

F●**CUS**

*Boletín Trimestral de
Coyuntura Económica*

Nº9 / Septiembre / 2017

Índice

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	8
Corea del Norte y la geoestrategia mundial	8
Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	9
Demanda y producción.....	11
Agregados de demanda nacional.....	12
Demanda externa.....	12
Actividad productiva.....	14
Precios.....	15
Mercado laboral.....	16
Balanza de pagos.....	17
Sector público.....	18
Escenario 2017-2018: crecimiento sostenido...	19
Cuadro de previsiones anuales de la economía española.....	26

BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA.

Resumen ejecutivo.

La economía española sigue sacando rédito de los fuertes ajustes de competitividad acometidos en los últimos años así como del todavía relativamente bajo precio del petróleo y de los extraordinariamente reducidos tipos de interés. Con un crecimiento anualizado que podría situarse en el entorno del 4% en el segundo trimestre, los datos macroeconómicos son muy positivos. Así, los indicadores de confianza están en niveles elevados, la producción industrial, el sector servicios y las exportaciones vienen dando sorpresas positivas y, los PMI muestran de nuevo comportamientos al alza. Por otra parte, la demanda de crédito se sigue fortaleciendo y el turismo atraviesa su mejor momento, no siendo probable que se vea excesivamente afectado por el atentado de Cataluña. Las perspectivas para el sector inmobiliario son igualmente positivas.

Así, los indicadores de confianza están en niveles elevados, la producción industrial, el sector servicios y las exportaciones vienen dando sorpresas positivas y, los PMI muestran de nuevo comportamientos al alza. Por otra parte, la demanda de crédito se sigue fortaleciendo y el turismo atraviesa su mejor momento, no siendo probable que se vea excesivamente afectado por el atentado de Cataluña. Las perspectivas para el sector inmobiliario son igualmente positivas.

Además, **indicadores adelantados del tercer trimestre**, tales como las ventas de coches o las pernoctaciones hoteleras, **mantienen un notable ritmo de crecimiento.** Por lo que se refiere a la inversión en equipo, estos señalan una continuidad del tono expansivo, incluso más intenso que en la primera mitad del año, mejorando la percepción de la situación actual de su negocio por parte de los empresarios en el tercer trimestre, según avanza el indicador de confianza empresarial. El grado de utilización de la capacidad productiva de bienes de inversión se amplió más de un punto, hasta situarse en el tercer trimestre en el 84,2% y el indicador cualitativo de clima de bienes de inversión anotó en julio-agosto un saldo positivo (0,5 puntos). Finalmente, las matriculaciones de vehículos de carga acentuaron el ritmo de avance en julio, registrando un incremento interanual próximo al 18%, según datos de la Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC).

Todo ello permitiría alcanzar un crecimiento del 3,1% en 2017, con una contribución de la demanda interna ligeramente inferior a la observada en 2016, compensado por la mayor aportación de la demanda externa. De cara a 2018, esperamos una corrección de la demanda externa, que rebajará el ritmo de crecimiento del PIB al 2,8%.

Un ritmo ligeramente inferior de creación de empleo y un precio medio superior del barril de petróleo en 2017 serán los principales responsables de ralentización en el avance del consumo privado desde el 3,2% de 2016 al 2,5% previsto de 2017. El fuerte ritmo de creación de empleo y el menor precio del crudo durante el segundo trimestre explican la subida de tres décimas de nuestra previsión para el consumo final de los hogares en 2017. Sin embargo, en el tercer trimestre el consumo privado habrá empezado a perder dinamismo, fruto del menor poder adquisitivo de las rentas salariales.

Si el avance del gasto de las familias se ralentizará este año, todo lo contrario sucederá con la inversión, que esperamos que se incremente, hasta el 4% en 2017, casi un punto porcentual más que en 2016. **La demanda de inversión embalsada a la espera de la formación de gobierno y la confianza generada por las favorables condiciones financieras y el buen comportamiento del PIB y del empleo permitirán que la inversión empresarial tanto en bienes de equipo como en construcción avance más rápido de lo que lo hizo en 2016.** El consumo público, por su parte, también se moverá al alza, alrededor del 1,1% interanual, tres décimas por encima del año anterior, debido al aumento de la contratación de las administraciones públicas y su crecimiento será probablemente aún mayor en 2018.

En el ámbito fiscal, el fuerte ritmo al que avanza la recaudación, especialmente el IVA y el IRPF (en el acumulado hasta julio un 9,2% y un 7% respectivamente), y la contención del gasto público **elevan la probabilidad de cumplir con el objetivo de déficit público en 2017 del 3,1% del PIB.**

El Índice de Precios de Consumo (IPC), publicado por el INE, subió un 0,1% en agosto respecto a julio, hasta el 1,6% interanual, tras dos meses seguidos estable en el 1,5%. El repunte de agosto se debe, fundamentalmente, a la subida del precio de los carburantes y, en menor medida, de la alimentación elaborada, parcialmente compensada por el menor ritmo de

crecimiento de los precios de servicios y bienes industriales no energéticos. Ahora bien, la inflación subyacente, aquella que excluye la alimentación no elaborada y la energía, elementos con mayor volatilidad del IPC, se redujo dos décimas en agosto, hasta el 1,2%, debido principalmente al menor ritmo de aumento de los precios de los servicios a la desaceleración de los precios de los servicios y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos.

En cualquier caso, **la subida de precios en España**, tal y como adelantábamos en el anterior boletín, **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 de 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**, especialmente en Alemania, cuya tasa de paro cayó en julio hasta el 3,7%.

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

Las **perspectivas** para el **sector inmobiliario** también son **claramente positivas**, si bien con significativas diferencias por regiones y zonas, con subidas interanuales del precio de la vivienda de dos dígitos en Madrid y en Barcelona en el primer semestre.

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.

El 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 relativamente rápida reducción de la capacidad ociosa debería, a su vez, ir permitiendo una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios. **Aunque de momento, para 2017, la previsión es que los salarios crezcan menos que los precios, con la consecuentemente pérdida de poder adquisitivo.**

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. Una parte del aumento de la inflación se trasladará a los salarios que crecen un 1,2%.

Si nos centramos en **el segundo trimestre de 2017**, los datos de contabilidad nacional confirmaron que **la economía española creció un 0,9% intertrimestral** reflejando así la ligera aceleración del crecimiento del PIB, una décima más que el trimestre anterior. **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.

Por lo que se refiere al **sector exterior**, las **exportaciones** volvieron a crecer en el segundo trimestre un 0,7%, lo que es más meritorio aún si tenemos en cuenta el enorme crecimiento que registraron éstas tanto en el último trimestre de 2016 como en el primer trimestre de 2017.

La aportación del comercio exterior al crecimiento del PIB ha vuelto a ser positiva **porque al buen comportamiento de las exportaciones hay que añadir la ligera caída (-0,2%) de las importaciones de bienes y servicios en el segundo trimestre.**

En definitiva, **el PIB avanza más rápido que en el trimestre anterior, con un mayor crecimiento del consumo privado, una desaceleración en el ritmo inversor 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 semestre del año, lo que facilita y activa la inversión empresarial, el empleo y, de nuevo, el consumo. Resta ver si la expansión de la economía mundial continúa al mismo ritmo en la segunda mitad del año.

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

La economía mundial avanza a buen ritmo y la ausencia de presiones inflacionistas preocupantes (hemos visto incluso caídas de inflación subyacente en Estados Unidos durante los últimos meses) **podría llevar a que se alargue el escenario de tipos de interés permanentemente bajos.**

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

En línea con lo anterior, **la Reserva Federal ha decidido poner punto y final al proceso de expansión cuantitativa (QE)** y ha anunciado que comenzará en octubre a desprenderse gradualmente de los más de cuatro billones de dólares que posee en bonos, fundamentalmente bonos del Estado y bonos hipotecarios. Al principio se librarán de 6.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y 4.000 millones en bonos hipotecarios cada mes, durante un trimestre. Por encima de ese límite inicial, sí se reinvertirá la deuda. Pasado el primer trimestre, el umbral se irá elevando gradualmente con una cadencia similar si la coyuntura económica y financiera así lo permite.

Los riesgos están bien equilibrados por lo que, aunque de momento mantenga la banda de tipos a corto plazo entre el 1% y el 1,25%, deja abierta la puerta a un nuevo incremento en 2017 (que sería el tercero este año) y a tres más posibles en 2018. Esta política va en línea con sus previsiones de crecimiento más robusto de la economía estadounidense en los próximos años ha revisado dos décimas al alza su proyección para este año hasta el 2,4% y manteniendo la de 2018 en el 2,1%, y con una tasa de desempleo del 4,4%, el nivel más bajo desde marzo de 2007.

