



**F**OCUS

*Boletín Trimestral de  
Coyuntura Económica*

*Nº 8 / Junio / 2017*

---

## *Índice*

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	8
El comercio mundial se recupera .....	8
Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	9
Demanda y producción.....	11
Agregados de demanda nacional .....	12
Demanda externa .....	12
Actividad productiva.....	13
Precios.....	15
Mercado laboral.....	15
Balanza de pagos.....	16
Sector público.....	17
Escenario 2017-2018: crecimiento sostenido...	18
Cuadro de previsiones anuales de la economía española.....	24

# BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA.

---

## *Resumen ejecutivo.*

La economía española sigue sacando rédito de los fuertes ajustes de competitividad acometidos en los últimos años, de la relativa debilidad del euro, de la moderación del precio del petróleo y de los extraordinariamente reducidos tipos de interés.

Los datos macroeconómicos siguen siendo enormemente favorables, con un crecimiento que durante el primer trimestre volvió a situarse por encima del 3% anualizado. Y es que la creación de empleo sigue extraordinariamente fuerte, **la producción industrial y las exportaciones sorprendieron muy positivamente en el primer trimestre**, la confianza está en niveles elevados, los índices PMI (Purchasing Managers Index) siguen mostrando claros avances y la demanda de crédito continúa su ascenso.

A lo anterior hay que añadir la buena salud con la que cuenta el sector turístico, en parte gracias a las tensiones geopolíticas que afectan a algunos destinos competidores y en parte a la competitividad del sector.

Las perspectivas para el sector inmobiliario también son claramente positivas, si bien con significativas diferencias por regiones y zonas.

Mirando hacia el futuro, todo parece indicar que esta dinámica favorable se mantendrá en forma de expansión de la actividad en el conjunto del año. **En consecuencia, hemos revisado al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2017 hasta el 3,1%, frente al 2,8% que anticipábamos en nuestro anterior boletín trimestral.**

Ese fuerte ritmo de crecimiento del PIB, **muy por encima del potencial de la economía española**, traerá consigo reducciones significativas de los todavía elevados niveles de capacidad ociosa existentes.

Esta reducción de la capacidad ociosa debería, a su vez, ir permitiendo una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

Los datos de contabilidad nacional del primer trimestre confirmaron que **la economía española creció un 0,8% intertrimestral en el primer trimestre de 2017**, reflejando así el ligero aumento de velocidad del crecimiento del PIB. **Y ello ha tenido lugar gracias a la notable aportación de la demanda interna, pero también, de la demanda externa.** Ello significa que la economía española mantiene un ritmo de crecimiento notablemente superior al de la zona euro (+0,6%), que también crece a ritmos no vistos desde hace seis años.

En relación con la demanda interna, **el consumo privado ralentizó su crecimiento debido fundamentalmente al repunte de los precios.** No obstante, este factor presenta en los últimos meses una tendencia de ralentización como resultado de la caída del precio del petróleo, la bajada de impuestos y la demanda embalsada a lo largo de la crisis.

**El menor crecimiento del consumo de los hogares se vio más que compensado por el aumento del gasto de las administraciones públicas y, especialmente, por el significativo repunte de la inversión.**

**El fuerte crecimiento del empleo en el sector de la construcción se debe al gran impulso observado en la inversión residencial. Pero más importante es, si cabe, la mejora que recoge la inversión en bienes de equipo y en productos de la propiedad intelectual.**

Parte de la explicación podría provenir del inesperado aumento de los pagos a cuenta del impuesto de sociedades exigido por el gobierno a las empresas en la segunda mitad del pasado año, lo que seguramente motivó la desaceleración notable observada en la inversión de bienes de capital del segundo semestre. Ello llevó a numerosas empresas a posponer sus inversiones y que se han materializado en el primer trimestre de este año, añadiéndose a los planificados para el periodo, lo que ayudaría a explicar la magnitud del avance.

Por lo que se refiere al sector exterior, las exportaciones crecieron a un ritmo sorprendentemente elevado del 4% intertrimestral, tasa no observada desde el primer trimestre de 2007. Además, este crecimiento no ha sido debido al turismo en su mayor parte, sino que proviene de las ventas de bienes y de servicios no turísticos, impulsadas por el notable avance de la economía europea y de los países emergentes, así como por el aumento de nuestra competitividad. De hecho, las exportaciones españolas de bienes han crecido notablemente por encima del crecimiento del comercio mundial.

Las importaciones, dado el fuerte aumento de la inversión y de las exportaciones, también han crecido de forma notoria, al ser elevada su elasticidad a dichos componentes de la demanda. Sin embargo, ha sido un crecimiento inferior al de las exportaciones, de manera que la aportación del comercio exterior al crecimiento del PIB ha vuelto a ser positiva.

En definitiva, el PIB avanza más rápido que en el trimestre anterior, con un menor crecimiento del consumo privado, un mayor crecimiento de la inversión en equipo y una aportación muy positiva del sector exterior, la cual, a su vez, no procede en su mayor parte del turismo. Los importantes esfuerzos realizados por el país para mejorar su competitividad permiten a la economía española aprovechar en mayor medida el renovado impulso observado en la economía mundial en el primer trimestre del año, lo que facilita y activa la inversión empresarial, el empleo y, de nuevo, una recuperación del consumo, como ya se empieza a observar en la información disponible relativa al segundo trimestre.

En el primer trimestre de 2017, según las cifras de la contabilidad nacional trimestral, el sector exterior aportó siete décimas a la variación interanual del PIB, lo que consolida una tendencia de aportación positiva del sector exterior a la economía que ya dura cuatro trimestres. La contribución de la demanda interna al crecimiento fue de 2,3 puntos porcentuales, una décima superior a la observada en el cuarto trimestre de 2016. Con ello se ha conseguido que el crecimiento de la economía española sea mucho más equilibrado, con ambos componentes de la demanda contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB.

En línea con la evolución del PIB, el número de ocupados, en términos de empleo equivalente a tiempo completo, creció un 2,5% interanual en el primer trimestre de 2017, siendo el balance medio anual de un crecimiento idéntico al trimestre anterior (3%), por lo que la productividad aparente por ocupado avanzó un 0,5%.

En 2017, nuestro escenario central muestra que la demanda doméstica continúa expandiéndose, aunque a un ritmo ligeramente más moderado que en los trimestres anteriores, y que la demanda externa mantiene una aportación positiva al PIB, que estimamos que crezca un 3,1%. A diferencia de los dos primeros años de la recuperación, el crecimiento en 2017 será, como sucedió en 2016, más equilibrado, con aportaciones positivas al crecimiento del PIB tanto desde la demanda interna como externa. La mejora en tres décimas en nuestra estimación del crecimiento para 2017 reside en la notable mejora del desempeño de la economía mundial y la aceleración correspondientemente observada en el comercio internacional. En efecto, esta revisión significativa refleja un comportamiento del sector exterior mejor de lo esperado. El comercio internacional mejora y la economía española se beneficia de ello. Las exportaciones de bienes han acelerado su crecimiento gracias también al esfuerzo de competitividad que las empresas han realizado en los últimos años. Además, la temporada turística volverá a ser muy buena, tanto en flujo de entradas, como en gasto por turista, a lo que se unirán las exportaciones de servicios no turísticos. Pese a que el dinamismo exportador y un ligero repunte de la demanda interna sobre la previsión anterior impulsarán también las importaciones, la aportación al crecimiento del sector exterior alcanzaría 0,6 puntos.

La demanda interna o nacional, por su parte, se ralentizará, pero menos de lo inicialmente previsto y su aportación al crecimiento del PIB será de 2,5 puntos porcentuales. El consumo de las familias aumentará algo más de lo previsto, por el efecto del impacto de la mayor creación de empleo sobre la renta disponible de los hogares, así como por la reducción observada en la tasa de ahorro. La mejora de rentas tanto en las familias como en las empresas reforzará el dinamismo de la inversión.

En junio el precio del petróleo en los mercados internacionales ha bajado 10 dólares hasta 45\$ por barril y el euro se ha apreciado. Mientras, **los tipos de interés a largo plazo referenciados por el bono español a 10 años terminarán en a finales del segundo trimestre en mínimos del año, por debajo de 1,4%, recogiendo una caída del 27% desde principios de año.** Por lo tanto, la desaceleración vía consumo e inversión será mucho más leve de lo previsto a comienzos de año, pudiendo incluso la economía mantener el ritmo de crecimiento observado en los dos últimos años, dado el fuerte avance del PIB que se prevé en el segundo trimestre.

Ahora bien, **indicadores adelantados del segundo trimestre, tales como las ventas de coches o las pernoctaciones hoteleras de residentes han mostrado una importante desaceleración, ambas indicativas de que el consumo privado ha perdido fuerza en 2017.**

**El empleo aumentará en 2017 un 2,7% y la tasa de paro disminuirá hasta una media anual del 17,9%.** Se mantiene la previsión de un aumento de la inflación, que alcanzaría un 2,1% en 2017 como consecuencia del alza interanual del precio del petróleo, mientras que la inflación subyacente seguirá siendo moderada. Un parte del aumento de la inflación se trasladará a los salarios, que aumentan un 1,2%.

