

F●**CUS**

*Boletín Trimestral de
Coyuntura Económica*

Nº11 / Marzo / 2018

—

Índice

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	5
Comercio mundial dinámico, normalización monetaria y mayor volatilidad	5
Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	6
Demanda y producción	8
Agregados de demanda nacional	8
Demanda externa	9
Actividad productiva.....	10
Precios.....	10
Mercado laboral.....	11
Balanza de pagos.....	12
Sector público.....	12
Escenario 2018-2019: crecimiento sostenido...	13
Cuadro de previsiones anuales de la economía española.....	17

BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA.

Resumen ejecutivo.

En el cuarto trimestre de 2017, la economía española avanzó un 0,7%, manteniendo así el ritmo de crecimiento observado en el PIB en el tercer trimestre. La demanda nacional moderó su crecimiento, tanto el consumo como la inversión, exceptuando la inversión en construcción en vivienda que mantuvo un crecimiento muy intenso. Sin embargo, la aportación de la demanda exterior (la aportación neta de las exportaciones menos las importaciones) mejoró en relación al trimestre anterior, contribuyendo positivamente al crecimiento de la economía española en el último trimestre del año. **El sector que más creció fue la industria, mientras que los servicios experimentaron una notable ralentización.**

En el lado de la demanda de inversión, el cuarto trimestre de 2017 cerró con un avance intertrimestral que fue la mitad del observado en el tercer trimestre, mostrando una desaceleración importante del fuerte ritmo inversor mostrado por la economía española en los trimestres centrales de 2017. Y ello se debe, sobre todo, a la ralentización de la inversión en productos de la propiedad intelectual (que pasa de avanzar al 6,8% trimestral anualizado en el tercer trimestre al 2% en el cuarto trimestre) y de la inversión en bienes de equipo, que pasa del 11,2% trimestral anualizado del tercer trimestre al 3,6% del cuarto trimestre.

En el conjunto del año 2017 el crecimiento anual del PIB se moderó hasta una tasa del 3,1%, dos décimas porcentuales menos que el año anterior, pero superior en más de medio punto al de la zona euro. El menor crecimiento procedió de una menor aportación del sector exterior.

La demanda nacional se consolidó como motor del crecimiento de la economía española en 2017, aportando 2,8 puntos porcentuales a la expansión del PIB, tres

décimas más que en 2016, impulsada fundamentalmente por el dinamismo de la inversión. La demanda externa aportó, por su parte, tres décimas al crecimiento, cuatro menos que en 2016, a causa de la mayor aceleración de las importaciones de bienes y servicios sobre al avance observado en las exportaciones.

Entre los componentes de la demanda nacional destacan el dinamismo observado en el consumo privado y el tono más expansivo de la inversión en bienes de equipo, impulsados por el elevado ritmo de creación de empleo y las favorables expectativas y condiciones de financiación. El consumo privado creció el 2,4% en 2017, en volumen y con series cvec (corregidas de variaciones estacionales y calendario), seis décimas menos que en 2016, mientras que la inversión en capital fijo se aceleró 1,7 puntos, hasta el 5%, mostrando un favorable comportamiento en todos sus componentes. Así, **la inversión en equipo aumentó el 6,1%, 1,2 puntos más que en 2016 y muy por encima del promedio histórico**, y la inversión en construcción se incrementó un 4,6%, 2,2 puntos más que en el año anterior. Y lo mismo sucedió con la inversión en productos de la propiedad intelectual, que avanzaron un 3,7%, un punto por encima del registro observado en 2016.

La ralentización de la demanda interna se concentró, por tanto, en el consumo privado, que creció en términos reales un 2,4%, si bien la subida de los precios aceleró su crecimiento nominal hasta el 4,2%, tasa superior a la observada por renta bruta disponible de los hogares. Por ende, los hogares respondieron al aumento de la inflación en parte mediante una moderación del gasto, pero también reduciendo la tasa de ahorro.

Uno de los elementos más destacables ha sido el gran dinamismo en la inversión en construcción en vivienda que es el componente de la demanda nacional que más ha crecido. No obstante, este componente tiene un peso muy reducido en el PIB, muy inferior al peso observado en el promedio histórico.

Desde el lado de las Administraciones Públicas, el gasto en consumo final en volumen y con series cvec, se aceleró un punto en el cuarto trimestre de 2017, hasta el 2,4% interanual, cerrando el año con un incremento medio anual del 1,6%.

Las exportaciones, por su parte, crecieron más que las importaciones en términos reales, a pesar de que en términos nominales el

crecimiento de las segundas fue superior, principalmente por el encarecimiento de las importaciones energéticas, aunque también subieron de precio las no energéticas.

Entre los rasgos más positivos de las cifras macroeconómicas de 2017, cabe destacar la intensa creación de empleo, la aceleración del crecimiento la inversión en bienes de equipo y la aportación positiva de la demanda exterior al crecimiento por segundo año consecutivo.

Entre los elementos negativos se debe mencionar el reducido crecimiento de la productividad, inferior incluso a los débiles registros de los años recientes, y el alto desempleo, pese al fuerte ritmo de creación de empleo a lo largo del año.