La tasa de paro americana se sitúa ya por debajo de la de equilibrio y lo más probable es que en los próximos meses veamos mejoras adicionales en el mercado de trabajo americano. El resultado de lo anterior debería ser una aceleración progresiva de los salarios, que tendería también a traducirse en presiones de precios (demostrando, de esa forma, que la caída de la inflación subyacente que hemos visto durante los primeros meses de este año se ha debido a factores fundamentalmente temporales, tal y como ha señalado Janet Yellen en su última comparecencia tras la reunión del Federal Open Market Committee). **Además, la debilidad reciente del dólar tenderá a generar presiones adicionales de precios.**

La Reserva Federal ha asumido que, tras lograr un crecimiento anualizado del 3% en el segundo trimestre, la economía de Estados Unidos mostrará un desempeño económico sólido durante los próximos trimestres. Los fundamentos del consumo privado siguen siendo fuertes y la inversión corporativa continúa dando buenas señales. El sector inmobiliario, por su parte, tiene aún un margen importante de expansión adicional y el sector exterior debería beneficiarse de un dólar más débil, pese a la probable apreciación tras la retirada de estímulos anunciada por la Reserva Federal.

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

Entre las economías emergentes es destacable el esfuerzo de las autoridades chinas por mantener en orden su sistema bancario, donde la amenaza de una gran crisis financiera, a pesar de los elevados niveles de deuda, pierde fuerza. No obstante, la deuda privada está en máximos históricos y sigue creciendo. Entre las noticias negativas, sorprende la ralentización de la economía india, donde todo apunta a que la que ha venido siendo una de las economías emergentes que mantenía un mayor ritmo de crecimiento va a dejar de serlo.

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

Buen ejemplo de ello es la vuelta a la senda del crecimiento del PIB griego y la vuelta de la deuda portuguesa al grado de inversión, abandonando el estadio de elevado riesgo o bono basura. La mejora del rating de la deuda portuguesa permitió que el interés exigido a su bono a diez años registrara a mediados de septiembre la mayor caída diaria en más de año y medio, situando la prima de riesgo portuguesa a un paso de bajar de la barrera de los 200 puntos básicos, que probablemente superará.

Aunque en el área euro existen todavía niveles apreciables de capacidad ociosa, ésta se viene reduciendo rápidamente y no es infinita. Basta con que el paro mantenga su ritmo actual de reducción para que el desempleo alcance dentro de un año tasas en el entorno del 8%. Esta tasa, pese a ser elevada en comparación con la americana, está por debajo de la media del desempleo en el área en el período previo a la crisis y es por tanto una estimación razonable de lo que podría ser el nivel de paro de equilibrio de nuestro continente. Y ello a pesar de que la tasa de desempleo infravalora muy probablemente los niveles de capacidad ociosa en la Eurozona. Pero, lo que es cierto es que el *output gap*, la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial, de la eurozona, de seguir el actual ritmo de crecimiento, podría cerrarse en el próximo año y medio.

El Banco Central Europeo, por su parte, ha revisado a la baja sus previsiones de inflación debido a la apreciación del euro y ha aplazado a otoño cualquier novedad en su calendario de repliegue de estímulos.

La política monetaria se mantiene intacta. De este modo, continúa siendo necesario un grado de acomodación monetaria significativo para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten y respalden la inflación general a medio plazo.

La percepción es, por tanto, que las presiones inflacionistas subyacentes se encuentran muy contenidas lo que permite explicar que se mantengan las condiciones de financiación tan favorables en aras a lograr su transmisión a las condiciones de financiación de hogares y empresas y estimulando así **la demanda de crédito, insuficiente dadas las condiciones financieras actuales para la recuperación firme de la economía de la zona euro**, tal y como mostró recientemente la Encuesta del BCE de acceso de las pymes a la financiación. **En los últimos meses se añade el componente deflacionario de la apreciación del euro, que podría condicionar la decisión final sobre el momento óptimo para la retirada de estímulos**. El euro ha llegado a apreciarse con respecto al dólar más del 15% desde comienzos de año.

El BCE proyecta un crecimiento del PIB de la zona euro para 2017 del 2,2%, por encima del potencial, y tres décimas superior al observado en las previsiones de julio. **Y revisa a la baja el crecimiento de los precios** en la eurozona ya que están lejos de alcanzar el 2% que tiene como objetivo el banco. **No está previsto que los precios crezcan un 2% antes de 2019**. Las previsiones de inflación son del 1,5%, del 1,2% y del 1,5% para 2017, 2018 y 2019, respectivamente.

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

En 2018 se prevé una desaceleración del crecimiento del PIB de la economía española hasta el 2,8% que se explica, en parte, por la menor aportación del sector exterior y un menor ritmo en la creación de empleo. 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 ligeramente superior ya que la leve 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 relativa estabilidad de la inversión.

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 junio batió un nuevo record y que se situó, en términos de PIB, en un 100,03%. Del aumento de la deuda pública de 63 puntos porcentuales del PIB entre 2007 y 2016, aproximadamente la mitad es propiedad de no residentes. Pero mientras que 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.

Los indicadores adelantados del tercer trimestre muestran signos de dinamismo en el empleo y en la inversión empresarial, si bien el empleo medido a través de los datos de afiliaciones a la Seguridad Social recoge una notable desaceleración en los meses de julio y agosto, como explicamos en el apartado *Perspectivas de crecimiento de la economía española*. 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.

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.

El buen momento que atraviesa la economía española favorece la expansión del crédito, apoyada por la continuidad de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE). El importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a hogares, en términos acumulados de los doce últimos meses, aumentó en julio el 0,6% interanual, frente al descenso del 2% del mes anterior.

Pese al buen momento que atraviesa la economía española, 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 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. Nuestra previsión es un déficit público del 2,6% en 2018, lo que permitiría la salida del “procedimiento de déficit excesivo”.**

En el plano analítico interno, **la escalada de tensión en Cataluña es el principal riesgo político** y obliga a ambas partes a encontrar una solución negociada. El riesgo de inestabilidad financiera, aunque muy poco probable, existe, y pese a que la situación parece estabilizada, la aparición de sorpresas negativas no puede descartarse. La “cuestión catalana” puede seguir generando mucha incertidumbre.

Por lo que se refiere al **riesgo político** internacional, señalar que la incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relacionadas con la actividad económica mundial sigue siendo elevada, y los riesgos siguen apuntando a la baja. Entre los principales riesgos a la baja se incluirían las posibles perturbaciones causadas por la incertidumbre política y geopolítica, destacando entre estas un aumento de la escalada de tensión con el régimen norcoreano, un empeoramiento de 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 los Estados Unidos. Por otra parte, la entrada con fuerza de la ultraderecha en el Parlamento de Alemania, tras las elecciones celebradas el pasado domingo, añade un foco más de incertidumbre sobre la Europa del euro.

Entre los **riesgos económicos globales** encontramos 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 o desarrolladas muy endeudadas 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. **El ritmo de avance de la economía**

española en los próximos trimestres se verá condicionado tanto por su vulnerabilidad a futuras subidas de tipos de interés en 2018 debido a la elevada deuda externa como por una moneda única excesivamente fuerte respecto al dólar.

Escenario global.

Corea del Norte y la geoestrategia mundial

Donald Trump lleva ya más de ocho meses en la Casa Blanca y sus amenazas proteccionistas durante la campaña y contra el comercio mundial no se han cumplido. El presidente ha fracasado en la mayoría de leyes que ha llevado al Congreso y la economía de EEUU sigue a velocidad de crucero, creando 180.000 empleos mensuales, cifra similar a la de 2016.

La economía de la eurozona también crece a velocidad de crucero y también se están creando 180.000 empleos mensuales desde 2016. Las compras de deuda del BCE han conseguido estabilidad financiera y han reducido las primas de riesgo. Por esa razón el empleo en España, Portugal, Irlanda y Grecia, países que padecieron en mayor medida la inestabilidad financiera y la restricción de crédito, crece ahora el triple que en Francia y Alemania.

En China el PIB se mantiene próximo a un crecimiento del 7%. El índice Li Keqiang, que se compone en un 40% por crédito bancario; en un 40% por consumo electricidad y 20% por transporte de mercancías ferrocarril, crece 11%, su mayor aumento desde 2012. La confianza del consumidor ha subido con fuerza desde el verano de 2016 y está en máximos desde 2007, antes de la Gran Recesión. La inversión privada se recupera y crece 7% anual, el doble que en 2016 aunque aún muy lejos del 25% de 2013.

La inflación subyacente en los principales países se mantiene estable y por debajo de los objetivos de estabilidad de precios de los bancos centrales y eso permite que la política monetaria mundial sigue siendo expansiva y favorezca el crecimiento. El BCE ha anticipado que en octubre comenzará a reducir sus compras de deuda. La autoridad monetaria europea está haciendo la misma política que la Fed desde 2007 pero con retraso. Por lo tanto, el escenario más probable es que la retirada sea gradual y no ponga en riesgo la creación de empleo.

El precio del petróleo se mantiene en promedios de 50 dólares a pesar de que la OPEP prorrogó su reducción de producción de barriles aprobada en 2016. **La tecnología permite producir con energías renovables a precios cada vez más competitivos y la demanda de petróleo ha frenado su crecimiento. Y el fracking ha aumentado la oferta disponible de petróleo acabando de facto con el oligopolio y el poder de fijación de precios de la OPEP.**

El principal riesgo para el crecimiento de la economía mundial es la geopolítica. Durante la Guerra Fría Henry Kissinger aceptó el fracaso de EEUU en las guerras del Vietnam y de Corea y pactó con los chinos dejar Asia bajo su zona de influencia con la condición que no pactara con Rusia. Barack Obama intentó establecer un mundo multipolar y multicultural y adaptar las instituciones mundiales a la nueva realidad del siglo XXI.

