienes del parón existente en el comercio internacional. Dicho crecimiento no es homogéneo pues mientras que las ventas fuera de la Unión Europea, según datos de la Agencia Tributaria, caen un 0,4% interanual hasta octubre, las ventas a países socios de la Unión crecen un 3,2%.

**La balanza por cuenta corriente acumuló un superávit de 14.046 millones de euros, notablemente superior al alcanzado en el primer semestre de 2015 (7.690 millones de euros). Ello ha sido posible gracias al aumento del superávit de bienes y servicios y a la moderación del déficit de rentas primarias y secundarias.**

En el cuarto trimestre, indicadores adelantados tales como las ventas exteriores de las grandes empresas para octubre, desestacionalizadas, deflactadas y corregidas de calendario, muestran un avance en relación al de septiembre del 1,1%, cuando a lo largo del tercer trimestre las ventas al exterior en relación con el trimestre anterior cayeron un 0,5% y en septiembre crecieron un 0,1%.

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 crecieron en octubre al mayor ritmo de los últimos catorce meses (3,3%), indicador adelantado de una posible mejora de esta variable en el cuarto trimestre y señal de dinámica muy positiva de la venta de este tipo de productos en el exterior por parte de las empresas españolas.

No obstante, existen otros indicadores que apuntan, en general, a un tono menos expansivo el último trimestre del año. Así, el indicador cualitativo de clima de bienes de inversión registró en el periodo octubre-noviembre un saldo positivo, pero inferior en 3,2 puntos al del tercer trimestre mientras que el grado de utilización de la capacidad productiva de bienes de inversión se contrajo casi dos puntos, hasta situarse en el cuarto trimestre en el 81,7%.

**Por lo que se refiere al empleo, su buen ritmo de creación se mantiene en el tercer 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 0,8% intertrimestral en el tercer trimestre, lo que sitúa el avance interanual en el 2,9%. Durante el mes de noviembre se registraron cerca de 3,8 millones de parados, es decir, 24.800 más que en el mes anterior. El desempleo subió en términos desestacionalizados. Durante octubre, la evolución fue muy positiva. Es pronto, por tanto, para determinar si los malos datos de noviembre supondrán un cambio de tendencia. En cualquier caso, el mayor impacto se ha observado sobre los menores de 25 años. Del análisis de las afiliaciones a la Seguridad Social, se concluye que noviembre también fue un mes malo.

Los principales indicadores parecen indicar que la actividad económica seguirá fuerte en el cuarto trimestre y que España seguirá liderando el crecimiento en la zona euro, apuntando a una tasa intertrimestral del PIB de alrededor del 0,6%. El Índice PMI compuesto de Actividad Global, según Markit, aumenta en octubre y noviembre, 0,3 y 0,8 puntos, respectivamente. El índice PMI compuesto de actividad manufacturera para España se situó en noviembre en el nivel 54,5, superior al registrado en la zona de euro y 1,2 puntos por encima al del mes previo.

La mejora se explica, principalmente, por la aceleración de los nuevos pedidos, provocando el avance de los pedidos pendientes de realización para satisfacer la demanda, lo que a su vez generó una ligera disminución de los stocks de productos terminados. Por su parte, el Índice de Confianza Empresarial, elaborado por el INE, aumenta en el cuarto trimestre un 0,2%, frente al 0,5% del tercer trimestre.

Entre los indicadores cualitativos para la economía española, el Índice de Sentimiento Económico, que elabora la Comisión Europea, avanzó ocho décimas en noviembre respecto a octubre, hasta el nivel 108,4, el más elevado en lo que va de año. Este resultado comprende la mejora de la confianza en todos sus componentes, excepto en el comercio minorista, donde ha empeorado. El diferencial favorable para España se amplió una décima en noviembre hasta situarse en siete décimas.

Entre los indicadores vinculados con el consumo privado, cabe destacar el aumento en noviembre de las matriculaciones de automóviles, según ANFAC, del 13,5%, insistiendo en el hecho de que se retoma la senda de avances de dos dígitos interrumpida en octubre y que fue el mejor noviembre desde 2007. En los once primeros meses del año se acumula un incremento medio anual del 11,1%, sobre un crecimiento registrado en 2015 del 20,9%. Por lo que se refiere al Índice general de ventas de comercio al por menor, corregido de calendario y deflactado, mantuvo en octubre un crecimiento intermensual negativo del -0,1%, tras el avance observado del 0,5% en septiembre.

Respecto al sector turístico, destaca la llegada a España de 7,1 millones de turistas internacionales en el mes de octubre, un 11% más que en 2015, según los datos provisionales publicados por el INE de la Encuesta de Movimientos Turísticos en Frontera (FRONTUR).

La inflación, tras pasar a terreno positivo el pasado mes de septiembre, acumula subidas del 0,7% interanuales en octubre y noviembre, muy influidas por la subida de los precios del petróleo. La caída acumulada en los primeros once meses del año es del 0,4%.

La inercia del consumo privado es todavía fuerte, por lo que seguirá siendo motor de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2016. El aún fuerte ritmo de creación de empleo, la caída de precios y las facilidades de crédito facilitan el consumo por parte de las familias. El consumo también mantiene resistencia gracias a la estabilización del precio del petróleo, pero irá perdiendo fuerza a lo largo de 2016 y en 2017, tras la fuerte subida registrada en diciembre.

Por último, y en el ámbito público, la deuda de las Administraciones Públicas, según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), se situó en octubre en el 99,5% del PIB, tras bajar un 0,39% desde el 100,3% registrado al final del tercer trimestre.

La demanda es esencial para impulsar la inversión empresarial, y así apuntalar la recuperación. La situación es favorable con respecto a los otros principales determinantes de la inversión (excedentes empresariales y acceso al crédito a condiciones favorables). En lo que va de año, las empresas invirtieron cerca de 39.000 millones de euros en el exterior. Es decir 11.000 millones más de lo que las empresas extranjeras invirtieron en España.

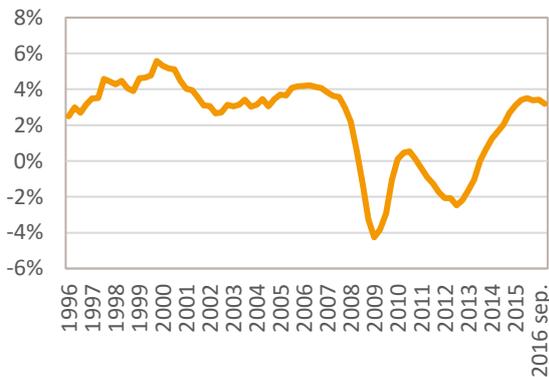
### ***Demanda y producción***

Según los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicados por el INE, el PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el tercer trimestre de 2016 un crecimiento intertrimestral del 0,7%, cuatro décimas más que la eurozona y una décima inferior al de los tres trimestres anteriores. En términos interanuales, el PIB creció un 3,2%, dos 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 2015 con un crecimiento anual del 3,2%, más del doble del registrado en 2014 (1,4%) y el más elevado desde 2007.