No obstante, la ligera mejora observada en la productividad en trimestres anteriores se explica, en parte, por el mayor crecimiento del empleo en sectores de productividad superior a la media. A ello hay que añadir el cierre de las empresas menos productivas en todos los sectores. Ello también ha permitido que las empresas capaces de aguantar los envites de la crisis hayan salido reforzadas por la menor competencia y por el exigente ajuste de costes llevado a cabo, lo que impulsa, a su vez, sus beneficios al alza en mayor proporción al aumento de sus ventas, gracias al efecto favorable del apalancamiento operativo.

Los indicadores cualitativos coyunturales de actividad global más recientes muestran una prolongación de la tendencia expansiva en los primeros meses de 2018. Así, el PMI compuesto de actividad global, elaborado por Markit, alcanzó en febrero el nivel 57,1, superior en cuatro décimas al del enero, debido a la aceleración de la industria y, en menor medida, en los servicios. Del mismo modo, el Índice de Sentimiento Económico de la Comisión Europea se mantuvo elevado en febrero, diez puntos por encima del promedio observado desde 1990, si bien siete décimas por debajo del observado en enero. En el conjunto de la zona euro este indicador empeoró ocho décimas, pero sigue situándose casi cuatro puntos por encima del publicado para la economía española (110,2 frente a 114,1).

Entre los factores que explican el previsible buen comportamiento de la demanda interna en el primer trimestre de 2018 y que afectan al consumo privado se encuentran las matriculaciones de automóviles, que según ANFAC, registraron en el bimestre enero-febrero

un incremento medio interanual del 16,4%, 5,8 puntos superior al observado en el cuarto trimestre. Entre los indicadores cualitativos, el Indicador de Confianza del Consumidor, publicado por el CIS, se situó en el primer bimestre del año una décima por encima del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2017 y una décima también por encima del umbral de 100, indicativo de una percepción positiva de los consumidores, gracias a la mejora del componente de expectativas. En la misma línea apunta el indicador de confianza del consumidor que publica la Comisión Europea.

Otro indicador que habla del dinamismo que la economía española presenta en el primer trimestre del año son las ventas minoristas de enero, que aumentaron un 0,3% mensual, eliminando el efecto estacional. Mientras, en tasa anualizada ascendieron hasta un crecimiento del 2%, niveles no observados desde 2016.

El consumo público, por su parte, se mantuvo estable en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre, igualando el avance observado en el tercer trimestre del 0,4%.

La economía española crecerá un 2,8% en 2018 y un 2,4% en 2019, en parte gracias al mejor desempeño esperado de la economía mundial. Ello debería permitir la creación de alrededor de 800.000 puestos de trabajo y situar la tasa paro media de 2019 en un 13,3%.

De este modo la senda expansiva iniciada en 2013 logrará tener continuidad, siguiendo la creación de empleo a un buen ritmo al tiempo que los principales desequilibrios macroeconómicos se siguen corrigiendo: el déficit público se reducirá por debajo del 3%, los agentes seguirán su proceso de desapalancamiento y se mantendrá un superávit por cuenta corriente por quinto año consecutivo, siendo este último hecho una característica totalmente favorable y nueva del presente ciclo expansivo de la economía española.

Son varios los factores que llevan a una revisión al alza de nuestras previsiones desde el 2,5% anterior al 2,8% actual. En primer lugar, tras la Declaración Unilateral de Independencia en el cuarto trimestre, la situación se ha normalizado en el primer trimestre de 2018, aunque el riesgo continúa. A ello debemos añadir una previsión de mejora en el consumo privado, que favorece también un mejor pronóstico de la inversión, en parte explicada a partir de una previsible mejora, si bien aún tenue, de los salarios, tras la bajada

del paro y que podrían crecer a una tasa cercana al crecimiento de la inflación prevista. Los costes salariales, corregidos de calendario y desestacionalizados, subieron un 0,5% interanual en el cuarto trimestre según el INE, segunda subida consecutiva tras el cambio de tendencia observado en el tercer trimestre, al llevar los salarios más de un año cayendo o con subidas interanuales inferiores al 0,1%. Por último, el precio del petróleo en euros se ha estabilizado gracias a la apreciación de la moneda única, de manera que la previsión de aumento de precio y de su impacto sobre el gasto de familias y empresas es algo menor.

La contribución al crecimiento de la demanda interna será algo menor (2,5% frente al 2,8% de 2017) debido al menor avance del consumo privado, fruto de la ligera desaceleración esperada en la creación de empleo, el estancamiento o subidas muy débiles de salarios y a un precio, en promedio, más elevado del petróleo, previsiblemente entre un 15% y un 20% más que en 2017.