Donald Trump ha vuelto al modelo bipolar pero ahora contra China. La amenaza de Corea del Norte que ha disparado ya dos cohetes sin carga nuclear por encima de Japón ha provocado la reacción de EEUU de nuevo en Asia rompiendo el *statu quo*. Los inversores reaccionaron aumentando la aversión al riesgo cuando comenzó el conflicto pero poco a poco se ha ido normalizando su temor. Aunque hay otros problemas la geopolítica es en la actualidad el principal riesgo que puede frenar el crecimiento mundial. De nuevo un cisne negro; baja probabilidad de suceso pero con consecuencias muy negativas si se produce.

Perspectivas de crecimiento de la economía española.

La fase expansiva de la economía española que se inició en el tercer trimestre de 2013 se prolongó en el segundo trimestre de 2017 y continuará a buen ritmo en los próximos meses.

Los datos de la contabilidad trimestral nacional del segundo trimestre confirmaron el avance robusto de la actividad económica, observando un crecimiento del 0,9% intertrimestral, tasa superior en una décima a la observada en el trimestre anterior. Ello ha permitido recuperar los niveles de renta real previos a la crisis, desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008.

El crecimiento siguió siendo equilibrado con aportaciones positivas tanto de la demanda interna como de la demanda externa. Al fuerte crecimiento de la demanda interna, que aportó 0,6 puntos porcentuales al crecimiento anual del PIB, se le sumó en el segundo trimestre el dinamismo de la demanda externa neta, con una aportación de 0,3 puntos porcentuales en la comparativa intertrimestral. En términos interanuales, el crecimiento del PIB se situó en el 3,1%, siendo la aportación de la demanda interna de 2,4 puntos porcentuales y la de la demanda externa de 0,7, igual que en el trimestre anterior, y positiva por quinto trimestre consecutivo, lo que no se observaba desde 1997.

La aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento interanual del PIB se debe a un incremento de las exportaciones más acentuado que el de las importaciones, con tasas del 4,5% y del 2,8%, respectivamente, sustancialmente inferiores a las del primer trimestre, caracterizado por un dinamismo importador y, especialmente, exportador, excepcional.

La paulatina y previsible desaceleración de la economía española finalmente no ha tenido lugar. De momento, el segundo trimestre mostró un crecimiento aún superior al observado en el primer trimestre del año y dos décimas superior al registrado cuarto trimestre de 2016. El avance menor de lo esperado en las exportaciones por la pérdida de dinamismo en el comercio internacional y en la inversión se ha visto compensado por el crecimiento del consumo, favorecido en el segundo trimestre por el abaratamiento del precio del petróleo.

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 3,1%.

En el segundo trimestre, la demanda interna se consolidó como el principal elemento propulsor del crecimiento intertrimestral, impulsada por el consumo privado (0,7%), y en menor medida y en claro retroceso, por la demanda de inversión (0,7%), (principalmente por el componente de equipo) y el gasto en consumo final de las administraciones públicas (+0,2%), acompañado de una demanda externa que sigue aportando crecimiento neto al PIB (+0,2%).

La mejora del mercado de trabajo y de la confianza de los consumidores así como de las condiciones financieras siguieron favoreciendo la situación de los hogares, lo que, a su vez, permitió que se mantenga el buen ritmo de crecimiento del consumo, aún mayor en el segundo trimestre (+0,7%), también impulsado por el mejor comportamiento del precio del barril de petróleo durante el segundo trimestre. Ello permite que también prosiga el proceso de desapalancamiento de los hogares.

Entre los indicadores adelantados vinculados con el consumo privado, cabe destacar el aumento de las matriculaciones de automóviles, según ANFAC, del 6,4% en los meses de julio y agosto, una décima 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, se desaceleró en julio casi dos puntos y medio, hasta anotar una tasa interanual del 0,5% como consecuencia del tono menos expansivo tanto del componente alimenticio como del no alimenticio.

Al avance del consumo privado hay que añadir el avance intertrimestral del 0,8% de la inversión en el segundo trimestre, inferior en 1,3 puntos al del trimestre anterior. No obstante, en el primer semestre del año, la inversión fija aumentó un 3,6%, tasa superior en medio punto a la del conjunto de 2016, debido al fuerte dinamismo de la inversión en equipo y al perfil claramente expansivo de la inversión en construcción y de los productos de la propiedad intelectual.

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.

Los indicadores más recientes de inversión en equipo señalan una continuidad del tono expansivo, incluso más intenso que en la primera mitad del año, mejorando la percepción de la situación actual de su negocio por parte de los empresarios en el tercer trimestre, según avanza el indicador de confianza empresarial. El grado de utilización de la capacidad productiva de bienes de inversión se amplió más de un punto, hasta situarse en el tercer trimestre en el 84,2% y el indicador cualitativo de clima de bienes de inversión anotó en julio-agosto un saldo positivo (0,5 puntos), aunque inferior al del primer trimestre. Finalmente, las matriculaciones de vehículos de carga acentuaron el ritmo de avance en julio, registrando un incremento interanual próximo al 18%, según datos de ANFAC.

En cuanto a la **inversión en construcción**, ésta mantuvo el ritmo de crecimiento intertrimestral en el segundo trimestre en el 1,1%. Por componentes, **destaca el buen momento que atraviesa el segmento residencial, con un avance del 2,4%**, según datos de la Contabilidad Nacional Trimestral publicados por el INE, tras el fuerte repunte, del 2,7%, observado en el trimestre anterior. La inversión en otras construcciones, por su parte, moderó cuatro décimas su ritmo de caída, hasta el 0,1%.

Los indicadores coyunturales relativos al sector inmobiliario se mostraron verdaderamente dinámicos. El número de compraventas de vivienda nueva creció en el segundo trimestre el 3,1%, siete décimas más que en el trimestre anterior, y el número de hipotecas constituidas para adquisición de vivienda se incrementó un 5,2%. El índice de precios de la vivienda libre, por su parte, aumentó un 5,6% interanual en el segundo trimestre, según el INE, fundamentalmente debido al tirón observado en la compra de vivienda usada (+5,8%), frente a la moderación mostrada por el precio de la vivienda nueva, que avanza un 4,4% interanual.

Por su parte, **el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen, aumentó un 0,2% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del año**, seis décimas menos que en el primer trimestre. En tasa interanual, se aceleró ocho décimas hasta el 1,3%, cerrando el primer semestre del año con un avance medio anual del 0,9%, similar al del conjunto de 2016.

Las exportaciones de bienes y servicios, por su parte, han sufrido un parón importante tras el sorprendente y favorable comportamiento del primer trimestre, muy por encima de lo esperado, En términos intertrimestrales el crecimiento es del 0,7%, frente al 3% del primer trimestre. No obstante la aportación al crecimiento de la demanda externa neta es mayor que en el primer trimestre (+0,3%) lo que se explica por la caída de las importaciones de bienes y servicios del 0,2%, frente al avance del 3,1% observado en el primer trimestre. El cómputo global del primer semestre es positivo tanto de las exportaciones cuyo destino son los mercados europeos como, especialmente, de aquellas dirigidas fuera de la Unión Europea. **Los meses de junio y julio muestran para las ventas exteriores de las grandes empresas, deflactadas y corregidas de calendario y publicadas por la Agencia Tributaria un nuevo impulso** frente al parón del segundo trimestre, tanto desde Europa como desde el resto del mundo.

En el primer semestre de 2017, y según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, **la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 4.561 millones de euros**, frente a capacidad de financiación de 6.346 millones en el mismo periodo del año anterior.

El mercado de trabajo se ha caracterizado en el segundo 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.

Con series corregidas de estacionalidad, la variación intertrimestral del número de afiliados creció un 1,2% intertrimestral en el segundo trimestre, tres décimas más que en el trimestre previo. En términos interanuales el número de afiliados se aceleró cuatro décimas hasta el 3,8% en el segundo trimestre. En julio y agosto de 2017 se observa una ligera moderación del ritmo de creación de empleo, según las cifras de afiliaciones a la Seguridad Social publicadas.

Los principales indicadores parecen adelantar que la actividad económica seguirá fuerte en el tercer trimestre de 2017 y que la economía española seguirá liderando el crecimiento en la zona euro, apuntando a un crecimiento intertrimestral del PIB de alrededor del 0,8%. El Índice PMI compuesto de Actividad Global, según Markit, apunta en el tercer trimestre a un avance del 0,7% intertrimestral. En la misma dirección se sitúan el Índice de Confianza Empresarial elaborado por el INE, cuyo avance intertrimestral en el tercer trimestre (2%) supera al del segundo (1,8%) y el índice de sentimiento económico, que ha mejorado dos décimas en el bimestre julio-agosto respecto al segundo trimestre, hasta un nivel 108,6, resultado del aumento de confianza.