**Los precios, por su parte, se situaron en mayo en el 1,9%, en una tendencia de moderación del crecimiento significativa que avanza paralela a los acontecimientos provenientes del mercado del petróleo.** El euro débil, el elevado dinamismo exportador y el fuerte crecimiento favorecido por un precio del petróleo bajo y por los reducidos tipos de interés permitieron a la economía española volver a registrar en el primer trimestre del año capacidad de financiación, ligeramente superior a la ya observada en el primer trimestre de 2016, y que ronda el 2,1% del PIB.

**La elevada dependencia de la financiación externa de la economía española es objeto de preocupación y uno de los elementos de mayor vulnerabilidad ante tensiones en los mercados.** El principal factor que explica que la deuda externa del total de la economía no haya descendido en los últimos años es la deuda pública, que en el primer trimestre de 2017 ascendió hasta el 100,4% del PIB. **Del aumento de la deuda pública de 64 puntos porcentuales del PIB entre 2007 y 2016, aproximadamente la mitad es propiedad de no residentes.** Pero mientras el sector privado de la economía logre tener capacidad de financiación, la reducción de la deuda externa será más rápida y probable. El bajo ahorro familiar en relación al PIB y la recuperación de la inversión residencial mantendrán la tensión financiera. Si bien la economía española no tiene otro camino para reducir la vulnerabilidad anteriormente mencionada que ahorrar más de lo que invierte, lo que pasa por mantener un superávit por cuenta corriente lo más holgado posible.

**Indicadores adelantados del segundo trimestre muestran signos de un gran dinamismo en el empleo y en 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.

En cualquier caso, **la subida de precios en España parece más un aumento transitorio de los precios que afectará más en la primera mitad de 2017, venido a menos a partir del segundo semestre del año**, si bien con capacidad de situar la inflación media del año alrededor cerca del 2%, cabiendo una interpretación similar, en general, para la zona euro. No obstante, **las tensiones inflacionistas deberían ser probablemente mayores en los países centrales del euro**, especialmente en Alemania, cuya tasa de paro en el primer trimestre de 2017 cayó al 3,9%. Conviene considerar también que **aunque la tendencia general del desempleo es claramente positiva en la zona euro (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.

**Y es, precisamente por ello, por lo que el Banco Central Europeo (BCE) anunció en su última reunión de política monetaria que continúa siendo necesario un grado de acomodación monetaria significativo para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten y respalden la inflación general a medio plazo.** La percepción es, por tanto, que las presiones inflacionistas subyacentes se encuentran muy contenidas lo que permite explicar que se mantengan las condiciones de financiación tan favorables en aras a lograr su transmisión a las condiciones de financiación de hogares y empresas y estimulando así la demanda de crédito, insuficiente dadas las condiciones financieras actuales para la recuperación firme de la economía de la zona euro, tal y como mostró recientemente la Encuesta del BCE de acceso de las pymes a la financiación.

Con el fin de asegurar 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. Se mantienen, por tanto, sin cambios los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito en el 0%, el 0,25% y el -0,40%, respectivamente. En relación a las políticas monetarias no convencionales, el BCE seguirá realizando compras en el marco del programa de compra de activos, al ritmo actual de 60.000 millones de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017 o fecha posterior si fuese necesario. El BCE ha actualizado recientemente sus previsiones proyectando un crecimiento del PIB de la zona euro para 2017 del 1,9%, por encima del potencial, pero sin embargo reconociendo en su revisión a la baja del crecimiento de los precios en la eurozona que éstos están lejos de alcanzar el 2% que tiene como objetivo el Banco Central. No está previsto que los precios crezcan un 2% antes de 2019.

**La Reserva Federal, por su parte, continuó con sus subidas de tipos y los situó entre el 1% y el 1,25% en su última reunión del mes de junio.** La tasa de paro está estable, próxima a 4,3%, ya que el empleo crece con la misma intensidad que la población activa. Los salarios están creciendo desde hace tiempo y la inflación subyacente está cercana al objetivo del 2%. Por lo tanto, continuarán con su proceso de normalización gradual. El hecho de que la subida de tipos se combine con la venta de deuda podría provocar que el alza de tipos no sea tan rápida. Los tipos de la deuda pública de EEUU a 10 años se han estabilizado próximos al 2,1%.



**En Europa los tipos a largo plazo han bajado, especialmente en países periféricos.** Las rentabilidades han disminuido en un contexto de volatilidad, afectadas en un primer momento por la incertidumbre asociada a las elecciones francesas y, posteriormente, por el resultado de las mismas y el mantenimiento del programa de estímulos por parte del BCE. Destacan las caídas de alrededor de un punto de la deuda portuguesa y griega. El bono español a 10 años se situó a mitad de junio en niveles mínimos del año en torno a 1,44%, lo mismo que le sucedió al bono italiano, si bien éste sigue cotizando con una prima 50 puntos básicos superior al español. Y ello pese a las convulsiones financieras que han significado la intervención pública del banco italiano Monte dei Paschi y, especialmente la quiebra del Banco Popular.

**Según la última Encuesta semestral de Acceso a la Financiación de las Empresas del BCE, las necesidades de fondos de las pymes españolas aumentan, elevando de este modo la demanda de crédito de las empresas, debilitada en los últimos semestres.** En este sentido, el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a pymes (utilizando como proxy los inferiores a un millón de euros) aumentó un 2,6% interanual, en el acumulado de los doce últimos meses hasta abril de 2017. El importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos asociados a las grandes empresas (importes superiores a un millón de euros) se redujo un 27,6% interanual.

**En 2018 se prevé una desaceleración del crecimiento del PIB hasta el 2,8%, que se explica, en parte, por la menor aportación del sector exterior.** Es probable que las exportaciones de bienes y servicios sigan ganando cuota de mercado, pero a un ritmo más pausado, mientras que las importaciones irían ganando algo de crecimiento en función de la evolución de la demanda interna. La aportación de la demanda nacional al crecimiento sería parecida a la de 2017, tal vez algo superior, ya que la ligera ralentización esperada del consumo de las familias por una cierta desaceleración en la creación de empleo podría verse compensada por un aumento del consumo público y la estabilidad de la inversión.

**Se prevé una mejora notable en el déficit público.** Para el conjunto de las Administraciones Públicas, el déficit se reducirá en 2017, resultado de la congelación del gasto que conlleva la prórroga presupuestaria, de las medidas fiscales tomadas a finales de 2016, y

del fuerte crecimiento económico que está permitiendo un fuerte aumento de la recaudación. **El déficit se situará en el 3,3% del PIB, dos décimas por encima del objetivo de 2017. Con una deuda pública tan elevada, el proceso de consolidación de las cuentas públicas adquiere una enorme importancia.** La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal viene advirtiendo que es poco probable el cumplimiento, debido a la mala previsión de ingresos y gastos del Estado y de la Seguridad Social así como por el coste del rescate de las autopistas de pago, cercano a los 2.000 millones de euros. **La previsión para 2018 es un déficit público que alcance el 2,9% del PIB, cumpliendo, esta vez sí, el objetivo.**

Pese al buen momento que atraviesa la economía española en la actualidad, uno de los riesgos de España sería olvidar los **importantes retos a largo plazo que la economía tiene todavía por delante.** En este sentido, continúa siendo necesario arbitrar medidas que permitan aumentar nuestro bajo crecimiento potencial, tales como el aumento de la competencia en ciertos sectores, la promoción del capital humano o el impulso a la innovación tecnológica. Es igualmente importante mantener bajo control nuestra elevada deuda externa, así como mitigar el probablemente excesivo aumento de la desigualdad.

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.** En el plano político interno, y pese a que la situación parece estabilizada, no puede descartarse la aparición de sorpresas negativas. La “cuestión catalana” puede seguir generando incertidumbre.

Por lo que se refiere al **riesgo político** internacional, cabe señalar que la incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relacionadas con la actividad económica mundial sigue siendo elevada y que los riesgos continúan apuntando a la baja. Entre los principales factores negativos se incluirían las posibles perturbaciones causadas por la incertidumbre política y geopolítica, como son las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea o un mayor proteccionismo comercial que está cobrando fuerza en las economías avanzadas, liderado por las amenazas proteccionistas del presidente de EEUU, Donald Trump.

Entre los **riesgos económicos** destacar un consumo e inversión debilitados por los altos niveles de deuda, un repunte de la inflación, un posible endurecimiento desordenado de las condiciones financieras a nivel global, que podría afectar especialmente a economías emergentes más vulnerables, generando tensiones financieras indeseadas y posibles perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización de la economía china, que cuenta con un sector privado enormemente endeudado.

## *Escenario global.*

### **El comercio mundial se recupera**

En el primer trimestre de 2017 **las exportaciones mundiales continuaron creciendo con fuerza**, igual que sucedió en la segunda mitad del 2016. El motor del crecimiento mundial son los países emergentes, especialmente Asia, donde las importaciones crecen más que las exportaciones. La causa principal es el nuevo modelo de crecimiento chino, donde el consumo crece a tasas del 10% y su producción industrial, a ritmos del 6%. Eso implica que las importaciones chinas crecen más que las exportaciones y que su superávit exterior se irá reduciendo gradualmente.

Los periféricos asiáticos son los que más se benefician del crecimiento de la demanda interna china. **La Europa del Este es el área donde más han crecido las exportaciones en 2017.** En Polonia y Hungría, la inestabilidad política no ha afectado nada a la economía, que está acelerando su ritmo de crecimiento y de creación de empleo.