No obstante, nuestras previsiones apuntan hacia una ralentización progresiva del crecimiento del PIB, hasta el 2,5% en 2017, si bien prevemos que dicha ralentización no afecte en 2016,

manteniendo una estimación de crecimiento del PIB del 3,2%, igual al crecimiento observado en 2015. Este perfil de desaceleración se explica a partir de la pérdida de fuerza de algunos factores que habrían impulsado la actividad de manera transitoria, 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, tarea que se antoja ardua y complicada para trimestres venideros, consecuencia, en gran parte, del estancamiento en el comercio internacional.

**Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)**

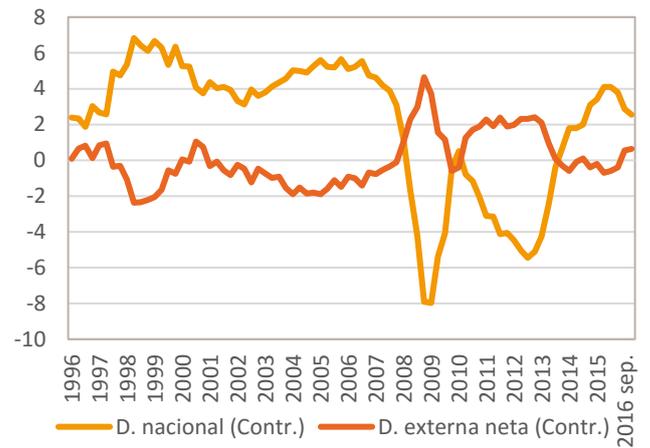


Fuente: CNTR.

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 tercer trimestre consecutivo, situándose en 2,6 puntos porcentuales, inferior en tres décimas a la del trimestre previo. La aportación de la demanda externa neta fue positiva, al igual que en el segundo trimestre, alcanzando los 0,6 puntos porcentuales, una décima más que en el trimestre anterior, después de tres trimestres de contribuciones negativas. 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 y el aumento del consumo público en tasa intertrimestral.

**Por lo que se refiere al empleo, su buen ritmo de creación se mantiene en el tercer 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 0,8% intertrimestral en el tercer trimestre, lo que sitúa el avance interanual en el 2,9%.

**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. 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 2,8% interanual en el tercer trimestre, inferior en cuatro décimas al del trimestre precedente. **En términos intertrimestrales, el avance del consumo privado (consumo de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) se situó en el 0,6%, una décima inferior al del trimestre previo.**

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

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

El consumo privado continuó creciendo en el tercer trimestre, en términos nominales, a un ritmo inferior al de la remuneración de los asalariados. A falta de disponer de las cuentas completas de los sectores institucionales, podría estar apuntando a un aumento del ahorro de las familias.

Muy destacable es también el comportamiento del gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen y en términos interanuales, al acelerarse seis décimas en el tercer trimestre de 2016, hasta el 1,4% interanual, mientras que en términos intertrimestrales el aumento del consumo público fue del 1%, tras la caída del 0,6% observada en el segundo trimestre.

La inversión en capital fijo, por su parte, observó un ritmo de avance interanual del 3,1% en el tercer trimestre de 2016, gracias al dinamismo de la inversión en bienes de equipo (4,9%) y al crecimiento de la inversión, tanto en construcción, como en productos de la propiedad intelectual, con respectivos crecimientos interanuales del 2% y del 2,6%. En el segundo trimestre, la inversión creció un 0,3% en tasa intertrimestral, cuatro puntos inferior al del trimestre previo. Dicha ralentización obedece a la pérdida de dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo, que recoge una caída en el trimestre del 0,3%, a diferencia de bienes de equipo de material de transporte que crecen con fuerza un 2,3% intertrimestral.

La inversión en construcción mantuvo el ritmo de avance en el tercer trimestre, situándose en su tasa interanual en el 2%, y en 0,2% 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 septiembre, aunque de forma más moderada que el mes anterior, anotando un aumento interanual del 13,2%, inferior en 7 puntos al de agosto. El número de hipotecas constituidas sobre viviendas se aceleró en septiembre 3,6 puntos respecto al mes previo, situándose su variación interanual en el 10%. Finalmente, el precio de la vivienda, según la estadística del Ministerio de Fomento, continuó la senda de crecimientos interanuales iniciada a principios del año pasado, con un avance del precio de la vivienda libre del 1,6% interanual en el tercer trimestre, tasa que se eleva hasta el 1,8% en términos reales.

Las condiciones continúan siendo muy favorables para las decisiones de inversión: un proceso de desapalancamiento más avanzado, buen comportamiento de la demanda, bajos tipos de interés y elevada utilización de la capacidad productiva.

### ***Demanda externa***

En el tercer trimestre de 2016, según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el sector exterior aportó una décima a la variación intertrimestral del PIB, tras aportar seis décimas en el trimestre previo, como resultado de una caída de las exportaciones de bienes y servicios (-1,3%, en tasa intertrimestral) inferior al de las importaciones (-1,8%), tras registrar dichos flujos tasas positivas del 3,1% y del 2%, respectivamente en el segundo trimestre de 2016. En comparación con las principales economías de la Unión Europea, la tasa intertrimestral de las exportaciones reales españolas ha sido inferior a la de Alemania (-0,4%), Francia (0,6%) y Reino Unido (0,7%). En tasa interanual se sitúa claramente por encima de las de Alemania (1,5%) y Francia (1,1%), siendo inferior a la de Reino Unido (4,1%).

En términos interanuales, la demanda externa neta aportó seis décimas a la variación del PIB en el tercer trimestre de 2016, una décima más que en el segundo trimestre, debido a que las exportaciones se desaceleraron menos que las importaciones.

Las exportaciones de bienes y servicios moderaron su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre de 2016, tras la aceleración observada en el segundo trimestre, en un entorno en el que no se observa una recuperación clara y generalizada de la actividad en los principales socios comerciales y en las mayores economías emergentes.