La inercia del consumo privado es todavía fuerte, por lo que seguirá siendo motor de crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2017. Al aún robusto ritmo de creación de empleo y a las facilidades de crédito que impulsan el consumo por parte de las familias, se unirá en el tercer trimestre un nuevo impulso de la inversión empresarial y de consumo público.

Demanda y producción

Según los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicados por el INE, el PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el segundo trimestre de 2017 un crecimiento intertrimestral del 0,9%, una décima superior al del primer trimestre de 2017, encadenando así quince trimestres consecutivos de tasas intertrimestrales positivas. En términos interanuales, el PIB creció una décima más, hasta el 3,1%, manteniendo, por tanto, el ritmo con el 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 a 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, fundamentalmente por una ligera desaceleración en el segundo semestre. Este perfil de leve desaceleración se explica a partir de la pérdida de fuerza de algunos factores que habrían impulsado la actividad de manera transitoria, tales como la bajada del precio del petróleo, la depreciación del euro, o algunos estímulos presupuestarios. El menor impulso de estos factores debería

compensarse, parcialmente y en el medio plazo, con la mejora paulatina de los mercados de exportación, dado el fuerte repunte observado en el comercio y en el crecimiento mundial.

Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)



Fuente: CNTR.

Por componentes, el crecimiento económico se apoya en la demanda nacional, principal motor del crecimiento, situándose su avance en 2,4 puntos porcentuales, una décima superior al observado en el primer trimestre de 2017, si bien ligeramente inferior a la aportación media que registró en el conjunto de 2016. La aportación de la demanda externa neta fue positiva, al igual que en los tres trimestres anteriores, alcanzando los 0,7 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 que en 2016.

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



Fuente: INE.

Agregados de demanda nacional

Al crecimiento de la demanda nacional han contribuido sus principales componentes. Destaca el favorable comportamiento del consumo privado, impulsado por la fuerte creación de empleo, así como por los bajos tipos de interés y la mejora en las condiciones de financiación. El gasto real en consumo final de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH), en volumen, mostró un crecimiento del 2,4% interanual en el segundo trimestre de 2017 (una décima menos que en el primer trimestre). Sin embargo, en términos intertrimestrales, el avance del consumo privado (consumo de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) se aceleró hasta el 0,7%, tres décimas superior 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, gracias esta última al menor precio del barril de petróleo registrado de media a lo largo del segundo trimestre.

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

El consumo privado continuó 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.

Cabe destacar también el comportamiento del gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, que suma a su avance del 0,8% en el primer trimestre un nuevo crecimiento del 0,3% en el segundo trimestre, llevándolo a crecer un 1,3% interanual, el mayor incremento del último año.

La inversión en capital fijo, por su parte, mostró un nuevo impulso del 0,8% intertrimestral pese al fuerte incremento del 3,1% ya observado en el trimestre anterior. El elevado crecimiento de la inversión en bienes de equipo del primer trimestre no ha impedido que este tipo de inversión siga avanzando un 0,8% más en el segundo trimestre. La inversión en construcción vuelve a crecer un 1,1%, igual que en el segundo trimestre, crecimiento que viene explicado por el avance de la inversión en construcción de

viviendas, que muestra un crecimiento en el segundo trimestre del 2,4%, tres décimas inferior al observado en el primer trimestre.

Demanda externa

Según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el primer trimestre de 2017 el sector exterior aportó tres décimas a la variación intertrimestral del PIB, dos décimas más que en el primer trimestre, resultado de un aumento de las exportaciones de bienes y servicios (0,7% intertrimestral, tras el avance del 3% en el primer trimestre) y de un ligero descenso de las importaciones (-0,2%, frente al 3,1% en el trimestre anterior). En términos interanuales, la demanda externa neta aportó siete décimas a la variación del PIB en el segundo trimestre de 2017, al igual que en el trimestre anterior, debido a una desaceleración similar de las exportaciones y de las importaciones hasta el 4,5% y el 2,8%.

En comparación con las principales economías de la Unión Europea, la tasa intertrimestral de las exportaciones reales españolas (+0,7%) ha sido superior a la de Italia (+0,6%), similar a la de Alemania y Reino Unido (+0,7%) e inferior a la de Francia (3,1%). En tasa interanual se sitúa ligeramente por encima de todas las grandes economías de Europa, con la excepción de Italia, con una tasa de crecimiento interanual del 4,5%.

En términos interanuales, la demanda externa neta aportó siete 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 desaceleraron en el segundo trimestre de 2017, tras el fuerte repunte observado en el trimestre anterior, en un contexto de moderada recuperación de la actividad en los principales socios comerciales y en las principales economías emergentes.

Por otro lado, en el segundo trimestre de 2017, el índice de tendencia de competitividad basado en los precios de consumo frente a los países desarrollados reflejó una ligera pérdida de competitividad del 0,1% interanual, tras la ganancia del 0,3% del primer trimestre, debida al incremento de los precios relativos (0,2%), parcialmente compensado por la depreciación del 0,1% del tipo de cambio efectivo nominal.

Respecto a la Unión Europea, se registró una pérdida de competitividad del 1,1%, debida a la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal (0,7%) y al aumento del índice de precios relativos de consumo (0,4%). Finalmente, respecto a los países BRICS se registró una ganancia de competitividad del 2%, encadenando así tres trimestres consecutivos de ganancias, por la depreciación del índice del tipo de cambio nominal (2%), mientras que el índice de precios relativos se mantuvo estable.

En términos interanuales, las exportaciones reales de bienes y servicios se incrementaron un 4,5% en el segundo trimestre de 2017, frente al aumento del 7,3% del primer trimestre. Las exportaciones de bienes experimentaron un avance del 3,2%, 5,1 puntos inferior al del periodo anterior, mientras que los servicios se aceleraron 2,4 puntos, hasta el 7,5%. En términos intertrimestrales, las exportaciones crecieron el 0,7%, frente al incremento del 3% del trimestre anterior, registrando las de bienes una caída del 0,6% y las de servicios, un aumento del 3,8% (4,5% y -0,3% en el trimestre anterior, respectivamente).

El crecimiento interanual de las exportaciones reales de bienes en el segundo trimestre (3,2%) ha sido inferior al registrado por el comercio mundial de bienes, que creció un 4,3% según el Central Planning Bureau de Países Bajos. En el cómputo global de la primera mitad del año, se registra una ganancia de cuota de mercado real de 0,03 puntos hasta el 1,98% tuvo lugar. El sector exportador que pierde un mayor dinamismo en el segundo trimestre ha sido el del automóvil, pasando las exportaciones de crecer un 9,3% interanual en el primer trimestre a caer un 9,8% en el segundo trimestre.

El gasto de los hogares no residentes en cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral, aumentó en el segundo trimestre de 2017 un 4% en tasa intertrimestral, frente al incremento del 2,1% del trimestre anterior, y un 9,8% en tasa interanual, nueve décimas más que en el trimestre anterior. Los principales indicadores de turismo exterior, entre ellos las entradas de turistas y las pernoctaciones de extranjeros en hoteles nacionales, ofrecen señales favorables, con tasas interanuales en julio del 10,1% y 3%, respectivamente.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos crecieron en el segundo trimestre de 2017 un 3,6% intertrimestral, frente a la caída del 2% del primer trimestre. En términos

interanuales, el avance fue del 5,9%, superior en 3,2 puntos al del trimestre anterior.

Las importaciones reales de bienes y servicios, por su parte, disminuyeron en el segundo trimestre de 2017 un 0,2% respecto al trimestre precedente, tras el avance del 3,1% del periodo previo. Por componentes, las importaciones de bienes cayeron un 1,5% respecto al trimestre anterior, mientras que las de servicios se incrementaron un 5,5%. Las importaciones reales de bienes, deflactadas con los índices de valor unitario, crecieron un 3% en el segundo trimestre de 2017, tras el 8% del trimestre previo. El gasto real de los hogares residentes en el exterior, según cifras de CNTR, disminuyó un 1,3%, en tasas intertrimestral, tras el retroceso del 1,6% registrado en el trimestre anterior. Por su parte, las importaciones de servicios no turísticos cayeron un 7,9% intertrimestral, tras el retroceso del 3% del trimestre anterior.

El superávit de balanza de bienes y servicios a precios corrientes y según datos de la CNTR, se situó en el segundo trimestre de 2017 en el 3,3% del PIB trimestral, tres décimas inferior al del año anterior, debido al mayor déficit de bienes (-1,4% frente a -1% del PIB) que compensó el aumento del superávit de servicios. Dentro de los servicios, el superávit de los ingresos netos de turismo (3,1% del PIB) aumentó tres décimas en relación al porcentaje registrado en el segundo trimestre de 2016, sin embargo el superávit de los servicios no turísticos (1,6% del PIB) se redujo dos 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), en volumen y con series corregidas de estacionalidad y calendario, creció un 4,4% y dentro de ello, el sector de la construcción avanzó un 4,8%, mientras que el sector servicios se mantuvo inalterado en el 2,8%. La agricultura, ganadería, silvicultura y pesca se desaceleró tres décimas mientras que la industria cayó dos décimas en comparación con el mismo periodo del año anterior.