Latinoamérica, con intensas devaluaciones de sus divisas en los dos últimos años también se

beneficia del crecimiento comercio mundial y está siendo el principal motor para abandonar la recesión. No obstante, la caída de los precios de las materias primas ha provocado que la región vuelva a tener déficit exterior, aunque del 2% del PIB, lo cual está lejos de los niveles que hace décadas provocaban duras crisis de balanza de pagos. La deuda externa sobre PIB también es inferior y se da la circunstancia de que estos países cuentan ahora con un holgado colchón de reservas de divisas. **Este año la crisis económica minora, pero la crisis política y social necesitará varios años de crecimiento intenso y reforzar las instituciones dañadas por la crisis.**

La Eurozona es una economía con un elevado peso de las exportaciones y es la recuperación del comercio exterior explica el mayor crecimiento del PIB y del empleo. Destaca Portugal, que se ve beneficiada por cumplir sus objetivos de déficit, lo cual ha permitido acabar en 2017 con los recortes, gracias a la bajada de su prima de riesgo y la recuperación de la demanda interna en España que es su principal cliente de exportación. Grecia también ha crecido en el primer trimestre de 2017. Y Francia y Alemania han aumentado su tasa de expansión hasta el 2% anualizado.

Italia sigue siendo el país con menor crecimiento y con mayor deuda pública después de Grecia. Con crecimiento débil, cuando el BCE finalice su programa de compras la economía italiana será la más vulnerable a episodios de inestabilidad financiera, al tener que emitir una elevada cantidad de deuda en los mercados cada año. Adicionalmente, están las dudas en los mercados sobre la solvencia de su sistema bancario y la incertidumbre política. En pocos meses habrá elecciones y varios partidos ya hablan de plantear un referéndum sobre la pertenencia en el euro. Pasado el temor en Francia a Le Pen, tras la victoria de Macron, Italia es el país con perspectivas financieras más complicadas de la Eurozona.

En EEUU la euforia en los mercados por la victoria de Trump se va diluyendo. El bono a 10 años de la deuda pública repuntó con fuerza tras su victoria el pasado noviembre anticipando más crecimiento e inflación. En los últimos meses, las expectativas se han ido moderando y el bono a 10 años ha bajado su rentabilidad de nuevo hasta niveles próximos al 2%. La Fed sigue subiendo tipos y repunta la rentabilidad de los bonos a corto plazo, pero no la de los títulos de largo plazo. Las investigaciones que se están



Llevando a cabo sobre la injerencia de Rusia en las elecciones presidenciales no se están traduciendo, de momento, en un aumento de las primas de riesgo que podría afectar negativamente al crecimiento del PIB o del empleo.

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

Los datos de la contabilidad trimestral nacional del primer trimestre confirmaron el avance robusto de la actividad económica, observando un crecimiento del 0,8% intertrimestral, superior en una décima al observado en el tercer y cuarto trimestre.

**El crecimiento sigue siendo equilibrado**, con aportaciones positivas tanto de la demanda interna como de la externa. Al fuerte crecimiento de la demanda interna, que aportó 0,7 puntos porcentuales al crecimiento anual del PIB, se le suma en el primer trimestre el dinamismo de la demanda externa, con una aportación de 0,1 puntos porcentuales en la comparativa intertrimestral. En términos interanuales, el crecimiento del PIB se situó en el 3%, siendo la aportación de la demanda interna de 2,2 puntos porcentuales y la de la demanda externa, de 0,8, igual que en el trimestre anterior.

**La paulatina y previsible desaceleración de la economía española finalmente no ha tenido lugar.** De momento, el primer trimestre ha mostrado un crecimiento superior al observado en el cuarto trimestre de 2016. La desaparición gradual de algunos vientos de cola, como el ajuste del precio del petróleo (en caída libre actualmente, pero ostensiblemente más caro en el primer trimestre en comparación con el mismo periodo del año anterior), su efecto sobre el gasto de las familias tras la subida de la inflación y el impacto de una política fiscal algo más restrictiva se han visto compensados por **un comportamiento de la demanda externa mejor de lo esperado**, gracias al avance del comercio internacional.

En cualquier caso, las perspectivas a medio plazo siguen siendo favorables. **Para 2017, nuestra proyección es que el avance de la actividad económica se sitúe alrededor del 3,1%.**

En el primer trimestre, **la demanda interna se consolida como el principal elemento propulsor del crecimiento**, animada tanto por el consumo privado (+0,4%), a pesar de experimentar cierta ralentización, como por la demanda de inversión (2%) y el gasto en consumo final de las administraciones públicas (+0,3%), acompañado de una demanda externa que sigue aportando crecimiento neto al PIB, debido al sorprendente ritmo de avance de las exportaciones de bienes y servicios (+4%) y de las importaciones de bienes y servicios (+3,8%).

La mejora del mercado de trabajo y de las condiciones financieras sigue favoreciendo la situación de los hogares, lo que permite que el buen ritmo de crecimiento del consumo se mantenga y que prosiga el proceso de desapalancamiento de los hogares, si bien a tasas inferiores a las del cuarto trimestre. Se mantienen la fortaleza y el dinamismo de la demanda interna, gracias también a la demanda de inversión, tanto en el sector de la construcción como en el caso de inversión en bienes de equipo.

Entre los indicadores adelantados vinculados con el consumo privado, cabe destacar el aumento en el periodo enero-mayo de las matriculaciones de automóviles del 7,3%, según ANFAC, un dato ligeramente inferior al avance observado en 2016. Por lo que se refiere al índice general de ventas de comercio al por menor, corregido de calendario y deflactado, registró en abril un aumento interanual del 1,7%, impulsado por el componente no alimenticio.

Al avance del consumo privado hay que añadir el fuerte crecimiento de la inversión (2%), respaldado tanto por el impulso de la formación bruta de capital en construcción de viviendas (2,7%), como por la inversión en bienes de equipo (3,1%), que se había quedado estancada en los dos últimos trimestres.

Las condiciones siguen siendo favorables para las decisiones de inversión, debido a los bajos 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.

Entre los indicadores cualitativos, destaca el repunte de medio punto en mayo del Índice de Sentimiento Económico publicado por la Comisión Europea, hasta el nivel de 108,4 puntos. La mejora se produce en todos sus componentes, con la importante excepción del comercio minorista, que ha empeorado.

**En cuanto a la inversión residencial, los indicadores coyunturales muestran crecimientos en el número de compraventas de viviendas con aumentos en marzo del 21,2% interanual**, si bien el conjunto del trimestre sólo avanzó un 2,4% interanual, frente a la caída del 0,1% del cuarto trimestre de 2016. El aumento del número de hipotecas constituidas sobre viviendas en marzo fue muy elevado (20,2%). El índice de precios de la vivienda libre, según la estadística de valor tasado de la vivienda del Ministerio de Fomento, por su parte, aumentó el 2,2% en el primer trimestre de 2017 en tasa interanual, siete décimas más que en el trimestre anterior.

**Las exportaciones de bienes y servicios, por su parte, registraron un comportamiento sorprendente en el primer trimestre, muy por encima de lo esperado, creciendo a un ritmo intertrimestral del 4%**. En términos interanuales el crecimiento es del 8,4%, explicado a partir de la impresionante subida de las exportaciones fuera de la Unión Europea (13,3%) y el significativo de las exportaciones a la Unión Europea (5,9%), según datos de la Agencia Tributaria, corregidos de calendario y deflactados.

En el primer trimestre de 2017, y según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 1.896 millones de euros, frente a una necesidad de financiación de 554 millones en el mismo periodo del año anterior. La balanza por cuenta corriente registró superávit por cuarto trimestre consecutivo, por un importe de 1.506 millones de euros, frente al déficit de 509 millones de euros alcanzado en el primer trimestre de 2016. Dicho resultado se debe a una moderación del déficit de rentas primarias y secundarias, parcialmente compensado por una disminución del superávit de bienes y servicios. El saldo de la balanza de capital pasó de anotar un déficit en el primer trimestre de 2016 a superávit en el primero de 2017.

Las ventas totales en las grandes empresas, con datos corregidos de calendario, deflactados y a población constante, registraron en abril un incremento interanual del 2,4%, casi la mitad que en el mes anterior (4,7%), debido al menor dinamismo tanto de las ventas interiores como de las exportaciones, que crecieron el 1,5% y el 5,5%, respectivamente, 1,2 y 6,1 puntos menos que en el mes anterior. Las importaciones, por su parte, disminuyeron el 0,5%, frente al avance del 0,3% del mes precedente.

Pero sin lugar a dudas, **lo que invita al optimismo en los próximos meses es el fuerte ritmo de creación de empleo con el que ha comenzado el año 2017**. Entre enero y marzo de 2017 las afiliaciones a la Seguridad Social aumentaron a un ritmo del 3,4%. Dicha evolución se explica por la aceleración del empleo en todas las ramas de actividad, destacando la construcción, con un aumento cercano al 5% interanual.

Los principales indicadores parecen adelantar que **la actividad económica seguirá fuerte en el segundo trimestre de 2017 y que España seguirá liderando el crecimiento en la zona euro**, apuntando a un crecimiento intertrimestral del PIB de alrededor del 0,7%. El Índice PMI compuesto de Actividad Global, según Markit, disminuyó en mayo una décima alcanzando el nivel de 57,2, que aún es cuatro décimas superior al observado en la zona euro, siendo el segundo más elevado del área monetaria, tras el de Alemania.