Tampoco ayudó la evolución de la competitividad-precio, dado que ésta empeoró un 1% interanual frente a los socios comunitarios - tras once meses de ganancias, debido a la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal (1,7%), parcialmente compensada por la caída del índice de precios relativos de consumo (-0,7%) - y un 0,8% frente a los países BRICS resultado de una considerable apreciación del índice del tipo de cambio nominal (4,7%), que contrasta con la depreciación del 2,8% del tercer trimestre de 2015, amortiguado en parte por la disminución de precios relativos del 3,7%. Tan sólo gana competitividad la economía superior al fortalecimiento del 1% del tipo de cambio efectivo

nominal. La economía española ganó, sin embargo, competitividad respecto a los países desarrollados (0,8% interanual), debido a un descenso de los precios relativos (-0,9%), parcialmente compensado por la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal.

En términos interanuales, las exportaciones de bienes y servicios se incrementaron un 2,8% en el tercer trimestre de 2016, frente al 6,4% en el segundo trimestre, con avances del 2,5% en bienes y del 3,3% en servicios, tasas 3,4 y 4,3 puntos inferiores a las del periodo previo. En términos intertrimestrales, las exportaciones retrocedieron el 1,3%, frente al incremento del 3,1% del periodo previo, debido a las caídas de las exportaciones de bienes y de servicios, del 0,6% y del 2,8% respectivamente, tras los avances del 3,8% y 1,5% en el trimestre anterior.

El crecimiento interanual de las exportaciones de bienes en el tercer trimestre (2,5%) contrasta de manera notable con la atonía experimentada por el comercio mundial de bienes, que creció un 0,8% según el Central Planning Bureau de Países Bajos, habiéndose producido una ganancia de cuota de mercado real en los primeros meses del año, hasta el 1,95%. El frenazo de las exportaciones en el tercer trimestre es generalizado en todas las áreas geográficas (siendo más intensa la corrección en los mercados europeos pues venían de registrar tasas de crecimiento significativas) y por productos (con la única excepción de los intermedios energéticos, que moderaron su caída más de 10 puntos porcentuales).

El gasto de los hogares no residentes disminuyó en el tercer trimestre un 0,5% en tasa intertrimestral, frente al incremento del 2,7% del trimestre anterior, y aumentó un 8,2% en tasa interanual, 1,5 puntos porcentuales menos que en el trimestre precedente, según las cifras de Contabilidad Nacional. Para el cuarto trimestre, 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 octubre un 11% y 7,2%, respectivamente.

También las exportaciones reales de servicios no turísticos cayeron un 4,3% intertrimestral, tras el incremento del 0,7% del segundo trimestre. En términos interanuales, registraron un ligero avance, del 0,1%, inferior en seis puntos al del trimestre anterior. Según la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios del INE, referida al segundo trimestre de 2016, los

servicios con mayor contribución al crecimiento nominal de las exportaciones fueron los empresariales y el transporte.

Las importaciones, por su parte, disminuyeron en el tercer trimestre de 2016 un 1,8% respecto al trimestre anterior, frente al incremento del 2% del segundo trimestre. Por componentes, las importaciones de bienes cayeron un 3,3% respecto al trimestre previo, y las de servicios crecieron el 5%. El gasto real de los hogares residentes en el exterior, según cifras de CNTR, creció un 11,5%, tras el 0,7% y el 12,9% observado en el segundo y en el primer trimestre, tasas que incluyen, al menos en parte, el efecto Semana Santa, como explicativo de su gran diferencia. El gasto en el tercer trimestre, por tanto, vuelve a tasas de crecimiento de dos dígitos. Las importaciones de servicios no turísticos, por su parte, se incrementaron un 2,8% intertrimestral, tras el incremento del 0,7% del trimestre previo.

El superávit de balanza de bienes y servicios según datos de la CNTR, se situó en el segundo trimestre de 2016 en el 4,3% del PIB trimestral, medio punto superior al del año anterior, debido al menor déficit de bienes (-1,6% del PIB, frente al -2,6% de un año antes), parcialmente compensado por el menor superávit de servicios (5,9% del PIB, cinco décimas inferior al del mismo periodo del año anterior). Dentro de los servicios, el superávit de los ingresos netos de turismo (4,1% del PIB) se redujo una décima en relación al porcentaje registrado en el tercer trimestre de 2015, mientras que el de los servicios no turísticos (1,9% del PIB) disminuyó tres décimas.

### **Actividad productiva**

Desde el lado de la oferta, los grandes sectores de actividad muestran un comportamiento dispar en el tercer trimestre del año. El Valor Añadido Bruto (VAB) de la construcción se aceleró 1,1 puntos, hasta el 2,7% interanual, mientras que en la industria y en los servicios el VAB moderó el ritmo de avance 1,2 puntos y dos décimas, respectivamente, hasta el 1,9% y el 3,4%. Por último, el VAB de la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca aumentó un 2,5%, una décima más que en el trimestre previo. En tasa intertrimestral, el mayor incremento correspondió al sector servicios (0,8% al igual que en el trimestre anterior), seguido de construcción, con un crecimiento del 0,5%, la mitad que en el trimestre previo. El VAB de la industria se estabilizó (0,1%), tras el avance del 1% del trimestre precedente, y el de la agricultura creció

ligeramente, un 0,2%, después del descenso cercano al 2% del segundo trimestre.

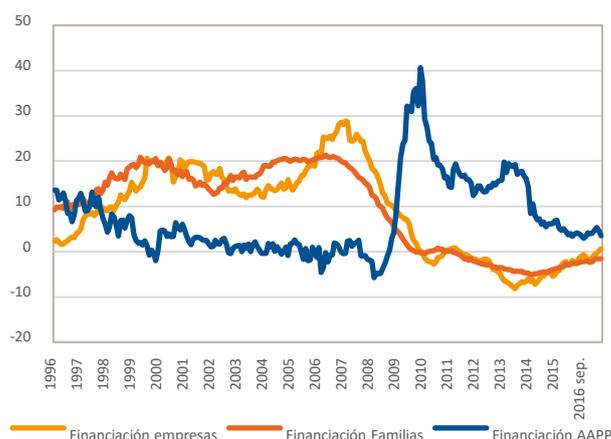
La productividad aparente por ocupado, en términos de Contabilidad Nacional, creció el 0,3% en el tercer trimestre del año, resultado del aumento del 3,2% del PIB y de un incremento del 2,9% del empleo equivalente a tiempo completo.

Los indicadores adelantados para la industria muestran signos mixtos en el mes de octubre. Si bien el Índice de Producción Industrial muestra ralentización fundamentalmente explicada por el mal comportamiento de los bienes intermedios, los bienes de equipo ralentizan su caída al tiempo que los bienes de consumo mantienen inalterado su crecimiento del 0,4%. Por último, el PMI de manufacturas prolongó en noviembre la tendencia alcista iniciada en septiembre, situándose en el nivel 54,5, el más elevado de los últimos diez meses.