En tasa intertrimestral, el VAB del sector servicios y el de la industria se aceleraron una y cuatro décimas, respectivamente, anotando ambos una tasa intertrimestral del 0,8%. Por su parte, el VAB de construcción se incrementó el 1,5%, casi la mitad que en el trimestre

precedente (2,9%) y el VAB de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca descendió el 2,6%, tras el aumento del 2,5% del trimestre anterior.

La productividad aparente por ocupado, en términos de Contabilidad Nacional, creció el 0,3% en el segundo trimestre del año, resultado del aumento del 3,1% del PIB y de un incremento del 2,8% del empleo equivalente a tiempo completo.

Los indicadores adelantados para la industria muestran signos de un menor dinamismo empresarial a comienzos del segundo semestre de 2017. El Índice de Producción Industrial, con series corregidas de calendario y estacionalidad, moderó en julio siete décimas el ritmo de crecimiento interanual, hasta el 1,9%, fundamentalmente debido a la desaceleración del componente de energía y a la intensificación del ritmo de caída del componente de bienes de consumo. Por el contrario, bienes de equipo e intermedios se aceleraron. Por último, el PMI de manufacturas disminuyó 1,7 puntos en el periodo julio-agosto, hasta situarse en el nivel 53,2, indicativo de que continúa la expansión del sector.

El Índice de Entrada de Pedidos en la Industria, con series corregidas de calendario, e indicador adelantado de la actividad del sector, anotó en el segundo trimestre un elevado crecimiento del 7,5% anual, si bien inferior al del primer trimestre. Ello es esencialmente debido a la desaceleración en los componentes de bienes de equipo y energía.

En el sector de la construcción, el Índice de Producción de la Industria de la Construcción, publicado por Eurostat, repuntó en junio, hasta alcanzar una tasa interanual del 6,5% con datos corregidos de calendario, después de tres meses de caídas ininterrumpidas. Esta mejora fue motivada por el avance de sus dos componentes, edificación y obra civil.

Entre los indicadores adelantados, la superficie a construir en obra nueva, según los visados de dirección de obra, moderó hasta mayo el ritmo de avance interanual hasta el 13,3%, casi siete puntos inferior al del conjunto de 2016. Por el contrario, la licitación oficial repuntó en el segundo trimestre del año, hasta anotar una tasa interanual del 16,7%, frente a la caída del 6,5% del primer trimestre.

El sector servicios, por su parte, muestra, en general, indicadores favorables, tales como el

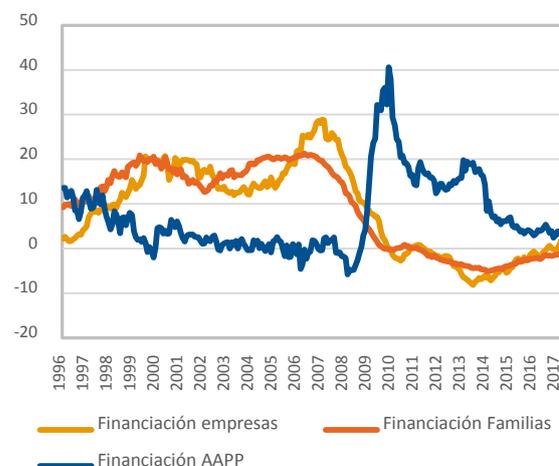
indicador de confianza de servicios publicado por la Comisión Europea y que presentó sendos avances en julio y en agosto, aunque el índice PMI de servicios, publicado por Markit, moderó un punto su crecimiento hasta 56,8, nivel indicativo de elevado dinamismo.

A ello hay que añadir la excepcional temporada turística, que si batió records en 2016 probablemente también lo haga en 2017. De momento, en el primer semestre del año la entrada de turistas y el gasto por turista aumentaron un 11,3% y un 14,8% respectivamente. Las pernoctaciones en hoteles avanzan también un 3,8% interanual, entre enero y julio y 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 Banco Central Europeo (BCE). El importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a hogares, en términos acumulados de los doce últimos meses, aumentó en julio el 0,6% interanual, frente al descenso del 2% del mes anterior. Esta evolución favorable se explica por la menor caída del crédito destinado a vivienda (-6,8% frente al -10,7% del mes previo) y del destinado a otros fines (-5,9% frente al -8,3% del mes anterior), compensados por la ligera desaceleración del crédito al consumo de dos décimas, hasta el 18,7%. El importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a pymes (utilizando como proxy los inferiores a un millón de euros) aumentó, en el acumulado de los doce últimos meses un 5,5% interanual hasta julio, 1,7 puntos más que en el mes precedente. Por su parte, el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos superiores a un millón de euros se redujo el 15,3% interanual, caída inferior en 6,3 puntos a la de junio.

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

Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual



Fuente: Banco de España.

En la comparativa interanual, el stock de financiación recibida por los tres agentes económicos (empresas, familias y AAPP) se desacelera. La financiación a empresas se desacelera tres décimas y crece solo el 0,6% interanual, mientras que la financiación obtenida por las Administraciones Públicas también crece menos que en meses anteriores, avanzando en julio un 2,9% interanual. La financiación a familias cae tres décimas más que en julio, hasta el 1,4%.

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 9,1%, mantiene una tendencia descendente que se apoya en la mejora de la actividad económica y, especialmente, del mercado laboral. Nuestras previsiones apuntan a que podría situarse por debajo del 8% a finales del año.

Precios

El Índice de Precios de Consumo (IPC), publicado por el INE, subió un 0,1% en agosto respecto a julio, hasta el 1,6% interanual, tras dos meses seguidos estable en el 1,5%.

El repunte de agosto se debe, fundamentalmente, a la subida del precio de los carburantes y, en menor medida, de la alimentación elaborada, parcialmente compensada por el menor ritmo de crecimiento de los precios de servicios y bienes industriales no energéticos.

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 agosto, hasta el 1,2%, debido principalmente al menor ritmo de aumento de los precios de los servicios a la desaceleración de los precios de los servicios y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos.

El INE también ha publicado el IPC armonizado correspondiente al mes de agosto de 2017, cuya tasa de variación interanual se sitúa en el 2%, tres décimas superior a la de julio. Por su parte, la tasa adelantada por Eurostat para el conjunto de la zona euro fue del 1,5% en agosto, dos décimas superior a la del mismo mes en la zona euro, resultando un diferencial de inflación para España respecto a la zona euro de 0,5 puntos, un décima superior al de julio.

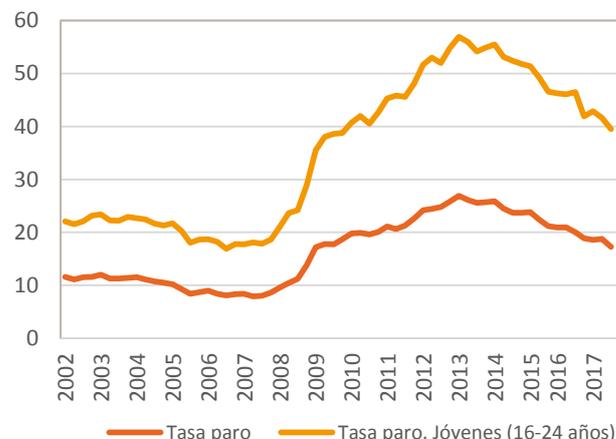
Mercado laboral

El mercado de trabajo se ha caracterizado en el segundo 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.

Con series corregidas de estacionalidad, la variación intertrimestral del número de afiliados creció un 1,2% intertrimestral en el segundo trimestre, tres décimas más que en el trimestre previo. En términos interanuales el número de afiliados se aceleró cuatro décimas hasta el 3,8% en el segundo trimestre. En julio y agosto de 2017 se observa una ligera moderación del ritmo de creación de empleo, según las cifras de afiliaciones a la Seguridad Social publicadas.

Según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el empleo equivalente a tiempo completo, con series desestacionalizadas y corregidas de calendario, creció en el segundo trimestre un 0,9% intertrimestral, dos décimas más que en el trimestre anterior y, en términos interanuales, creció el 2,8%, tres décimas más que en el primer trimestre.

Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa



Fuente: INE

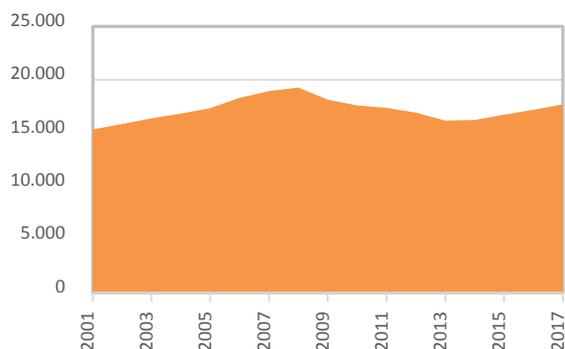
El aumento del empleo se hace extensivo en el primer trimestre a todas las ramas de actividad. Según cifras de la EPA, y en términos interanuales, el crecimiento del empleo fue generalizado en todos los grandes sectores, principalmente en servicios, con un aumento de 244.100, ocupados (1,7% anual), seguido de la industria, con 139.500 ocupados más (5,6%), agricultura con 72.400 (9,5%) y construcción con 56.300 ocupados más (5,2%).