El PMI de actividad en los servicios se situó en mayo en el nivel de 57,3 inferior en medio punto al de abril, y superior en un punto al registrado en la eurozona (56,3), un resultado que se explica por los fuertes incrementos de actividad y de los nuevos pedidos.

Por lo que se refiere a los precios, el Índice de Precios de Consumo (IPC), disminuyó el 0,1% en mayo respecto a abril, frente al incremento del 0,5% registrado en mayo de 2016. En la comparativa interanual, el IPC creció el 1,9%, una tasa siete décimas inferior a la de abril. La menor inflación en mayo se explica fundamentalmente por la moderación del ritmo de crecimiento de los precios de los carburantes, así como por la desaceleración del precio de los paquetes turísticos, tras el repunte observado en abril debido al efecto calendario asociado a la Semana Santa. La inflación subyacente retrocedió dos décimas en mayo, hasta el 1%, como resultado de la desaceleración de los precios de los servicios y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos (BINES), compensados, en parte, por el mayor ritmo de crecimiento de los precios de la alimentación elaborada.

Respecto al sector turístico, destaca la llegada a España de 19,9 millones de turistas internacionales entre enero y abril, un 11,6% más que en 2016, según los datos provisionales publicados por el INE de la Encuesta de Movimientos Turísticos en Frontera (FRONTUR).

**La inercia del consumo privado es todavía fuerte**, por lo que seguirá siendo motor de crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2017. Al aún fuerte ritmo de creación de empleo y a las facilidades de crédito que impulsan el consumo por parte de las familias, se unirá en el segundo trimestre la bajada en el precio del petróleo.

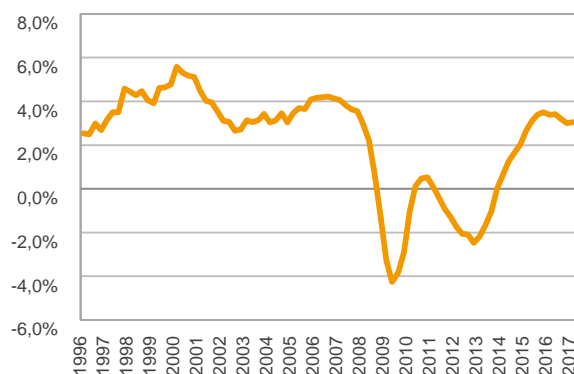
### ***Demanda y producción***

Según los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicados por el INE, el PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el primer trimestre de 2017 un crecimiento intertrimestral del 0,8%, una décima más que en el cuarto trimestre de 2016, encadenando así catorce trimestres consecutivos de tasas intertrimestrales positivas. En términos interanuales, el PIB creció, de nuevo, un 3%, manteniendo, por tanto, la velocidad de cruce con la que finalizó 2016. Se trata de la continuación de la consolidación del proceso de recuperación de la economía española, que cerró 2016 con un crecimiento anual del 3,2%, idéntico al de 2015, más del doble del registrado en 2014 (1,4%) y el más elevado desde 2007.

No obstante, nuestras previsiones apuntan hacia una muy leve ralentización del crecimiento del PIB, hasta el 3,1% en 2017. 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 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 %)**

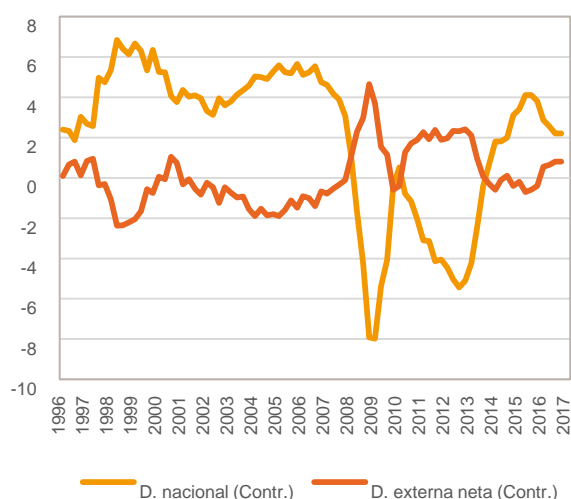


Fuente: CNTR.

Por componentes, **el crecimiento económico prosigue apoyándose en la demanda nacional, principal motor del crecimiento**, situándose su avance en 2,3 puntos porcentuales, una décima superior al observado en el cuarto trimestre de 2016, si bien ligeramente inferior a la aportación medio que registró en el conjunto de 2016. **La aportación de la demanda externa neta fue positiva**, al igual que en los dos trimestres anteriores, alcanzando los 0,7 puntos porcentuales. **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 positivamente tanto la gradual moderación del dinamismo del consumo privado como el fuerte repunte de la demanda de inversión.

**Por lo que se refiere al empleo, su buen ritmo de creación se mantuvo en el primer trimestre** y evidencia una vitalidad empresarial que lleva trimestres evolucionando favorablemente. Según los datos de contabilidad nacional, el crecimiento del empleo equivalente a tiempo completo fue del 0,7% intertrimestral en el primer trimestre de 2017, idéntico avance al registrado en el trimestre anterior, lo que sitúa el avance interanual en el 2,5%, lo que representa **la creación de casi medio millón de puestos de trabajo a tiempo completo en el último año.**

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



Fuente: INE.

### **Agregados de demanda nacional**

Al crecimiento de la demanda nacional han contribuido sus principales componentes. **Destaca el favorable comportamiento del consumo privado, impulsado por la fuerte creación de empleo, así como por los bajos tipos de interés y la mejora en las condiciones de financiación.** El gasto real en consumo final de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH), mostró un crecimiento en volumen del 2,5% interanual en el primer trimestre de 2017 (cinco décimas por debajo del cuarto trimestre). En términos intertrimestrales, el avance del consumo privado (consumo de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) se desaceleró hasta el 0,4%, tres décimas inferior al del 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, viéndose sometida esta última a un cambio al alza en el primer trimestre de 2017 como resultado de la subida del precio del petróleo y de la electricidad, fundamentalmente.

Los indicadores coyunturales más recientes, tanto cualitativos como cuantitativos, señalan que la senda expansiva de crecimiento del consumo privado se mantiene en el segundo trimestre de 2017, y que incluso podría alcanzar tasas de crecimiento algo más elevadas.

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

Muy destacable es también el comportamiento del gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen y en términos interanuales, prácticamente estancado, pero que avanza 0,3% con respecto al trimestre anterior.

La inversión en capital fijo, por su parte, observó un ritmo de avance interanual del 3,8% en el primer trimestre de 2017, frente al crecimiento del 2,2% del cuarto trimestre de 2016. Y es el que el ritmo de recuperación de la inversión en el primer trimestre del año ha sido muy fuerte. **En el cuarto trimestre, la inversión creció un 2% en tasa intertrimestral, cuatro veces el avance observado en el trimestre anterior,** pasando la inversión en bienes de equipo de caer un 0,5% a subir hasta el 3,1% intertrimestral. Se trata de uno de los giros más importantes de la economía española observados en el primer trimestre, tras acumular la inversión en bienes de equipo medio año cayendo.

La inversión en construcción, a pesar del retroceso de la inversión no residencial de un 0,4% intertrimestral, logró avanzar un 1,1%, frente al 0,7% del trimestre, gracias al fuerte impulso observado en la inversión residencial del 2,7% intertrimestral.

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



## **Demanda externa**

Según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), **en el primer trimestre de 2017 el sector exterior aportó una décima a la variación intertrimestral del PIB**, la misma aportación con la que terminó 2016, con el resultado de un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios superior al de las importaciones. En comparación con las principales economías de la Unión Europea, la tasa intertrimestral de las exportaciones reales españolas (+4%) ha sido superior a la de Italia (+2,7%), Alemania (+1,3%), Francia (-0,7%) y Reino Unido (-1,6%). En tasa interanual se sitúa claramente por encima de todas las grandes economías de Europa con un crecimiento del 8,4%.

En términos interanuales, la demanda externa neta aportó ocho décimas a la variación del PIB en el primer trimestre de 2017. **Tanto la demanda interna como la demanda externa registran, por tanto, contribuciones positivas al crecimiento en el primer trimestre.**

Las exportaciones de bienes y servicios se aceleraron en el primer trimestre de 2017, en un entorno de **clara mejora de la actividad en los principales socios comerciales y en las principales economías emergentes.**

Por otro lado, en el primer trimestre de 2017, el índice de tendencia de competitividad basado en los precios de consumo frente a los países desarrollados recogió una ganancia de competitividad del 0,3% interanual, debido a una depreciación del 1% del tipo de cambio efectivo nominal, que sirvió para compensar el incremento de los precios relativos del 0,6%. Respecto a la Unión Europea, la pérdida de competitividad fue del 1,9%, debida a la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del 1% y al aumento del índice de precios relativos de consumo (0,9%). Finalmente, la ganancia de competitividad sobre los BRICS fue del 4,2%, debido a que la depreciación del tipo de cambio nominal compensó el ligero aumento del índice de precios relativos.

En términos interanuales, las exportaciones de bienes y servicios se incrementaron un 8,4%, el doble que en el cuarto trimestre de 2016, con avances del 8,4% en bienes y del 8,3% en servicios, tasas muy superiores a las observadas en el trimestre anterior, especialmente en el caso de las ventas exteriores de bienes. En términos intertrimestrales, las exportaciones aumentaron el 4%, el doble que en el periodo previo, gracias

a los avances de las exportaciones de bienes y de servicios, del 4,6% y del 2,7% respectivamente.