Sin ser claras las señales provenientes de la construcción, el Índice de Producción de la Construcción (IPIC), publicado por Eurostat, registró en septiembre un avance del 3,9% interanual, frente a la caída del 4,3% observada el mes anterior. El aumento del IPIC se explica por la mejora del componente de edificación así como por el de obra civil. En el conjunto del año el IPIC mostró un avance medio anual del 6%, frente al avance del 1,8% registrado en 2015. Menos favorables son otros indicadores tales como el consumo aparente de cemento en octubre o la superficie a construir en obra nueva, según los visados de dirección de obra, que ralentizan su crecimiento en septiembre. 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 noviembre. A ello hay que añadir la excepcional temporada turística, caracterizada por un mes de octubre que añade aún más impulso al sector, con crecimientos interanuales del 11% de turistas, del 16,3% del gasto total y del 4,8% del gasto medio por persona, con pernотaciones hoteleras creciendo también a muy buen ritmo (6,5% interanual), un punto y medio más que en septiembre.

En relación a la financiación a la actividad productiva, el gráfico 3 muestra la evolución de la tasa de variación de la financiación para los distintos agentes productivos. El crédito a empresas y familias ralentiza su ritmo de caída en los primeros nueve meses del año, lo cual favorece la actividad productiva, pero sigue disminuyendo en términos interanuales, si bien la financiación a empresas muestra crecimientos positivos después de mucho tiempo.

**Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual**



Fuente: Banco de España.

En relación con las empresas, cabe destacar el menor crecimiento del crédito en el tercer trimestre en el segmento de pymes (utilizando como proxy de estos créditos los inferiores a un millón de euros), que registró una leve subida del 0,2% interanual, cuando en el acumulado del año hasta octubre registra un crecimiento del 2,8%. Entre las posibles explicaciones se encuentra la menor demanda de crédito, tal y como recoge la Encuesta sobre préstamos bancarios que elabora el BCE, pero también el recurso a la autofinanciación de las pymes gracias al ahorro acumulado en los últimos años y al interés por reducir la financiación bancaria tras comprobar las empresas lo doloroso que puede ser perder la financiación por parte del banco en un momento de dificultad.

En el caso de las nuevas operaciones superiores a un millón de euros (de las grandes empresas) la caída del crédito que llega a estas empresas ha sido en el tercer trimestre del 40,9%, la cual ha coincidido con un momento álgido en las emisiones de bonos corporativos por parte de estas empresas, especialmente tras el anuncio del BCE de incluir la compra de deuda corporativa en su programa de compra de activos.

Desde el lado de la oferta, la mejora del sector bancario se consolida. La tasa de morosidad del sector bancario, que fue del 9,2% en septiembre (1,5 puntos porcentuales inferior al año pasado y 4,4 puntos porcentuales por debajo del máximo de diciembre de 2013), mantiene una tendencia descendente que se apoya en la mejora de la actividad económica y, especialmente, del mercado laboral. El ligero repunte en octubre hasta el 9,27% debería considerarse como de estabilización de la tasa de mora bancaria, a la espera de ver la evolución en los próximos meses. En cualquier caso muestra cierta dificultad para descender del 9%.

### **Precios**

La inflación continúa como se esperaba. El IPC registró una variación interanual del 0,7% en noviembre. La variación, hasta octubre, muestra que la recuperación de la inflación se explica por la subida de los precios de la electricidad, frente al descenso de 2015, y por el incremento de los precios de los carburantes, tanto gasoil como gasolina. La tasa de variación interanual de estos últimos (en euros) viene recuperándose desde agosto de 2015, y seguirá tirando hacia arriba del IPC hasta mediados de 2017.

La inflación subyacente (que excluye alimentos no elaborados y productos energéticos), por su parte, avanzó un 0,8% interanual en octubre y sigue una suave tendencia alcista apoyada en el dinamismo del consumo privado, si bien el impacto de la repercusión negativa de los grupos de alimentos y de ocio y cultura llevo al registro de octubre a quedarse por debajo del de agosto y septiembre.

### **Mercado laboral**

Las estadísticas del mercado laboral recogen en el tercer trimestre de 2016 una aceleración del empleo, tanto en el caso de la Encuesta de Población Activa (EPA) como en el de las afiliaciones a la Seguridad Social, con un ritmo de creación en torno al 3% interanual. El balance conjunto de octubre y noviembre recoge una intensificación del ritmo de creación de empleo, según las cifras de afiliaciones publicadas.

En el tercer trimestre de 2016, según la EPA, el empleo de la economía española se incrementó en 226.500 personas (182.200 en el mismo periodo del año anterior), situándose el total de ocupación en 18,5 millones. Con series desestacionalizadas por el INE, la ocupación avanzó cuatro décimas en términos intertrimestrales, registrando una tasa del 0,8%.

En términos interanuales, la ocupación de la EPA se incrementó en 478.800 personas en el tercer trimestre, lo que supone una tasa de variación del 2,7%, tres décimas por encima de la del segundo trimestre.

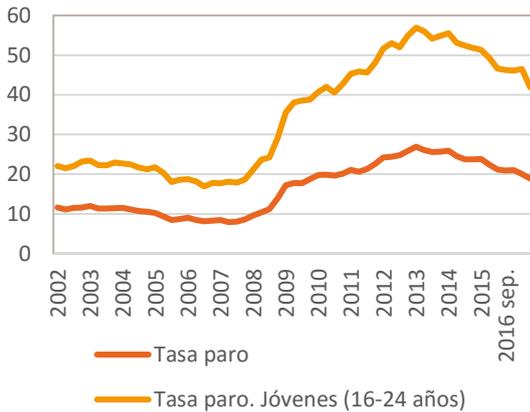
*La favorable evolución del consumo privado se explica a partir de la creación de empleo, la moderación de precios y la mejora en el acceso y las condiciones de financiación*

Conclusiones similares se extraen del análisis de las otras dos fuentes estadísticas del mercado laboral. De este modo, según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el empleo equivalente a tiempo completo creció en el tercer trimestre un 0,8% intertrimestral, con series desestacionalizadas y corregidas de calendario, una décima más que en el trimestre previo y, en términos interanuales, y con series brutas, aumentó el 2,9%, una décima por encima de la cifra del segundo trimestre.

Si nos fijamos en las afiliaciones, con series corregidas de estacionalidad, estas aumentaron un 0,7% intertrimestral en el tercer trimestre de 2016, dos décimas menos que en el segundo. En términos interanuales, el número de afiliados muestra una aceleración de tres décimas, registrando un tasa del 3% en el tercer trimestre.