Atendiendo a la situación profesional de los ocupados, los asalariados aumentaron en 502.500, registrando una tasa de variación interanual del 3,3%, frente al 2,7% del primer trimestre. Mientras el colectivo de trabajadores por cuenta propia se avanzó un 0,3%, frente al 0,1% del primer trimestre.

Si nos fijamos en el tipo de contrato, el aumento interanual del empleo asalariado del 3,3% sitúa la creación neta de empleo asalariado en el 40% del total, mientras que el 60% del aumento del empleo asalariado fue temporal. Como resultado de esta dinámica, la tasa de temporalidad se situó en el 26,8%, 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 el 39,5%, siete puntos inferior a la de un año antes.

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



Fuente: Seguridad Social.

Según la Encuesta de Población Activa (EPA) del segundo trimestre de 2017, publicada por el INE, el empleo de la economía española se incrementó en 375.000 personas, 100.000 más que en el segundo trimestre de 2016, situándose el número de ocupados en 18.813.300 personas, cifra superior en un 2% a la del trimestre anterior y la más elevada desde el tercer trimestre de 2010. En relación con el mismo trimestre del año anterior, el empleo aumentó en 512.300 personas, el 2,8%, tasa medio punto superior a la del trimestre previo.

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, frente a la caída de un 0,8% en relación al mismo trimestre de 2015.

Y según las cifras de CNTR, la remuneración por asalariado disminuyó en el segundo trimestre de 2017 el 0,1% interanual, tras el crecimiento del 0,4% del trimestre anterior. Mientras la productividad aparente del trabajo se incrementó el 0,3%, dos décimas menos que en el trimestre previo, de forma que el coste laboral unitario disminuyó el 0,4%, logrando acumular así ocho 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 agosto del 1,3%, tres décimas superior al incremento salarial pactado en 2016.

Balanza de pagos

En el primer semestre de 2017, y según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 4.561 millones de euros, frente a capacidad de financiación de 6.346 millones en el mismo periodo del año anterior.

El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente asciende a 3.571 millones de euros, inferior al alcanzado en el primer semestre de 2016, que ascendió a 5.752 millones. Esta caída se debe a la disminución del superávit de bienes y servicios, parcialmente compensado por la moderación del déficit de rentas primarias y secundarias. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital se incrementó en 400 millones, hasta los 992 millones de euros.

Al mismo tiempo, la balanza financiera registró salidas netas de capital por valor de 610 millones de euros, frente a las salidas netas de 1.230 millones de un año antes, debido a unas salidas netas de capital excluido el Banco de España de 37.937 millones de euros, ligeramente superiores al aumento de la posición neta deudora del Banco de España (37.326 millones). Esta estadística puede estar sujeta a importantes oscilaciones.

Los intercambios con el exterior de bienes y servicios registran superávit, si bien un 23,7% inferior al observado en el primer semestre de 2016. En ello ha tenido mucho que ver la subida del precio del petróleo que llevó a que el déficit comercial de bienes energéticos se incrementara un 42,6%, en línea con la evolución del precio del petróleo importado que, medido en euros, se encareció un 45% en media en dicho periodo. Mejora, sin embargo, el componente no energético del saldo comercial, avanzando un 50% sobre el mismo periodo del año anterior. El balance total es un incremento del déficit comercial del 40,7%.

La balanza de servicios de turísticos alcanzó en el primer semestre de 2017 un superávit de 16.964 millones, superior en un 9,8% al del mismo periodo del año anterior y que se fragua gracias al avance del 12% de los ingresos por turismo mientras que el gasto realizado por los turistas extranjeros, según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) aumentó un 14,8% en tasa interanual, alcanzando las entradas de turistas un crecimiento del 11,6% interanual, cifra una décima superior al trimestre anterior.

Los pagos por turismo como resultado de las salidas de los españoles al extranjero crecieron un 16,7% en el primer semestre, tasa que supone una aceleración de 2,5 puntos respecto a la registrada en la primera mitad de 2016.

La balanza de rentas primarias y secundarias, por su parte, acumuló en la primera mitad del año un déficit de 7.502 millones de euros, un 14,4% inferior al anotado en el periodo equivalente en 2016. Y ello fue posible gracias a una disminución de los ingresos (-0,6%) menor al de los pagos (-3,5%).

La cuenta financiera, por otra parte, contabilizó en el primer semestre de 2017 salidas netas de capital por valor de 610 millones de euros, frente a unas salidas netas de 1.230 millones en el primer semestre de 2016. Excluido el Banco de España, hasta junio se registraron salidas netas de capital por valor de 37.937 millones de euros, frente a las salidas netas de 43.020 millones registradas un año antes, resultado que recoge saldos positivos (inversiones) en las operaciones de activo y en las de pasivo. Aumenta, por tanto, tanto la inversión del exterior en España como la inversión española en el exterior.

Finalmente, aumentó la posición deudora neta del Banco de España frente al Eurosistema (fundamentalmente por la reducción de 37.326 millones de euros de los activos netos del Banco de España) y disminuyó el saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) en 28.477 millones de euros, hasta alcanzar los 973.000 millones de euros, equivalente al 86,6% del PIB, porcentaje inferior en 5,8 puntos al del primer trimestre de 2016. Por su parte, la deuda externa bruta ascendió en el primer trimestre de 2017 a 1,911 billones de euros (170,1% del PIB), frente a los 1,865 billones de euros del mismo periodo de 2016 (170,2% del PIB), si bien aumenta con respecto al peso observado a finales de 2016 (167,5% del PIB).

Sector público

El déficit consolidado de las Administraciones Públicas (AAPP), sin Corporaciones Locales, se situó hasta junio en el 2,35% del PIB, inferior en un 22,5% al del mismo periodo de 2016. Dicho descenso se explica por un incremento interanual de los recursos no financieros (4,5%) superior al aumento de los empleos (0,1%).

El incremento en los ingresos proviene del avance de las cotizaciones sociales (4,9%) y de

los impuestos (5,6%). En cuanto a los empleos no financieros, el avance de los consumos intermedios (3,2%), las subvenciones (14,3%), las prestaciones sociales (1,5%), las transferencias sociales en especie (4,7%) y las transferencias a otras administraciones públicas (3,7%) más que compensó la caída de los intereses (-5,3%) y la remuneración de los asalariados (-0,4%).

En términos de contabilidad nacional, el déficit del Estado hasta el mes de julio fue del 1,86% del PIB, lo que supone una reducción del 28,6% interanual. El menor déficit se debe al aumento interanual de los recursos no financieros (4,8%) y al descenso de los empleos no financieros (-3,2%).

Tal y como recoge la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIRef), la buena marcha de la recaudación tributaria, tanto impuestos como cotizaciones, pero sobre todo, la contención del gasto público aumentan la probabilidad de terminar el año 2017 con un déficit del 3,1% del PIB, en línea con el objetivo marcado por el Gobierno. En el primer semestre, en términos de doce meses acumulados, el déficit de las Administraciones Públicas se ha reducido en siete décimas del PIB, hasta el 3,6% del PIB, lo que permite que sea factible cumplir con el objetivo de estabilidad presupuestaria fijado.

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 semestre de 2017 el 100,03% del PIB, esto es, 1.138.899 millones de euros, casi un 3% superior a la del mismo periodo del año anterior.

La deuda del Estado registró un incremento interanual del 4%, hasta los 976.285 millones de

euros. La deuda de Otros Organismos pertenecientes a la Administración Central se situó en 36.289 millones de euros, lo que supone una disminución del 23,1% respecto a junio del año anterior. La deuda PDE de las Comunidades Autónomas alcanzó, por su parte, los 286.212 millones, un 4,6% por encima de la observada en el mismo mes del año anterior. En las Administraciones de la Seguridad Social, la deuda alcanzó los 17.173 millones de euros, cifra muy similar a la registrada en junio de 2016. Por último, las Corporaciones Locales mostraron una deuda PDE del 32.520 millones de euros, inferior en un 7.4% a la de junio de 2016.

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 y avanzar a una velocidad media de crucero del 3,2%, 2017 asistirá, con elevada probabilidad, a una muy leve desaceleración del crecimiento del PIB, que 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 contribuir negativamente al crecimiento del PIB en 2017. Por un lado, el **encarecimiento del petróleo**, que elevaría los costes de la economía española y mermaría renta para consumo o ahorro. En junio el precio del petróleo en los mercados internacionales bajó hasta los 45\$ por barril y, pese a la subida gradual desde entonces que lo sitúan actualmente en máximos de dos años, su efecto se está viendo parcialmente neutralizado por la fuerza del euro, que se ha apreciado cerca de un 16% desde comienzos de año y un 7,5% desde finales del mes de junio. En este sentido una de las claves para explicar el impulso observado en el consumo privado a lo largo del segundo trimestre fue, sin duda, el menor precio del petróleo.