El crecimiento interanual de las exportaciones ha sido muy superior al registrado por el comercio mundial de bienes, que creció un 3,9% según el Central Planning Bureau de Países Bajos, habiéndose producido una ganancia de cuota de mercado real en el trimestre del 4,3% interanual, hasta el 1,99%. El crecimiento de las exportaciones en el primer trimestre fue genérico para todos los productos y mejoró sensiblemente tanto en los productos cuyo destino es la Unión Europea.

El gasto de los hogares no residentes en cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral, se ralentizó hasta el 1,7% intertrimestral, desde el un 4,1% del periodo octubre-diciembre de 2016. Los principales indicadores de turismo exterior, tales como las entradas de turistas y las pernoctaciones de extranjeros en hoteles nacionales mejoraron en abril, con crecimientos respectivos del 16% y el 19,8%.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos crecieron en el primer trimestre de 2017 un 3,3% en comparación con los tres meses inmediatamente anteriores, 1,1 puntos más que en el cuarto trimestre de 2016. En términos interanuales, el avance fue del 8,2%.

Las importaciones de bienes y servicios aumentaron en el primer trimestre de 2017 un 3,8% respecto al periodo anterior. Por componentes, **las importaciones de bienes se incrementaron un 5,4%** intertrimestral, mientras que las de servicios cayeron un 2,4%. Por categoría de productos, destaca el aumento del 6% de las importaciones de bienes intermedios, mostrando la fuerte relación de dependencia entre las exportaciones y las importaciones españolas. El gasto real de los hogares residentes en el exterior, según cifras de CNTR, creció un 0,3% intertrimestral, tras el avance del 8,2% observado en el cuarto trimestre de 2016. Por su parte, las importaciones de servicios no turísticos cayeron un 3,4% intertrimestral, tras el retroceso del 0,6% del trimestre anterior.

El superávit de balanza de bienes y servicios a precios corrientes y según datos de la CNTR, se situó en el primer trimestre de 2017 en el 1,2% del PIB trimestral, cuatro décimas inferior al del año anterior, debido a un mayor déficit de bienes (-2,4% frente a -1,7% del PIB) que compensó el aumento del superávit de servicios. Dentro del sector de servicios, el superávit de los ingresos

netos de turismo (1,8% del PIB) se mantuvo estable en relación al porcentaje registrado en el primer trimestre de 2016. Sin embargo, el superávit de los servicios no turísticos aumentó tres décimas.

### **Actividad productiva**

Desde el lado de la oferta, **los grandes sectores de actividad muestran un comportamiento positivo, de expansión.** El Valor Añadido Bruto (VAB) creció un 4,4%. El sector primario avanzó un 4,4%; la industria, un 2,8%, mientras que el sector servicios moderó el ritmo de crecimiento interanual tres décimas, hasta el 2,8%.

En tasa intertrimestral, el mayor incremento correspondió al sector de la construcción, con un avance del 2,9%, tras su práctica estabilización en los trimestres anteriores, seguido del sector servicios, cuyo VAB se aceleró dos décimas hasta el 0,7%.

La productividad aparente por ocupado, en términos de Contabilidad Nacional, creció el 0,5% en el primer trimestre del año, resultado del aumento del 3% del PIB y de un incremento del 2,5% del empleo equivalente a tiempo completo.

Los indicadores adelantados para la industria muestran signos de mayor dinamismo empresarial en los primeros meses de 2017. El Índice de Producción Industrial se aceleró en abril de 2017, mostrando un crecimiento interanual del 0,6% con datos corregidos de efectos de calendario. Por último, el PMI de manufacturas avanzó en mayo casi un punto sobre el mes anterior, alcanzando el nivel de 55,4, debido a la aceleración de los nuevos pedidos y de la producción.

El Índice de Entrada de Pedidos en la Industria, con series corregidas de calendario, anotó en marzo el incremento interanual más alto desde 2006, al alcanzar el 10,8%, superior en 2,7 puntos al del mes precedente. El grupo de productos que muestra un mayor crecimiento fue el de bienes de equipo (12,9%), 12 puntos superior al registrado en febrero (0,8%).

En el sector de la construcción, la superficie a construir en obra nueva acumuló un avance en marzo del 21,2%, por encima del observado en febrero (11,5%), impulsado por la evolución del componente residencial.

Atendiendo al Índice de Producción de la Construcción publicado por Eurostat, con series corregidas de calendario y deflactadas,

experimentó en marzo un descenso interanual del 5%, frente al incremento de 4,9% del mes previo. Por lo que se refiere a la superficie a construir en obra nueva, ésta anotó un avance en el primer trimestre del 13,8%.

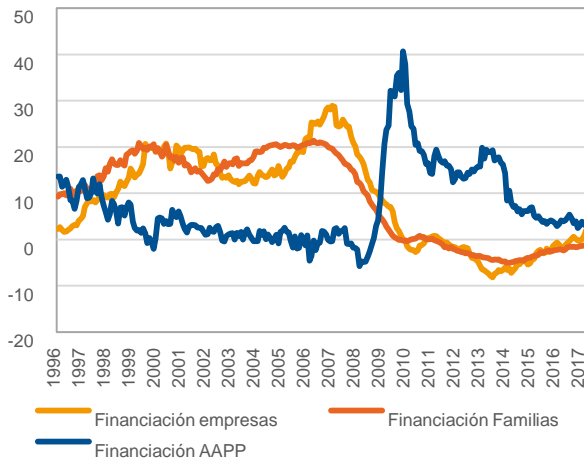
El sector servicios, por su parte, muestra, en general, indicadores favorables, tales como el indicador de confianza de servicios publicado por la Comisión Europea y el PMI de servicios, publicado por Markit, con sendos aumentos en mayo, alcanzando el nivel de 57,3, inferior en medio punto al alcanzado en abril, pero un punto por encima del registrado en la zona euro (56,3).

A ello hay que añadir **la excepcional temporada turística, que si batió records en 2016 probablemente también lo haga en 2017.** Entre enero y abril la entrada de turistas y el gasto por turista aumentaron un 11,6% y un 15,3% en el primer trimestre de 2017, respectivamente. Las pernoctaciones en hoteles avanzan también un 6% interanual, tanto en el segmento de residentes como de no residentes.

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 buen momento que atraviesa la economía española favorece la expansión del crédito, apoyada por la continuidad de la política monetaria expansiva del BCE. El crédito para la compra de vivienda aumentó un 23,5% interanual, mostrando la recuperación de la demanda en el sector, y el crédito al consumo también tuvo un crecimiento muy fuerte del 22,5% interanual. El crédito a pymes, por su parte, se incrementó en un notable 9,6% interanual. Las grandes empresas siguen, no obstante, acusando el efecto del avance de la emisión corporativa, aunque a un ritmo menor que en 2016.



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



Fuente: Banco de España.

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% a finales del tercer trimestre de 2016 y que alcanzó a finales de año en el 9,11%, mantiene una tendencia descendente que se apoya en la mejora de la actividad económica y, especialmente, del mercado laboral y que permitió cerrar el primer trimestre de 2017 con una mora bancaria del 8,83, la más baja desde 2012.

### Precios

El IPC, publicado por el INE, cayó el 0,1% en mayo respecto a abril, frente al incremento que se observó en mayo de 2016 del 5%.

El IPC creció el 1,9% en términos interanuales, tasa siete décimas inferior a la de abril. La menor inflación en mayo se debe fundamentalmente a la moderación del ritmo de crecimiento de los precios de los carburantes así como a la desaceleración de los precios de los paquetes turísticos, tras el repunte experimentado en abril debido al efecto calendario ligado a la Semana Santa.

Los precios de los productos energéticos aumentaron en mayo un 8,3% interanual, si bien ello significa 3,7 puntos menos que en abril. El precio de los carburantes y lubricantes pasaron de crecer al 11,5% interanual en abril a hacerlo un 4,9% en mayo.

La inflación subyacente, aquella que excluye la alimentación no elaborada y la energía, elementos con mayor volatilidad del IPC, se redujo dos décimas en mayo, hasta el 1%, ante

la desaceleración de los precios de los servicios y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos.

La caída de la inflación global de la zona euro hasta el 1,4% en mayo respecto a la de abril se explica, principalmente, por la desaceleración de los precios de la energía, de los servicios y, en menor medida, de la alimentación no elaborada. La inflación subyacente se moderó también en mayo situándose en el 1%. La tasa interanual del IPC armonizado español se situó en mayo en el 2%, inferior en seis décimas a la de abril, dando lugar a un diferencial de inflación en España respecto a la zona euro de seis décimas tras el diferencial de siete décimas observado en abril. Por último, el diferencial de inflación subyacente fue nulo, al igual que en abril.

### Mercado laboral

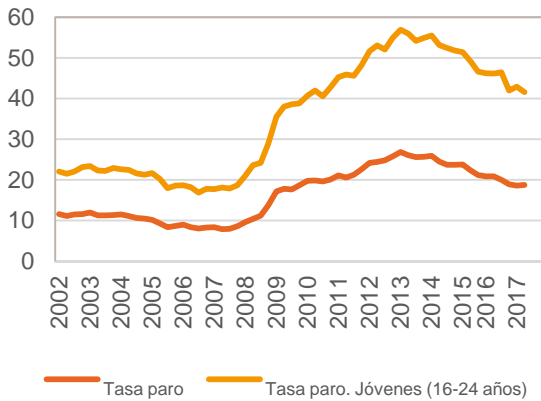
#### *La favorable evolución del consumo privado se explica a partir de la creación de empleo y la mejora en el acceso y las condiciones de financiación*

El mercado de trabajo se caracterizó en el primer trimestre de 2017 por una prolongación del dinamismo observado en la creación de empleo de trimestres anteriores, tanto en el caso de la Encuesta de Población Activa (EPA) como en el de las afiliaciones a la Seguridad Social. En abril y mayo de 2017 tuvo lugar una intensificación del ritmo de creación de empleo, según las cifras de afiliaciones a la Seguridad Social publicadas.