Según las cifras publicadas por la EPA, el aumento interanual del empleo fue generalizado en todas las grandes ramas de actividad, principalmente en servicios, con un aumento de 407.600 ocupados (3% interanual), seguido de agricultura, con 34.300 ocupados más (+4,8%), construcción, con 24.600 (2,3%) e industria, con 12.400 (0,5%).

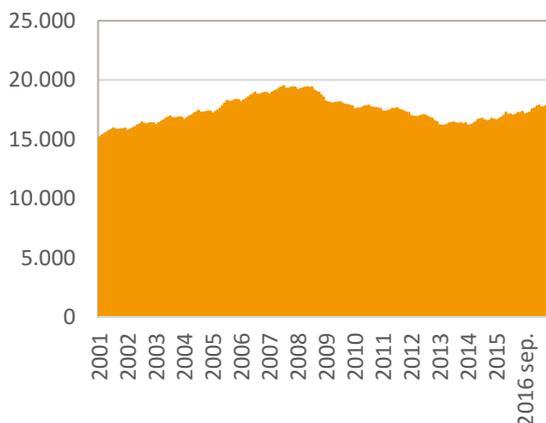
**Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa**



Fuente: INE

Atendiendo a la edad, todos los grupos presentan descensos del paro en el tercer trimestre, concentrándose las mayores disminuciones en el tramo 25-54 años (199.800 parados menos) y entre los jóvenes de entre 20 y 24 años (43.900 menos). La tasa de paro de los jóvenes bajó 4 puntos en un trimestre, pasando del 46,4% del segundo trimestre al 41,9% del tercer trimestre, hecho aún más significativo cuando ésta se situaba en el 51,4% hace tan sólo un año.

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



Fuente: Seguridad Social.

Continúa la moderación en el crecimiento de los salarios y de los costes laborales unitarios. La remuneración por asalariado aumentó un 0,1% interanual, dos décimas menos que en el segundo trimestre, de manera que en el tercer trimestre los costes laborales unitarios (CLU) siguieron descendiendo ligeramente el 0,1%, frente al retroceso del 0,3% del segundo trimestre.

Según la Estadística de Convenios colectivos elaborada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, con la información recogida hasta octubre, el incremento salarial medio pactado permaneció en el 1,1%. Cabe recordar que la subida máxima establecida para 2016 es del 1,5%. Por sectores, los aumentos salariales fueron del 1,1% en servicios e industria y del 0,9% en agricultura y construcción.

**Balanza de pagos**

En los primeros nueve meses de 2016 la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 16.418 millones de euros (2% del PIB), frente a una capacidad de financiación frente al exterior de 11.355 millones (1,4% del PIB) en el mismo periodo del año anterior.

La balanza por cuenta corriente acumuló un superávit de 14.046 millones de euros, notablemente superior al alcanzado en el primer semestre de 2015 (7.690 millones de euros). Ello ha sido posible gracias al aumento del superávit de bienes y servicios y a la moderación del déficit de rentas primarias y secundarias. Finalmente, el superávit de capital se redujo un 35,2%.

Simultáneamente, la balanza financiera registró salidas netas de capital por valor de 7.531 millones de euros, frente a las salidas netas de 20.858 millones de un año antes, resultado de un aumento de la posición neta deudora del Banco de España, de 49.081 millones de euros, parcialmente compensado por un incremento de las salidas netas de capital excluido el Banco de España, que se situaron en 56.614 millones.

La mejora del saldo comercial por la reducción del déficit energético permite que aumente el superávit de bienes y servicios en los nuevos primeros meses de 2016 hasta los 27.022 millones de euros, superior en un 25,6% al registrado en el mismo periodo del año anterior. En términos nominales las exportaciones

crecieron un 2,7% y las importaciones un 0,6% en tasa interanual. Según las cifras de Aduanas, en los nueve primeros meses de 2016 el déficit comercial de bienes energéticos disminuyó un 29,8%, en línea con la evolución del precio importado que, medido en euros, se abarató un 29,3% en media en dicho periodo, mientras que el superávit de la balanza no energética disminuyó un 34,8%.

Tanto los ingresos como los pagos por turismo se aceleran. Así, la balanza de servicios turísticos acumuló entre enero y septiembre de 2016 un superávit de 28.755 millones de euros, superior en un 0,8% al del mismo periodo de 2015. El excelente momento que atraviesa la industria turística en España queda reflejado en el aumento del 6,3% de los ingresos por turismo, del 7,6% del gasto realizado por los turistas extranjeros y del 10,2% de la entrada de turistas en tasas interanual sobre los nueve primeros meses de 2016. No obstante, los pagos por turismo, indicador del buen estado de forma del consumo de las familias españolas y que recoge los viajes de los españoles al extranjero, crecieron un 19,8% en los nueve primeros meses del año.

Finalmente, disminuye el déficit de rentas primarias y secundarias un 6,2% en la comparativa interanual para los primeros seis meses del año, resultado del aumento de ingresos muy superior al de los pagos (3,1% frente a 1%), de manera que el déficit se situó en 12.976 millones de euros. La disminución del déficit de rentas es principalmente debido a la compra de deuda pública por parte del BCE que ha permitido la caída del coste de la deuda. Por último, se reduce el superávit de la balanza de capital entre enero y septiembre en un 35,2% registrándose un superávit de 2.372 millones de euros, si bien hay que destacar la irregularidad de estos ingresos, por el carácter plurianual de muchas de las acciones que financian.

El coste medio de los pasivos en circulación ha bajado por primera vez del 3%. A 30 de noviembre, el interés medio conjunto de la deuda se sitúa en el 2,8%, por debajo del 3,21% registrado a cierre de 2015 y del 3,94% alcanzado a finales de 2014.

El hecho de que los inversores estén pagando al Estado por tener letras del Reino de España ha llevado el interés medio de la deuda emitida en los primeros once meses de este año al 0,63%, por debajo del mínimo del 0,84% de 2015, con

un ahorro estimado de 2.000 millones de euros en intereses respecto a lo presupuestado.

Las operaciones corrientes, de capital y financieras, generaron una disminución de 49.081 millones de euros de los activos netos del Banco de España, montante que aglutina un aumento de 8.006 millones de las reservas, una reducción (aumento de la posición neta deudora) de 54.005 millones de los activos frente al Eurosistema y un retroceso de 3.082 millones del resto de activos netos.

La Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) mejoró en el segundo trimestre de 2016, al reducir su saldo deudor en el segundo trimestre en 21.403 millones con respecto al primer semestre de 2015, hasta alcanzar 969.800 millones de euros. La PIIN deudora representó el 88,5% del PIB en el segundo trimestre de 2016, 5,5 puntos menos que un año antes. Por su parte, la deuda externa bruta ascendió en el segundo trimestre de 2016 al 171,5% del PIB, frente al 170,4% del PIB del primer semestre de 2015.

El Banco de España aumentó su saldo deudor en 55.139 millones en el segundo trimestre de 2016 respecto a un año antes, hasta los 153.279 millones de euros, equivalentes al 14% del PIB. Este incremento se explica por la ampliación de 67.228 millones de euros del saldo deudor del Banco de España frente al Eurosistema, mientras que, en sentido contrario, las reservas aumentaron en 5.324 millones y el saldo de otros activos netos pasó de -1.911 millones a 4.854 millones.

### **Sector público**

El déficit consolidado de las Administraciones Públicas (AAPP), sin Corporaciones Locales, alcanzó hasta septiembre el 3,31% del PIB. En términos consolidados, la Administración Central, la Administración Regional y los Fondos de la Seguridad Social mostraron hasta septiembre de 2016 un déficit de 36.869 millones de euros (3,31% del PIB), superior en un 1,5% al del mismo periodo de 2015 (3,38% del PIB). Este incremento del déficit, incluyendo las ayudas, se explica por un aumento interanual de los empleos no financieros (3.570 millones, equivalente a un incremento del 1,1%) superior al registrado por los recursos no financieros (3.019 millones, también equivalente a un incremento del 1,1%). El incremento de los recursos no financieros se debe, principalmente, al aumento de los impuestos sobre la producción y las importaciones (2,1%) y de las cotizaciones

sociales (3%), parcialmente compensados por la caída de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-3,9%), de los impuestos sobre el capital (-2,6%) y de las transferencias de otras AAPP (-5,3%). En cuanto a los empleos no financieros, aumentaron, principalmente, por los incrementos de las prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie (1,9%), las transferencias sociales en especie de productores de mercado (3%), las transferencias a otras AAPP (4,8%) y la remuneración de asalariados (2,5%). Entre las partidas que disminuyeron destacan los consumos intermedios (-1%), los intereses (-6%), las subvenciones (-13,5%) y la formación bruta de capital fijo (-36,1%). La Administración Central cerró los nueve primeros meses del año con un déficit de 28.522 millones de euros (2,56% del PIB), un 28,8% superior al registrado en el mismo periodo de 2015 (22.141 millones, equivalente al 2,06% del PIB), como consecuencia de un descenso de los recursos no financieros y de un incremento de los empleos no financieros. Los recursos no financieros de la Administración Central descendieron un 4,1% debido, principalmente, a la caída de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-12,7%); al efecto de la liquidación definitiva de 2014 del sistema de financiación de CCAA; al impacto de la reforma fiscal; a la desaparición en 2016 de algunas medidas transitorias que afectaban a los pagos fraccionados del Impuesto de Sociedades.

La Administración Regional acumuló hasta septiembre de este año un déficit de 2.132 millones de euros (equivalente al 0,19% del PIB), inferior en un 81,5% al del mismo periodo de 2015 (11.494 millones, equivalente al 1,07% del PIB). Los Fondos de la Seguridad Social, por su parte, cerraron los nueve primeros meses del año con un déficit de 6.215 millones de euros (0,56% del PIB), frente al déficit de 2.683 millones del mismo periodo de 2015 (0,25% del PIB). Este incremento del déficit se debe a un descenso de los recursos no financieros (-1,6%, a pesar del incremento del 3,3% de las cotizaciones sociales), que a su vez se explica por el retroceso de las transferencias recibidas de otras AAPP (-22,6%), así como a un incremento de los empleos no financieros (1,5%). Dicha evolución se debe a los peores resultados del Sistema, que ha incrementado su déficit un 16,9%, así como al menor superávit del Servicio Público de Empleo Estatal, que se ha reducido casi a la mitad, hasta situarse en 2.486 millones, principalmente por las menores transferencias recibidas del Estado.

**El déficit del Estado, en términos de Contabilidad Nacional**, se sitúa en el 1,94% del PIB hasta octubre. La ejecución presupuestaria del Estado, hasta octubre, se cerró con un déficit, en términos de Contabilidad Nacional, de 21.656 millones de euros (1,94% del PIB), menor en un 1,2% al acumulado hasta octubre de 2015. Este menor déficit se explica por un descenso interanual de los empleos no financieros (-1,3%), parcialmente compensado por una disminución de los recursos no financieros (-1,3%). **En términos de Caja**, el Estado registró hasta octubre de 2016 un déficit de 9.588 millones de euros, superior en 6.901 millones al del mismo periodo de 2015 (2.687 millones). Los ingresos no financieros mostraron un descenso interanual del 5,7%, hasta situarse en 115.974 millones de euros, mientras que los pagos no financieros cayeron un 0,1%, hasta los 125.562 millones. Los ingresos impositivos totales aumentan un 1,9% hasta octubre, en términos homogéneos. Los ingresos impositivos totales (incluida la participación de los entes territoriales) mostraron hasta octubre un incremento del 3,4%, frente a la variación nula acumulada hasta el mes de septiembre, debido a que la recaudación impositiva del mes de octubre ha crecido un 18,5%, impulsada, fundamentalmente, por el incremento extraordinario del segundo pago fraccionado del Impuesto sobre Sociedades. En términos homogéneos, es decir, corregido el distinto ritmo de realización de las devoluciones en ambos años, las devoluciones del IVMDH (céntimo sanitario) y los aplazamientos de entes públicos, los ingresos impositivos se incrementaron un 1,9%. Sin incluir los entes territoriales y en términos no homogéneos, disminuyeron un 1,3%. Dentro de los impuestos totales, los ingresos por IRPF, incluyendo la participación de los entes territoriales, descendieron hasta octubre un 0,4% debido, principalmente, al impacto de la reforma sobre las retenciones del trabajo y del capital. No obstante, los ingresos por IRPF hasta octubre han moderado en siete décimas su ritmo de caída interanual respecto a los ingresos acumulados hasta septiembre, debido a que los ingresos de 2015 ya recogen en el mes de septiembre los efectos totales de la rebaja de tipos aprobada en el RDL 9/2015. En términos homogéneos, el descenso se sitúa en el 0,7%.