Por otro lado, se esperaba un acusado y rápido ascenso de tipos de interés, que encarecería la financiación. Pero los tipos de interés a largo plazo referenciados por el bono español a 10 años terminaron el segundo trimestre en mínimos del año y, pese a la reciente subida hasta el 1,6%, el coste de la financiación se sitúa

en un nivel cómodo de gestionar y facilitador del crecimiento. Por lo tanto, por esta vía, 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 observado en el segundo trimestre.

La economía española continúa beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, de los extraordinariamente reducidos tipos de interés y del todavía bajo precio del petróleo. Con un crecimiento anualizado que podría situarse en el entorno del 4% en el segundo trimestre, los datos macroeconómicos son muy positivos. Así, los datos de confianza están en niveles elevados, la producción industrial, el sector servicios y las exportaciones vienen dando sorpresas positivas y, los PMI muestran de nuevo comportamientos al alza. Por otra parte, la demanda de crédito se sigue fortaleciendo y el turismo atraviesa su mejor momento, no siendo probable que se vea excesivamente afectado por el atentado de Barcelona. Las perspectivas para el sector inmobiliario son igualmente claramente positivas.

Además indicadores adelantados del tercer trimestre tales como las ventas de coches o las pernoctaciones hoteleras de residentes mantienen un elevado ritmo de crecimiento. Por lo que se refiere a la inversión en equipo, estos señalan una continuidad del tono expansivo, incluso más intenso que en la primera mitad del año, mejorando la percepción de la situación actual de su negocio por parte de los empresarios en el tercer trimestre, según avanza el indicador de confianza empresarial. El grado de utilización de la capacidad productiva de bienes de inversión se amplió más de un punto, hasta situarse en el tercer trimestre en el 84,2% y el indicador cualitativo de clima de bienes de inversión anotó en julio-agosto un saldo positivo (0,5 puntos). Finalmente, las matriculaciones de vehículos de carga acentuaron el ritmo de avance en julio, registrando un incremento interanual próximo al 18%, según datos de ANFAC.

Todo ello permitiría alcanzar un crecimiento del 3,1% en 2017, con un peso de la demanda interna ligeramente inferior al observado en 2016, compensado por la mayor aportación de la demanda externa, que volvería a corregirse en 2018 para crecer a una tasa del 2,8%. **Un ritmo ligeramente inferior de creación de empleo y un precio medio superior del barril de**

petróleo en 2017 serán los principales responsables de ralentización en el avance del consumo privado. Todo lo contrario que la inversión, que esperamos que se incremente, hasta el 4% en 2017, casi un punto porcentual más que en 2016. La demanda de inversión embalsada a la espera de la formación de gobierno, las favorables condiciones financieras y el buen comportamiento del PIB y del empleo permitirán que la inversión empresarial tanto en bienes de equipo como en construcción avance más rápido de lo que lo hizo en 2016. El consumo público, por su parte, también se moverá al alza, alrededor del 1,1% interanual, tres décimas por encima del año anterior, y su crecimiento será probablemente aún mayor en 2018. El fuerte ritmo al que avanza la recaudación, especialmente el IVA y el IRPF (registran un crecimiento en el acumulado hasta julio del 9,2% y un 7% respectivamente), debería permitir cumplir el objetivo de déficit público en 2017 del 3,1% del PIB.

El Índice de Precios de Consumo (IPC), publicado por el INE, subió un 0,1% en agosto respecto a julio, hasta el 1,6% interanual, tras dos meses seguidos estable en el 1,5%. El repunte de agosto se debe, fundamentalmente, a la subida del precio de los carburantes y, en menor medida, de la alimentación elaborada, parcialmente compensada por el menor ritmo de crecimiento de los precios de servicios y bienes industriales no energéticos. Ahora bien, la inflación subyacente, aquella que excluye la alimentación no elaborada y la energía, elementos con mayor volatilidad del IPC, se redujo dos décimas en agosto, hasta el 1,2%, debido principalmente al menor ritmo de aumento de los precios de los servicios a la desaceleración de los precios de los servicios y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos.

En relación con el precio del petróleo, 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\$ el barril Brent.

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 de principios de año se convirtió en un aumento transitorio de los precios que afectó 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%. La interpretación es 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 julio cayó hasta el 3,7%, cifra de mínimos históricos, o en EE UU, donde la tasa de desempleo se situó en agosto en el 4,4%. 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 infrutilización del trabajo.

Según las previsiones de los principales organismos internacionales, la economía mundial acelerará su crecimiento por encima del 3% tanto en 2017 como en 2018 y 2019. El comercio mundial cobró impulso en el segundo semestre de 2016 y según los datos disponibles se ha mantenido en la primera mitad de 2017.

En el primer semestre 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. Latinoamérica con intensas devaluaciones de sus divisas en los dos últimos años también se beneficia del crecimiento del 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 y había acumulado un holgado colchón de reservas de divisas.

Durante los últimos meses, el mayor crecimiento mundial se traduce en un mejor comportamiento de los resultados empresariales. Y, además, la renta fija se ve favorecida por la moderada inflación y por lo que se ha venido percibiendo como una actitud extremadamente prudente por parte de los bancos centrales. La economía mundial avanza a buen ritmo y la ausencia de presiones inflacionistas preocupantes (hemos visto incluso caídas de inflación subyacente en EE UU durante los últimos meses) podría llevar a que se alargue el escenario de tipos de interés permanentemente bajos.

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

En línea con lo anterior, la Reserva Federal ha decidido poner punto y final al proceso de expansión cuantitativa (QE) y ha anunciado que comenzará en octubre a desprenderse gradualmente de los más de cuatro billones de dólares que posee en bonos, fundamentalmente bonos del Estado y bonos hipotecarios. Al principio se librará de 6.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y 4.000 millones en bonos hipotecarios cada mes, durante un trimestre. Por encima de ese límite inicial, sí se reinvertirá la deuda. Pasado el primer trimestre, el umbral se irá elevando gradualmente con una cadencia similar si la coyuntura económica y financiera así lo permite.

El Plan acordado por la Reserva Federal establece que pasado un año podría llegar a vender hasta 30.000 millones mensuales de bonos del Tesoro y 20.000 millones en deuda hipotecaria. En cualquier caso, no tendrá lugar la venta propiamente dicha de los títulos, sino que se deja que venzan sin renegociarlos o recomprarlos. Ello en la práctica se traducirá en que la Reserva Federal dejará de reinvertir el equivalente a 200.000 millones durante los próximos doce meses, cifra que ascendería a 600.000 millones en años sucesivos.

En línea con sus previsiones de crecimiento más robusto de la economía estadounidense en los próximos años revisando dos décimas al alza su proyección para este año hasta el 2,4% y manteniendo la de 2018 en el 2,1%, y con una tasa de desempleo en niveles de marzo de 2007 del 4,4%, los riesgos están bien equilibrados por lo que, aunque de momento mantenga la banda de tipos a corto plazo entre el 1% y el 1,25%, deja abierta la puerta a un nuevo incremento en 2017 (que sería el tercero este año) y a tres más posibles en 2018.

La tasa de paro americana se sitúa ya por debajo de la de equilibrio y lo más probable es que en los próximos meses veamos mejoras adicionales en el mercado de trabajo americano. El resultado de lo anterior debería ser una aceleración progresiva de los salarios, que tendería también a traducirse en presiones progresivas de precios (demostrando, de esa forma, que la caída de la inflación subyacente que hemos visto durante los primeros meses de este año se ha debido a factores fundamentalmente temporales, tal y como ha señalado la presidenta de la Fed, Janet Yellen en su última comparecencia tras la reunión del Federal Open Market Committee). Además, la debilidad reciente del dólar tenderá a generar presiones adicionales de precios.

La Reserva Federal ha asumido que, tras lograr un crecimiento anualizado del 3% en el segundo trimestre, la economía de Estados Unidos muestra un desempeño económico sólido durante los próximos trimestres. Los fundamentos del consumo privado siguen siendo fuertes y la inversión corporativa continúa dando buenas señales. El sector inmobiliario, por su parte, tiene aún un margen importante de expansión adicional y el sector exterior debería beneficiarse de un dólar más débil, pese a la probable apreciación tras la retirada de estímulos anunciada por la Reserva Federal.

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

Entre las economías emergentes es destacable el esfuerzo de las autoridades chinas por mantener en orden su sistema bancario, donde la amenaza de una gran crisis financiera, a pesar de dados los elevados niveles de deuda pierde fuerza. No obstante, la deuda privada está en máximos históricos y sigue creciendo. Entre las noticias negativas, sorprende la ralentización de la economía india, donde todo apunta a que la que ha venido siendo una de las economías emergentes que mantenía un mayor ritmo de crecimiento va a dejar de serlo.