Con series corregidas de estacionalidad, la variación intertrimestral se situó en el 0,9% en el primer trimestre, la misma que en el trimestre previo. En términos interanuales el número de afiliados se aceleró una décima hasta el 3,4%.

Según cifras de CNTR, el empleo equivalente a tiempo completo, con series desestacionalizadas y corregidas de calendario, creció en el primer trimestre un 0,7% intertrimestral, tres décimas más que en el trimestre anterior y, en términos interanuales, creció el 2,5%, dos décimas menos que en el cuarto trimestre.

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



Fuente: INE

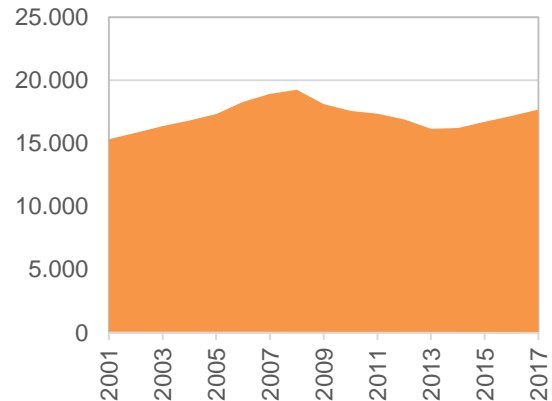
**El aumento del empleo se hace extensivo en el primer trimestre a todas las ramas de actividad.** Según cifras de la EPA, y en términos interanuales, el crecimiento del empleo fue generalizado en todos los grandes sectores, principalmente servicios, con un aumento de 199.000 ocupados (1,4% anual); seguido de la industria, con 89.500 ocupados más (3,6%); agricultura, con 70.300 (9%), y construcción, con 49.700 ocupados más (4,8%).

Atendiendo a la situación profesional de los ocupados, los asalariados aumentaron en 405.700, una tasa de variación interanual del 2,7% frente al 2,6% del cuarto trimestre. Mientras, el colectivo de trabajadores por cuenta propia se mantuvo, frente al avance del 0,5% del cuarto trimestre.

En función del tipo de contrato, el aumento interanual del empleo asalariado del 2,4% sitúa la creación neta de empleo asalariado en el 48% del total, mientras que el 52% representativo del empleo temporal avanza a un ritmo interanual del 5,6%. Como resultado de esta dinámica, la tasa de temporalidad se situó en el 25,8%, superior en siete décimas a la de un año antes.

Atendiendo a la edad, **todos los grupos presentan descensos del paro en el primer trimestre.** La tasa de paro de los jóvenes se situó en el primer trimestre en 41,7%, más de un punto por debajo de la registrada en el cuarto trimestre de 2016.

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



Fuente: Seguridad Social.

Con series desestacionalizadas por el INE, la variación intertrimestral del número de parados fue del -3% frente al -3,6% del cuarto trimestre, lo que implica caídas continuadas del paro desestacionalizado en los últimos dieciséis trimestres. En el último año el paro ha bajado en casi 536.400 personas, lo que supone un descenso interanual del 11,2%. La tasa de paro creció una décima en el trimestre y se redujo 2,2 puntos respecto a la de un año antes, situándose en el 18,8% de la población activa.

Continúa la moderación en el crecimiento de los salarios y de los costes laborales unitarios. Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral correspondiente al primer trimestre de 2017, el coste laboral medio por trabajador y mes se mantuvo invariable en relación al registrado en el primer trimestre de 2016.

Y de acuerdo con las cifras de Contabilidad Nacional Trimestral, la remuneración por asalariado aumentó en el primer trimestre de 2017 el 0,4% interanual, tasa tres décimas superior a la del trimestre anterior. La productividad aparente del trabajo se incrementó un 0,5%, dos décimas más que en el trimestre previo. En consecuencia, el coste laboral unitario disminuyó el 0,1%, logrando acumular así siete trimestres consecutivos de descensos. Por último, la Estadística de Convenios confeccionada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social apunta a un incremento medio pactado hasta mayo del 1,3%, dos décimas superior al incremento salarial pactado en 2016.

### **Balanza de pagos**

En el primer trimestre de 2017, y según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 1.896 millones de euros (2,1% del PIB), frente a unas necesidades de financiación de 554 millones en el mismo periodo del año anterior.

El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente asciende a 1.506 millones de euros, frente al déficit de 509 millones de euros alcanzado en el primer trimestre 2016. Este resultado se debe a una moderación del déficit de rentas primarias y secundarias, parcialmente compensado por una disminución del superávit de bienes y servicios. El saldo de capital pasó de anotar déficit en el primer trimestre de 2016 a superávit un año después.

Al mismo tiempo, la balanza financiera registró entradas netas de capital por valor de 54 millones de euros, frente a las entradas netas de 6.262 millones de un año antes, debido a un aumento de la posición neta deudora del Banco de España de 43.224 millones de euros, ligeramente superior a las salidas netas de capital registradas, excluido el Banco de España (43.172 millones). Esta estadística puede estar sujeta a importantes oscilaciones.

Los intercambios con el exterior de bienes y servicios con el exterior registran superávit y mejora el componente no energético del saldo comercial. Los ingresos por turismo se aceleran mientras que los pagos por el mismo concepto se ralentizan.

La balanza de servicios de turísticos alcanzó en el primer trimestre de 2017 un superávit de 6.104 millones, superior en un 5,8% al del mismo periodo del año anterior y que se fragua gracias al avance del 9,9% de los ingresos por turismo. El gasto realizado por los turistas extranjeros, según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) aumentó un 13,2% en tasa interanual, alcanzando las entradas de turistas un crecimiento del 9,3% interanual, cifra 1,8 puntos inferior al trimestre anterior.

Los pagos por turismo como resultado de las salidas de los españoles al extranjero crecieron un 16,7% en el primer trimestre, una ralentización de casi más de cuatro puntos respecto al dato del último trimestre de 2016.

Por otra parte, la balanza de rentas primarias y secundarias acumuló hasta marzo un déficit de

2.169 millones de euros, un 54,6% inferior al anotado en el periodo equivalente en 2016. Y ello fue posible gracias a un aumento de los ingresos del 6,8% y a una reducción de los pagos del 7,8%.

La cuenta financiera, por otro lado, contabilizó en el primer trimestre de 2017 entradas netas de capital por valor de 54 millones de euros, frente a unas entradas netas de 6.262 millones en el primer trimestre de 2016. Excluido el Banco de España, hasta marzo se registraron salidas netas de capital por valor de 43.172 millones de euros, frente a las salidas netas de 932 millones registradas un año antes, resultado que recoge saldos positivos (inversiones) en las operaciones de activo y en las de pasivo. Se modera, por tanto, la inversión extranjera en España mientras se amplía con fuerza la inversión de España en el exterior.

Finalmente, la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) redujo el saldo deudor en el cuarto trimestre de 2016, en 28.019 millones respecto a un año antes, hasta alcanzar 954.000 millones de euros, equivalente al 85,7% del PIB, porcentaje inferior en 5,6 puntos al del cuarto trimestre de 2015. Por su parte, la deuda externa bruta ascendió en el último trimestre de 2016 a 1,865 billones de euros (167,5% del PIB), siendo un año antes ligeramente superior (169,1% del PIB).

### **Sector público**

El déficit consolidado de las Administraciones Públicas (AAPP), sin Corporaciones Locales, se redujo hasta el 0,51% del PIB en el primer trimestre del año, inferior en un 29,7% al del mismo periodo de 2016. Dicho descenso se explica por un incremento interanual de los recursos no financieros (3,4%) superior al aumento de los empleos (0,5%).

El incremento en los ingresos proviene del avance de las cotizaciones sociales (5,2%) y de los impuestos (3,7%). En cuanto a los empleos no financieros, el avance de los consumos intermedios (4,6%), la remuneración de asalariados (1,6%) y las subvenciones (37,2%) compensó la caída de los intereses (-9,8%) y las menores aportaciones al Presupuesto General de la UE (-35,2%).

En términos de contabilidad nacional, el déficit del Estado hasta el mes de abril fue del 0,71% del PIB, lo que supone una reducción del 41,6% interanual. El menor déficit se debe al aumento interanual de los recursos no financieros (5,3%) y

al descenso de los empleos no financieros, que retrocedieron un 4,7%.

**Se prevé una mejora notable en el déficit público.** Para el conjunto de las Administraciones Públicas, el déficit se reducirá en 2017, **resultado de la congelación del gasto que conlleva la prórroga presupuestaria de las medidas fiscales tomadas a finales de 2016 y del fuerte crecimiento económico**, que está permitiendo un fuerte aumento de la recaudación. El déficit se situará en el 3,3% del PIB, dos décimas por encima del objetivo de 2017. Con una deuda pública tan elevada, el proceso de consolidación de las cuentas públicas adquiere una enorme importancia. La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal viene advirtiendo que es poco probable el cumplimiento, debido a la mala previsión de ingresos y gastos del Estado y de la Seguridad Social, así como por el coste del rescate de las autopistas de pago, cercano a los 2.000 millones de euros. La previsión para 2018 es un déficit público que alcance el 2,9% del PIB, cumpliendo el objetivo pactado con Bruselas.