La recaudación por el Impuesto sobre Sociedades hasta octubre se situó en 19.063 millones, frente a los 17.001 millones de un año antes (un 12,1% de aumento), debido, principalmente, a la aplicación del RDL 2/2016, que aprueba una modificación en la forma de

cálculo de los pagos fraccionados para los grandes empresas y grupos consolidados, lo que ha supuesto un aumento del 43,4% del segundo pago a cuenta, frente al descenso del 48,7% del primer pago. En términos homogéneos la recaudación aumenta un 6,2%. La recaudación por IVA, incluyendo la participación de los entes territoriales, aumentó un 4,6% interanual hasta octubre. En términos homogéneos, corregido el distinto ritmo de realización de las devoluciones, el aumento se sitúa en el 3,4%. La recaudación de Impuestos Especiales, incluyendo la participación de los entes territoriales, subió un 3,7% respecto a la del mismo periodo de 2015 debido, principalmente, al aumento del Impuesto sobre Hidrocarburos (8,6%, que en términos homogéneos, corregidas las devoluciones del céntimo sanitario, fue del 3,1%). El Impuesto sobre Labores del Tabaco aumentó un 1%.

En cuanto a los gastos, el total de pagos no financieros descendió un 0,1% hasta octubre respecto al acumulado en el mismo periodo de 2015, debido a la caída de los gastos de personal (-2,2%), de las transferencias corrientes (-5,4%), de las inversiones reales (-31,8%) y de las transferencias de capital (-27,9%). Por el contrario, los gastos corrientes en bienes y servicios aumentaron un 8% y los gastos financieros se incrementaron un 31%. La necesidad de endeudamiento hasta octubre de 2016 alcanzó la cifra de 27.367 millones de euros, frente a 53.123 millones en el mismo periodo de 2015. Esta evolución se explica por el menor incremento neto de activos financieros (17.779 millones, frente a 50.436 millones de un año antes), que a su vez se debe, principalmente, al descenso de la posición en los otros depósitos en el Banco de España, parcialmente compensado por el mayor déficit de caja (9.588 millones, frente a 2.687 millones un año antes). La necesidad de endeudamiento se ha financiado, principalmente, a través de deuda interior a medio y largo plazo (24.750 millones).

Las cotizaciones sociales aumentan un 2,8% interanual hasta octubre. Por su parte, el Sistema de la Seguridad Social (Entidades Gestoras, Tesorería General y Mutuas) registró hasta octubre de 2016 un déficit, en términos de Caja, de 6.301 millones de euros, superior en un 18,1% al registrado hasta octubre de 2015 (5.337 millones). Los ingresos se redujeron un 0,5% debido, principalmente, al descenso de las transferencias de capital (-76,4%) y, en menor medida, a la caída de los ingresos patrimoniales (-6,9%), parcialmente compensados por el incremento de las cotizaciones sociales (2,9%) y

de las transferencias corrientes del Estado (0,5%). Los pagos aumentaron un 0,4% como consecuencia, principalmente, del aumento de las pensiones (3%), de la incapacidad temporal (11,1%) y de los gastos de personal (0,3%). Finalmente, por lo que respecta a los gastos de gestión realizados por la Seguridad Social, los gastos corrientes en bienes y servicios se redujeron un 5,1%.

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

**La Deuda PDE de las AAPP ralentiza su crecimiento en septiembre.** Según datos del Banco de España, la Deuda de las Administraciones Públicas (AAPP), según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), correspondientes al mes de septiembre se desaceleró 1,1 puntos en septiembre respecto a agosto, hasta registrar una tasa interanual del 3,5%, alcanzando la cifra de 1.104.936 millones de euros (100,3% del PIB). Por subsectores, la Deuda PDE del Estado se situó en 949.352 millones de euros, lo que supone un aumento del 4,1% respecto a la del mismo periodo de 2015. Por su parte, la Deuda PDE de las Comunidades Autónomas alcanzó los 271.173 millones de euros, un 6,9% superior a la registrada en el mismo mes de 2015. Respecto a las Administraciones de Seguridad Social, la Deuda PDE se situó en 17.174 millones de euros (17.197 en septiembre de 2015). Finalmente, las Corporaciones Locales registraron en septiembre una Deuda PDE de 34.756 millones de euros, inferior en un 5,7% a la de un año antes.

### ***Escenario 2016-2017: 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, el año **2017 asistirá**, con elevada probabilidad, **a una desaceleración del crecimiento del PIB, que estimamos se sitúe en el 2,5%.**

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 **fuerte 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 observado en noviembre y diciembre**, 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.

El acuerdo de reducción de la producción de petróleo alcanzado recientemente por los países de la OPEP, unido a la caída del euro provocada por la subida de tipos en Estado Unidos, ha disparado el precio en euros de esta materia prima, que terminará el año un 60% por encima del precio medio del primer trimestre. Es el encarecimiento del petróleo más acusado desde finales de 2009.

**El incremento del precio de la energía tendrá un significativo impacto sobre la tasa de inflación, que durante la primera mitad de 2017 se elevará por encima del 2%**, dado que el primer semestre de 2016 es el momento más desfavorable en la comparación con respecto a los reducidos precios energéticos disfrutados un año antes. **Elo derivará en una pérdida de poder adquisitivo para los consumidores y un aumento de costes para las empresas.**

**El año 2017 posiblemente asistirá a 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 del país.** Un ascenso que se ha contagiado a Europa y que esperamos que continúe en 2017.

De hecho, **en diciembre la Reserva Federal norteamericana ha elevado los tipos de interés hasta el 0,75%**. 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 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.

Lo primero, 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 éstas y, de manera más inmediata, a las empresas, y ello es preocupante dada la elevada vulnerabilidad financiera de la economía española.

Lo segundo, subidas del tipo de interés a corto plazo, impactará 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 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 este sentido, el Gobierno ha presentado nuevas medidas presupuestarias para cumplir con el objetivo de déficit del 3,1% del PIB en 2017. La mayor parte de las medidas se centran en la reforma del impuesto de sociedades, que limita las ventajas fiscales y que se prevé que genere un aumento de los ingresos de 4.300 millones de euros. También destaca el incremento en los impuestos especiales y un nuevo impuesto sobre bebidas azucaradas.

Por su parte, el objetivo de déficit de las Administraciones públicas en 2016, del 4,6% del PIB, parece alcanzable. El propio AIREF (Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal) así lo ha concluido. Hasta septiembre, el déficit de las Administraciones públicas (excluyendo las corporaciones locales) se situó en el 3,1% del PIB, dos décimas por debajo del registro de agosto (este dato no incluye las pérdidas por las ayudas financieras). Por administraciones, el déficit del Estado mejoró

notablemente su evolución y se situó en el 1,9% del PIB en octubre, una décima por debajo de un año atrás. Esta mejora en el último mes se explica por la reciente restitución de los pagos fraccionados del impuesto de sociedades, lo que debería permitir el cumplimiento del objetivo de déficit del 4,6% para 2016. Asimismo, las comunidades autónomas registraron un déficit del 0,2% del PIB, mejorando en nueve décimas el dato de septiembre.