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

Buen ejemplo de ello es la vuelta a la senda del crecimiento del PIB griego y la vuelta de la deuda portuguesa al grado de inversión, abandonando el estadio de elevado riesgo o bono basura. La mejora del rating de la deuda portuguesa permitió que el interés exigido a su bono a diez años registrara a mediados de septiembre la mayor caída diaria en más de año y medio situando la prima de riesgo portuguesa a un paso

de bajar de la barrera de los 200 puntos básicos, que probablemente superará.

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

El Banco Central Europeo, por su parte, ha revisado a la baja sus previsiones de inflación debido a la apreciación del euro y ha aplazado a otoño cualquier novedad en su calendario de repliegue de estímulos.

La política monetaria se mantiene intacta. De este modo, continúa siendo necesario un grado de acomodación monetaria significativo para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten y respalden la inflación general a medio plazo.

La percepción es, por tanto, que las presiones inflacionistas subyacentes se encuentran muy contenidas lo que permite explicar que se mantengan las condiciones de financiación tan favorables en aras a lograr su transmisión a las condiciones de financiación de hogares y empresas y estimulando así la demanda de crédito, insuficiente dadas las condiciones financieras actuales para la recuperación firme de la economía de la zona euro, tal y como mostró recientemente la encuesta del BCE de acceso de las pymes a la financiación. En los últimos meses se añade el componente deflacionario de la apreciación del euro, que podría condicionar la decisión final sobre el momento óptimo para la retirada de estímulos. El euro ha llegado a apreciarse con respecto al dólar más del 15% desde comienzos de año.

Con el fin de asegurar, por tanto, un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un tiempo prolongado, que superará ampliamente el horizonte de las compras netas de activos. 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 proyecta un crecimiento del PIB de la zona euro para 2017 del 2,2%, por encima del potencial, y tres décimas superior al observado en las previsiones de julio. Y revisa a la baja el 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. Las previsiones de inflación son del 1,5%, del 1,2% y del 1,5% para 2017, 2018 y 2019, respectivamente.

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

En 2018 se prevé una desaceleración del crecimiento del PIB de la economía española hasta el 2,8% 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 ligeramente superior ya que la leve 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 Administración estadounidense y sus efectos en la economía de este país, así como los efectos de posible contagio sobre la actividad mundial. A ello habría que añadir las posibles tensiones financieras en algunas economías emergentes y el reajuste gradual de la economía china, dado su elevado endeudamiento, un consumo e inversión debilitados por los altos niveles de deuda, un posible repunte rápido de la inflación, 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 Estados Unidos afectaría negativamente a aquellas economías emergentes con mayor deuda en dólares. Mientras, en las economías avanzadas la mayor preocupación se centra a medio plazo en los posibles problemas para arreglar los desequilibrios de su sistema financiero, especialmente en la zona euro.

En España y en la Eurozona, las exportaciones tienen un peso elevado en la economía, por lo que la recuperación del comercio exterior explica el mayor crecimiento del PIB y del empleo en el primer semestre 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 semestre y las buenas perspectivas para la segunda mitad del año 2017. **Una deriva proteccionista en los próximos años afectaría al actual dinamismo exportador europeo.** Nuevos episodios de apreciación del euro también son un riesgo a considerar pues frenarían el crecimiento de la zona euro.

La vulnerabilidad de la economía española a futuras subidas de tipos es otro de los grandes riesgos que se ciernen sobre la economía. La velocidad en la retirada de estímulos por parte del BCE condicionará el impacto de las medidas de política monetaria sobre la economía real. Si bien los tipos de interés a corto plazo en la zona euro no han sufrido fuertes variaciones gracias a que el Banco Central Europeo (BCE) mantiene su política de tipos negativos, esta política se retirará probablemente en 2018, lo que podría empezar a ser descontado por los mercados en la segunda mitad de 2017.

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

Por otro lado, las 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 ocho décimas, hasta el 5% del PIB (sin incluir pérdidas por ayudas a la banca), en 2016, el ajuste fue de siete décimas. En ambos años, la mejora de la economía en general habría conllevado una reducción del déficit mayor si la política fiscal hubiera sido neutra. Ese impulso fiscal de entre cinco o seis décimas al crecimiento del PIB tanto en 2015 como en 2016, no se producirá en 2017 al ser la política fiscal prácticamente neutra, si el déficit se reduce a un ritmo ligeramente superior al de los dos últimos años y se sitúa cerca del objetivo acordado con Bruselas.

Ante lo que puede ser un escenario de progresiva normalización de la política monetaria por parte del BCE, adquiere mayor relevancia que el país cumpla los objetivos de déficit durante 2017 y 2018.

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. 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. 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, la política monetaria del BCE también ha sido determinante para coadyuvar a la consecución de notables superávits por cuenta corriente en los últimos años, a través de la reducción de la carga de la deuda y contribuyendo a aminorar el déficit de la balanza de rentas española. La reducción del superávit hasta el 1,3% del PIB en 2017 desde el 2% de 2016 será fundamentalmente debida al aumento de la factura energética tras el mayor precio promedio del crudo en 2017.

En el ámbito europeo, 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 éste debe venir del presupuesto comunitario. Pero una Europa más federal y la voluntad política hacia una verdadera unión política estaba lejos de fraguarse como proyecto real. La llegada al Palacio del Eliseo de Emmanuel Macron puede dar un nuevo impulso al proyecto de integración europeo, en un contexto donde el riesgo político se ha suavizado pero donde el Brexit, una unión monetaria incompleta, la dialéctica antieuropea del presidente de Estados Unidos, la pujanza de los nacionalismos, la entrada de la ultra derecha en el Parlamento alemán, la crisis migratoria y la amenaza terrorista obligan a la Unión Europea a impulsar de manera decidida el proyecto europeo.

Mayores avances en el proceso de integración europea harían a la economía española menos vulnerable cuando llegue la retirada de estímulos desde el lado de la política monetaria y reforzaría de manera notable la confianza de los mercados en la economía de la zona euro. No obstante, la economía española cuenta con unos fundamentos más sólidos que en años anteriores, con la economía creciendo a un ritmo fuerte, impulsada tanto por el consumo como por la inversión y las exportaciones. Entre las razones del optimismo en el desempeño futuro de la economía española podríamos destacar la competitividad alcanzada tras el importante esfuerzo de ajuste realizado por las empresas en sus costes laborales unitarios (notablemente inferiores a la media de nuestros socios de la zona euro, y que también han permitido una fuerte creación de empleo), creación de empleo que a su vez hace sostenible la mejora experimentada por la demanda interna que comenzó en 2014 y, finalmente, el cambio radical en la financiación disponible así como en las condiciones de financiación desde que el Banco Central Europeo decidió intervenir y frenar el arriesgado episodio de fragmentación financiera y restricción de crédito que vivía la eurozona.

Por último, un conflicto bélico entre Estados Unidos y Corea del Norte también podría desestabilizar de manera contundente la evolución futura de la economía española y mundial.

En el ámbito nacional es motivo de preocupación la situación en Cataluña. La Generalitat no tiene acceso a los mercados internacionales desde 2010 y es el Tesoro Público el que financia su déficit, remunera a sus funcionarios y proveedores y atiende los vencimientos de sus deudas. De momento, la tensión de la situación tras la operación del Gobierno central para desmontar la organización del referéndum no se ha reflejado de manera significativa en los

precios de la deuda pública española ni en la prima de riesgo contra Alemania. Pero esta situación es susceptible de empeoramiento y el riesgo de mayor inestabilidad financiera, aunque muy reducido, existe.

También podría verse afectada la economía real, si bien la ocupación, de momento, sigue en niveles elevados. Incluso los atentados terroristas del pasado mes de agosto no han tenido efectos reseñables sobre el turismo, aún.

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

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

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

Cuadro de previsiones anuales de la economía española.
Cuadro 1. Previsiones anuales.

(% variación media anual, salvo indicación en contrario)

	2017	2018
PIB real	3,1	2,8
Consumo final hogares	2,5	2,4
Consumo final AAPP	1,1	1,6
Formación Bruta de Capital Fijo	4,0	3,3
- Maquinaria y bienes de equipo (1)	5,3	4,0
- Construcción	3,3	3,2
Variación existencias (contribución al crec. del PIB en pp)	0,0	0,0
Demanda nacional	2,6	2,4
Exportaciones de bienes y servicios	6,3	4,6
Importaciones de bienes y servicios	4,6	3,4
IPC subyacente (media anual)	1,2	1,5
IPC total (media anual)	2,1	1,8
Costes laborales por asalariado (2)	1,2	1,5
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	2,7	2,3
Tasa de paro (EPA, % población activa)	17,9	16,1
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	1,3	0,5
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. excluyendo ayudas a ent. financieras (% PIB)	-3,1	-2,6
(1) Incluye FBCF en material de transporte y en otra maquinaria y bienes de equipo. (2) Remuneración media por asalariado equivalente a tiempo completo. Comprende salarios brutos percibidos por los asalariados y cotizaciones a la Seguridad Social. (3) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. (4) Según estimaciones del Banco de España.		

FOCUS

axesor { Primera Agencia
de Rating española }

902 10 10 33

www.axesor.es

bccomunicacion@axesor.es