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%.*

La deuda de las Administraciones Públicas, según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), alcanzó en el primer trimestre de 2017 el 100,4% del PIB, esto es, 1.129.378 millones de euros, porcentaje ocho décimas inferior al del mismo trimestre del año pasado.

La deuda del Estado se situó en el 87,8% del PIB, nueve décimas inferior a la del mismo periodo de 2016. La ratio de deuda PDE de las Comunidades Autónomas sobre el PIB, por su parte, aumentó en el primer trimestre de 2017 tres décimas respecto al tercer trimestre, hasta el 24,8%. En las Administraciones de la Seguridad Social, por último, la deuda alcanzó el 1,5%,

frente al 1,6% del PIB en el periodo anterior. Las Corporaciones Locales mostraron una deuda PDE del 2,8% del PIB en el primer trimestre de 2017, inferior en cuatro décimas a la del mismo trimestre del año anterior.

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

Si en 2015 y 2016 la economía española se benefició de un entorno extremadamente favorable, que permitió, gracias también al buen desempeño de empresas, familias y sector público, superar las expectativas trimestre tras trimestre, **2017 asistirá a una muy leve desaceleración del crecimiento del PIB, cuyo crecimiento estimamos se sitúe en el 3,1%.**

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 afectar 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. Por otra parte, **el acusado y rápido ascenso de tipos de interés**, que encarecía la financiación. **Pero ambos elementos han perdido fuerza conforme avanzaba el año.** En junio, el precio del petróleo en los mercados internacionales ha bajado 10 dólares hasta 45\$ por barril y el euro se ha apreciado. En cambio, **los tipos de interés a largo plazo referenciados por el bono español a 10 años terminarán en a finales del segundo trimestre en mínimos del año**, por debajo de 1,4%, recogiendo una caída del 27% desde principios de año. Por lo tanto, la desaceleración vía consumo e inversión será mucho más leve de lo previsto a comienzos de año, pudiendo incluso la economía mantener el ritmo de crecimiento observado en los dos últimos años, dado el fuerte avance del PIB experimentado en el segundo trimestre.

Ahora bien, indicadores adelantados del segundo trimestre, tales como las ventas de coches o las pernoctaciones hoteleras de residentes han mostrado una importante desaceleración, ambas indicativas de que el consumo privado ha perdido fuerza en 2017.

Los esfuerzos de la OPEP se están encontrando con el aumento de la producción de los principales países productores fuera de la Organización y con el "shale oil" que Estados

Unidos ya consigue hacer rentable incluso con precios inferiores a los 50\$ por barril.

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

En cualquier caso, la subida de precios en España parece más un aumento transitorio de los precios que afectará más en la primera mitad de 2017, venido a menos a partir del segundo semestre del año, si bien con capacidad de situar la inflación media del año alrededor cerca del 2%, cabiendo una interpretación similar, en general, para la zona euro, a pesar de que las tensiones inflacionistas deberían ser probablemente mayores en los países centrales del euro a medio plazo, especialmente en Alemania, cuya tasa de paro en el primer trimestre de 2017 cayó al 3,9%. Conviene considerar también que, aunque la tendencia general del desempleo es claramente positiva en la zona euro (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 situando 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.

Y es, precisamente por ello, por lo que el Banco Central Europeo anunció en su última reunión de política monetaria en junio que continúa siendo necesario un grado de acomodación monetaria significativo para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten y respalden la inflación general a medio plazo. La percepción es, por tanto, que las presiones inflacionistas subyacentes se encuentran muy contenidas, lo que permite explicar que se mantengan las condiciones de financiación tan favorables en aras a lograr su transmisión a las condiciones de financiación de hogares y empresas y estimulando así la demanda de crédito, insuficiente dadas las condiciones financieras actuales para la recuperación firme de la economía de la zona euro, tal y como mostró recientemente la encuesta del BCE de acceso de las pymes a la financiación.

Con el fin de asegurar, por tanto, un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un tiempo prolongado, que superará ampliamente el horizonte de las compras netas de activos. Se mantienen, por tanto, sin cambios los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito en el 0%, el 0,25% y el -0,40%, respectivamente. En relación a las políticas monetarias no convencionales, el BCE seguirá realizando compras en el marco del programa de compra de activos, al ritmo actual de 60.000 millones de euros mensuales hasta el final del mes de diciembre de 2017 y, a partir de abril, está previsto que las compras netas continúen a un ritmo de 60.000 millones euros mensuales, hasta el final de diciembre de 2017 o fecha posterior si fuese necesario. El BCE ha actualizado recientemente sus previsiones proyectando un crecimiento del PIB de la zona euro para 2017 del 1,9%, por encima del potencial, pero sin embargo reconociendo en su revisión a la baja del crecimiento de los precios en la eurozona que éstos están lejos de alcanzar el 2% que tiene como objetivo el banco. No está previsto que los precios crezcan un 2% antes de 2019.



La Reserva Federal, por su parte, continuó con sus subidas de tipos y los situó entre el 1% y el 1,25% en su última reunión del mes de junio. La tasa de paro está estable próxima a 4,3% ya que el empleo crece con la misma intensidad que la población activa. Los salarios están creciendo desde hace tiempo y la inflación subyacente está próxima al 2% del objetivo. Por lo tanto, continuarán con su proceso de normalización gradual. **El hecho de que la subida de tipos se combine con la venta de deuda podría provocar que el alza de tipos no sea tan rápida como se esperaba a principios de año.** Los tipos de la deuda pública de EEUU a 10 años se han estabilizado próximos al 2,1%.

La euforia en los mercados por la victoria de Trump se va diluyendo. El bono a 10 años de la deuda pública repuntó con fuerza tras su victoria el pasado noviembre anticipando más crecimiento e inflación. En los últimos meses las expectativas se han ido moderando y el bono a 10 años ha bajado su rentabilidad de nuevo hasta niveles próximos al 2%. La Fed sigue subiendo tipos y repuntan la rentabilidad de los bonos a corto plazo, pero no los del largo plazo

En Europa los tipos a largo plazo han bajado, especialmente en países periféricos. Las rentabilidades han disminuido en un contexto de volatilidad, afectadas en un primer momento por la incertidumbre asociada a las elecciones francesas y, posteriormente, por el resultado de las mismas y el mantenimiento del programa de estímulos por parte del BCE. Destacan las caídas de alrededor de un punto de la deuda portuguesa y griega. El bono español a 10 años se situó a finales de junio en niveles mínimos del año en torno a 1,4%, lo mismo que le sucedió al bono italiano, si bien éste sigue cotizando con una prima 50 puntos básicos superior al español. Y ello pese a las convulsiones financieras que han significado la intervención pública del banco italiano Monte dei Paschi y la liquidación ordenada de Veneto Banca y Banca Popolare di Vicenza y, especialmente, la quiebra del Banco Popular.

Según la última Encuesta semestral de Acceso a la Financiación de las Empresas del BCE, las necesidades de fondos de las pymes españolas aumentan, elevando de este modo la demanda de crédito de las empresas, debilitada en los últimos semestres. Mejora igualmente la disponibilidad de crédito y su coste. En este sentido, **el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a pymes (utilizando como proxy los inferiores a un millón de euros) aumentó un 2,6% interanual, en el acumulado de los doce últimos meses hasta abril de 2017.** El importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos asociados a las grandes empresas (importes superiores a un millón de euros) se redujo un 27,6% interanual.

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

**En 2018 se prevé una desaceleración del crecimiento del PIB de la economía española hasta el 2,8%, que se explica, en parte, por la menor aportación del sector exterior.** 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 ganando algo de crecimiento en función del crecimiento de la demanda interna. La aportación de la demanda nacional al crecimiento sería parecida a la de 2017, tal vez un poquito superior, ya que la ligera ralentización esperada del consumo de las familias por un ritmo algo menor en la creación de empleo podría verse compensada por un aumento del consumo público y la estabilidad de la inversión.

No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada debido a diversos factores, entre ellos el diseño de las políticas de la nueva Administración estadounidense y sus efectos en la economía de este país, así como 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 de la inflación, el aumento del proteccionismo y el riesgo de un



Brexit duro en el proceso de negociación de las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea.

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 EE UU afectaría negativamente a aquellas economías emergentes con mayor deuda en dólares. En el caso de 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.

Gran parte de ese nuevo brío de la economía mundial, que se espera que acelere su crecimiento por encima del 3% tanto en 2017 como en 2018 y 2019, según las previsiones de los principales organismos internacionales, se debe al hecho de que el comercio mundial cobró impulso en el segundo semestre de 2016 y, según los datos disponibles, se ha mantenido e incluso aumentado en el primer trimestre de 2017.

En el primer trimestre de 2017 las exportaciones mundiales continuaron creciendo con fuerza, al igual que sucedió en la segunda mitad del 2016. El motor del crecimiento mundial son los países emergentes, especialmente Asia donde las importaciones crecen más que las exportaciones. La causa principal es el nuevo modelo de crecimiento chino, donde el consumo crece a tasas del 10% y su producción industrial, a ritmos del 6%. Eso implica que las importaciones chinas crecen más que las exportaciones y que su superávit exterior se irá reduciendo gradualmente.