En el ámbito de la **política monetaria**, el Consejo de Gobierno del **Banco Central Europeo**, en su reunión del 8 de diciembre, 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 en su nivel actual de 80.000 millones de euros mensuales hasta el final de marzo del próximo año. A partir de abril de 2017, las compras netas se situarán en 60.000 millones de euros hasta finales de diciembre de 2017, 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 -0,40%.

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 determinante las políticas 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, conllevó 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**, si bien se antoja complicado que compense el estancamiento o frenazo de las exportaciones provocado por el estancamiento del comercio global.

El comercio internacional crecerá por debajo del PIB mundial en 2016, fenómeno nuevo en el contexto económico internacional y que se repetirá con casi toda seguridad en 2017. Pero el estancamiento del comercio global afecta negativamente a las exportaciones españolas de bienes y de servicios, lo que a su vez repercute sobre las decisiones de inversión de las empresas, de manera que si se frena el impulso inversor se ralentiza la creación de empleo y, con ella, el avance del consumo privado. Como reflejo del escaso impulso experimentado por las exportaciones, podemos destacar que un aumento nominal del 1% de las exportaciones en el tercer trimestre equivale al montante de las exportaciones a Marruecos. **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 1,9% del PIB previsto para 2016 al 0,5% del PIB en 2017.

En su reciente reunión, el BCE europeo 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 tendrán lugar en Europa a lo largo de 2017 (Francia, Holanda, Alemania, tal vez Italia), que estarán sin duda marcadas por el ascenso del populismo y el nacionalismo aún más reforzados tras el reciente atentado terrorista en Alemania, 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 0,6% del PIB en el cuarto trimestre, que permitirá cerrar 2016 con un crecimiento interanual del 3,2%, tal y como adelantábamos desde hace algunos meses. Ahora bien, el consumo privado podría perder en 2017 un punto porcentual del crecimiento observado en 2016, dado que el año próximo concurrirán los siguientes factores: previsiblemente, no habrá una bajada de impuesto del IRPF equivalente a la de 2016, que ha permitido aumentar la renta disponible de las familias un 0,5% del PIB y expandir, de este modo, el consumo privado; habrá una subida prevista en 2017 de los impuestos del alcohol, tabaco, refrescos y gasolina, que drenará otro 0,1% del PIB; la inflación se situará próxima al 2%; los incrementos salariales nominales serán exigüos, cercanos al 1%, y los salarios reales perderán en torno al 1% de su poder adquisitivo.

Si la tasa interanual de crecimiento del consumo privado comenzó su andadura en el primer trimestre creciendo al 3,4% podría terminar 2017 creciendo al 2% en tasa interanual. 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**. Lo ha hecho en un documento, *“Towards a positive fiscal stance for the Euro Area”*, en el que reconoce un crecimiento débil en el que se interponen nuevos factores generadores de incertidumbre que amenazan la recuperación del área (Brexit, Trump,...). Además, en ese cambio de actitud de la Comisión sobre la necesidad de estímulos fiscales, equivalentes al menos al 0,5% del PIB de promedio en la eurozona, sobre el que viene insistiendo hace tiempo el BCE y que Alemania y otros países rechazaron en la última reunión del Eurogrupo, han debido jugar

un importante papel las próximas consultas electorales en alguno países de la eurozona y el presumible ascenso de fuerzas políticas nada favorables al fortalecimiento de la dinámica de integración europea.

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. En 2017 tendrán lugar procesos electorales nacionales en Francia, Holanda, Alemania y, tal vez, Italia. Aumentos de demanda en la zona euro beneficiarían a las exportaciones españolas.

**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 de los buenos datos de inversión 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, lo que a su vez hace sostenible la mejora experimentada por la demanda interna, que comenzó en 2014 animada también por la caída en los precios y, finalmente, el cambio radical en la financiación disponible así como en las condiciones de financiación desde que el Banco Central Europeo decidió intervenir y frenar el arriesgado episodio de fragmentación financiera y restricción de crédito que vivía la eurozona.

**El mayor riesgo para la economía española sigue siendo la complacencia, pues los retos a largo plazo para la economía y la sociedad españolas siguen estando ahí.**

Del mismo modo que son ineludibles políticas que impulsen el crecimiento de la productividad, teniendo muy presente que contar con empresas de mayor tamaño da acceso a mejores instrumentos y condiciones de financiación así como a los mercados exteriores y a reducciones de costes vía mejor aprovechamiento de las economías de escala. Finalmente, lograr tasas elevadas de crecimiento del PIB requiere de una mayor competencia en los mercados de bienes y servicios, del diseño de instituciones independientes e inclusivas y de la mejora del capital humano y el consenso en aspectos esenciales de la educación para afrontar con garantías la revolución educativa global.

**La economía dispone una oportunidad única para afrontar reformas políticas y económicas inaplazables.** El momento de hacerlo es hoy cuando muchos (aunque ya no todos) vientos soplan a favor (economía más competitiva, compra de deuda por parte del BCE, óptimas condiciones financieras, saneamiento del sector financiero muy avanzado), lo que permite ganar el tiempo necesario y facilita la tarea.

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

**Cuadro 1. PREVISIONES ANUALES**

% variación media anual, salvo indicación en contrario

	2016	2017
PIB real	3,2	2,5
Consumo final hogares	3,0	2,2
Consumo final AAPP	1,2	0,3
Formación Bruta de Capital Fijo	3,6	2,5
- Maquinaria y bienes de equipo (1)	5,9	4,5
- Construcción	2,3	1,8
Variación existencias (contribución al crec. del PIB en pp)	0,0	0,0
Demanda nacional	2,8	1,9
Exportaciones de bienes y servicios	4,1	3,4
Importaciones de bienes y servicios	2,9	1,3
IPC subyacente (media anual)	1,0	1,4
IPC total (media anual)	-0,2	2,4
Costes laborales por asalariado (2)	0,5	1,3
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	2,6	2,0
Tasa de paro (EPA, % población activa)	20,1	18,4
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	1,9	0,5
Capacidad (+) o necesidad (-) financiación. AA.PP. <b>excluyendo ayudas a entidades financieras</b> (% PIB)	-4,5	-3,8
(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.		

FOCUS

axesor { Primera Agencia  
de Rating española }  
conocer para decidir

902 10 10 33

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

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