**Los periféricos asiáticos son los que más se benefician del crecimiento de la demanda interna china.** Latinoamérica con intensas devaluaciones de sus divisas en los dos últimos años también se beneficia del crecimiento comercio mundial y está siendo el principal motor para abandonar la recesión. No obstante, la caída de los precios de las materias primas ha provocado que la región vuelva a tener déficit exterior, aunque del 2%, del PIB del área lo cual está lejos de los niveles que hace décadas provocaban duras crisis de balanza de pagos. La deuda externa sobre PIB también es inferior. Este año la crisis económica minora, pero la crisis política y social necesitará varios años de

crecimiento intenso y reforzar las instituciones dañadas por la crisis.

La Eurozona, por su parte, es una economía con un elevado peso de las exportaciones y la recuperación del comercio exterior explica el mayor crecimiento del PIB y del empleo en el primer trimestre de 2017, con Francia y Alemania aumentando su tasa de crecimiento hasta el 2% anualizado. Y ello, a su vez, explica el excelente comportamiento de las exportaciones españolas de bienes y servicios en el primer trimestre y las buenas perspectivas para el segundo trimestre de 2017, si bien los datos de abril de la Agencia Tributaria han recogido un frenazo importante al caer un 1% en la comparativa intermensual con respecto a marzo.

En este entorno exterior, las perspectivas de crecimiento de la zona euro son muy favorables. Con crecimientos del orden del 1,7% en 2017 y del 1,8% en 2018, la Comisión Europea revisaba recientemente sus previsiones ligeramente al alza, precisamente por las buenas perspectivas que presenta la economía mundial, lo que favorece una demanda exterior algo más vigorosa en el corto plazo, un tipo de cambio más débil y un sentimiento económico más favorable. Y ello repercutirá en el buen desempeño de la economía española al verse favorecidas las exportaciones del mayor dinamismo económico, tanto dentro como fuera de la zona euro. Además, en los mercados de divisas, el resultado de las elecciones francesas y la incertidumbre sobre las futuras decisiones de política económica en EE UU, han favorecido la cotización del euro frente al dólar en el periodo, a pesar de las perspectivas de aumentos de tipos de la Reserva Federal. De este modo, entre finales de marzo y mediados de junio el euro se apreció un 5% con respecto a al dólar, un 4,6% frente al yen y un 2% frente a la libra esterlina, apreciándose el tipo de cambio efectivo nominal frente al conjunto de países desarrollados un 2,8%.

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.

**Si bien las subidas del tipo de interés a largo plazo tardarán algún tiempo en afectar a los pagos por intereses de la deuda de las Administraciones Públicas, tarde o temprano**

**terminarán repercutiendo y, de manera más inmediata, lo harán también en las empresas. Ello es preocupante, dada la elevada vulnerabilidad financiera de la economía española.**

**De igual modo, las subidas del tipo de interés a corto plazo, impactarán especialmente sobre la economía española, al ser ésta particularmente sensible a incrementos del Euribor, dada la elevada deuda que mantienen los hogares, afectando por tanto a la línea de flotación de las familias españolas.**

A lo anterior se podría añadir un tercer factor: el escaso margen fiscal en España, que podría derivar, en el mejor de los casos, en una política fiscal neutra. De hecho, 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 las 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 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 (-2,2%). Dado que el impacto del tipo de cambio sobre la evolución de las exportaciones no es inmediato, sino que el efecto máximo tiene lugar normalmente al cabo de un año y medio aproximadamente, el efecto positivo sobre el sector exterior español podría ser de cierta importancia incluso a lo largo de 2017, sobre todo si continúa la aceleración observada en el comercio internacional en el último trimestre de 2016. Y en una economía con elevada deuda externa y baja productividad como es la española, la contribución positiva al crecimiento de la demanda externa neta se antoja crucial.

Por último, en relación al sector exterior, si la subida del precio del petróleo no eleva tanto la inflación como inicialmente se esperaba, la reducción del superávit por cuenta corriente será menor, pudiéndose situar en el 1,3% en 2017 y en el 0,5% del PIB en 2018.

El BCE también apuntaba recientemente a la incertidumbre generada por el riesgo político. Las negociaciones del Brexit, la llegada a la Casa Blanca de Donald Trump, y los procesos electorales que aún deben tener lugar en Europa a lo largo de 2017 (Alemania e Italia), que estarán sin duda marcados por el ascenso del populismo y el nacionalismo, aún más reforzados tras los recientes atentados terroristas en Alemania y Reino Unido. Esta situación 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.**

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

Recientemente, la Comisión Europea admitía formalmente la necesidad de una política fiscal más expansiva para la eurozona. El impulso fiscal, cuando no puede venir por parte del propio país por sus importantes desequilibrios, debe venir del presupuesto comunitario. Pero una Europa más federal y la voluntad política hacia una verdadera unión política está lejos de fraguarse como proyecto real. La llegada al Palacio del Elíseo de Emmanuel Macron puede dar un nuevo impulso al proyecto de integración europeo.

Se hace imprescindible rediseñar la UEM para corregir los fallos que presentó de inicio. Este

rediseño pasa fundamentalmente por profundizar en el proyecto europeo a través de mayor integración y de mayores competencias para las instituciones europeas. El reciente documento de la Comisión “Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria” indica el camino hacia un acuerdo conjunto:

- Se establece 2019 como fecha para completar la **Unión Bancaria**, que conlleva la creación de un sistema común de seguro de depósitos y un respaldo común para el Fondo Europeo de Resolución bancaria (el mecanismo que ha resuelto el problema del Banco Popular). **Esto es clave para evitar que los problemas de los bancos se trasladen a los Estados.**
- **Igualmente importante es romper el bucle en dirección contraria a la anterior; esto es, que la quiebra o insolvencia del Estado desencadene la quiebra de los bancos.** Para lograr una cartera de activos más diversificada por parte de los bancos y reducir su exposición a la deuda pública del país, la Comisión propone la creación de un nuevo activo seguro: los valores respaldados por bonos soberanos, European Safe Bonds o “ESBies”. **La existencia de estos activos haría más robusto el sistema financiero europeo ya que los bancos tendrían ESBies en lugar de la deuda de su propio Gobierno, evitándose los pánicos al asegurar que una huida de los inversores hacia los activos seguros beneficiaría a todos los países miembros del Euro, no solo a Alemania.** Y todo ello se conseguiría sin la necesidad de introducir la responsabilidad solidaria, es decir, sin que ningún país fuera responsable de las deudas de otro, aumentando la viabilidad política del proyecto, que tradicionalmente contaba con el “no” alemán bajo el argumento del riesgo moral.
- El documento se limita a proponer una simplificación de las normas para el pacto de estabilidad y crecimiento, cuando en realidad lo necesario sería abandonar dichas reglas que nadie cumple, tanto por razones políticas como económicas, y sustituirlo por un nuevo dispositivo centralizado que imponga disciplina a las políticas fiscales nacionales. Ello implicaría **desarrollar un procedimiento de quiebra soberana en la Eurozona, que facilitara una renegociación ordenada de las deudas**

**soberanas con los acreedores privados** (recordemos Grecia). Este mecanismo reintroduciría la disciplina de mercado, permitiendo la flexibilidad necesaria en la política fiscal.

- El documento también es demasiado poco ambicioso a la hora de destacar **la importancia clave de la existencia de un auténtico presupuesto de la zona euro**, con muchos más recursos y cumpliendo un papel claramente estabilizador, capaz de compartir riesgos económicos y de transferir rentas entre países. **Dicho presupuesto debe incluir un auténtico seguro de desempleo europeo con normas europeas basado en los principios de flexi-seguridad.** Dicho esquema no sólo sería anti cíclico, sino que contribuiría positivamente en los necesarios cambios estructurales en los Estados miembros. No se puede perder de vista que **el desempleo es el área en la que Europa puede afectar de forma más positiva a la vida de los ciudadanos. Un beneficio añadido de este sistema sería la armonización de las bases imponibles de las empresas, que este momento están siendo erosionadas por la ingeniería fiscal y la competencia entre Estados.**

Todos estos 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), la fuerte creación de empleo, favorecida por estos bajos costes laborales, 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.

De lo que no hay duda es que el mayor riesgo para la economía española sigue siendo la complacencia, pues los retos a largo plazo para la economía y la sociedad españolas siguen estando 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 vientos (aunque ya no todos) 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	2,8
Consumo final hogares	2,2	2,0
Consumo final AA PP	1,0	2,0
Formación Bruta de Capital Fijo	4,6	4,5
- Maquinaria y bienes de equipo (1)	5,0	4,1
- Construcción	4,3	4,9
Variación existencias (contribución al crec. del PIB en p.p.)	0,0	0,0
Demanda nacional	2,5	2,6
Exportaciones de bienes y servicios	7,7	4,3
Importaciones de bienes y servicios	6,1	4,0
IPC subyacente (media anual)	1,1	1,6
IPC total (media anual)	2,1	1,8
Costes laborales por asalariado (2)	1,2	1,5
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	2,7	2,4
Tasa de paro (EPA, % población activa)	17,9	16,0
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	1,3	0,5
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. <b>excluyendo ayudas a ent. financieras</b> (% PIB)	-3,3	-2,9
(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)