La ralentización esperada se explica además, y en gran medida, por la necesidad de las familias de ajustar su gasto a su renta disponible, pues **la caída en la tasa de ahorro a mínimos históricos no permitirá un nuevo impulso al consumo por esa vía.**

No obstante, lo anterior podría verse, en parte, compensado por un mayor avance del consumo público, ligeramente superior al 1,6% de 2017 (1,8% previsto para 2018 y 1,7% para 2019), facilitado por el fuerte ajuste del déficit en los últimos años y por un considerable incremento en la recaudación de una economía que consolida en 2017 tres años consecutivos de crecimiento por encima del 3%.

La formación bruta de capital fijo, por su parte, también esperamos que se desacelere en 2018 hasta el 3,8% anual desde el 5% de 2017, ante la desaceleración en el crecimiento de la inversión en maquinaria y bienes de equipo ya que la inversión en construcción podría avanzar a tasas próximas a las observadas en 2017, en el entorno del 4%. El fin de gran parte de esa demanda de inversión embalsamada durante el largo periodo sin gobierno y que se completó en gran parte en 2017, la crisis catalana, así como una menor demanda esperada de exportaciones para 2018 permitirían explicar, en gran medida, el peor comportamiento previsto de la demanda de inversión de bienes de equipo.

La demanda exterior neta, por su parte, continuará ejerciendo una contribución positiva al crecimiento del PIB, tanto en 2018 como en 2019, aunque ligeramente decreciente, fundamentalmente debido a un avance de las exportaciones algo inferior al observado en 2017, si bien también favorecido por un aumento aún menor de las importaciones, resultado, en parte, de la propia desaceleración de la economía española.

El valor del euro también influirá en el sector exterior. Los precios del petróleo se han estabilizado pero el euro se ha apreciado, abaratando las importaciones. En febrero han vuelto a repuntar los precios y el consumo privado se mantendrá con un crecimiento moderado hasta que los salarios crezcan por encima de la inflación.

Para que el crecimiento sea estable es imprescindible que aumente la productividad. De no ser así, con el euro apreciándose las exportaciones de la economía española se resentirían, aumentando el déficit exterior y la deuda externa, que sigue en niveles muy elevados.

Entre los riesgos a que los está sujeta la economía española se encuentran el proteccionismo, la normalización de la política monetaria y la mayor volatilidad, el elevado nivel y el rápido aumento del endeudamiento a nivel mundial, especialmente en China en los últimos trimestres. Por último, la complacencia, que implica la ausencia de las reformas que necesita el país. A ello habría que añadir en el ámbito más político interno la cuestión catalana y en el externo un posible conflicto internacional en Corea del Norte con el potencial de desestabilizar la economía mundial.

Escenario global.

Comercio mundial dinámico, normalización monetaria y mayor volatilidad

En el 4tr17 el comercio mundial mantuvo su dinamismo. La demanda interna y de importaciones se recuperó en los países desarrollados, especialmente en EEUU donde aumentó un 15% anualizado. En contraste, la Eurozona mantuvo su demanda de

importaciones estancada en ese trimestre. En los emergentes destaca América Latina con un crecimiento del 10% en 2017 y se mantuvo anualizado en el último trimestre. La intensa depreciación de sus tipos de cambio junto a la recuperación del comercio mundial y los precios de las materias primas explican la mejoría. África y Oriente Medio registraron caída de importaciones en 2017 y en el 4tr17 un tímido crecimiento del 2% anualizado. Por lo tanto, son el área con menor dinamismo del mundo el pasado año.

Por el lado de las exportaciones en EEUU crecieron un 10%. En Asia y especialmente en China, las exportaciones crecieron un 5% en 2017, pero en el 4tr17 tan sólo 1%. Estas dos grandes economías del mundo son locomotoras para el resto, que se benefician vía exportaciones. China ya ha dejado de ser sólo la fábrica del mundo y empieza a ser determinante en el crecimiento del consumo mundial, especialmente en Asia. La Eurozona es el área más beneficiada con un crecimiento de sus exportaciones del 7% en 2017. En el 4tr17 las exportaciones de la zona Euro aumentaron un 10% anualizado por lo que entran en 2018 con más intensidad que en trimestres anteriores. Destaca especialmente la Europa del Este con un crecimiento anualizado del 15% en el 4tr17, el área más dinámica del mundo. En Latam crecen 8% anualizado en el 4tr17 y en África y Oriente Medio están estancadas.

Los PMI mundiales en febrero registraron su máximo nivel de los últimos seis meses por lo que anticipan que el dinamismo del comercio mundial continuará el primer semestre de 2018. Destacan en positivo EEUU, Eurozona, Japón y Reino Unido que se aprovecha de la depreciación de la libra tras el Brexit. Y en emergentes Brasil, Rusia e India. En China, el PMI de manufacturas ha mejorado desde el pasado verano, pero sigue débil próximo a 50. Mientras el PMI de servicios está en máximos no vistos desde 2010. Por lo tanto, se mantiene el nuevo modelo de crecimiento chino, donde el principal motor es el consumo interno y el sector servicios.

En este entorno de fuerte crecimiento del comercio mundial los bancos centrales aprovechan para normalizar sus políticas monetarias. El bono a 10 años de deuda pública en EEUU ha repuntado hasta niveles próximos al 3% desde niveles del 2% del pasado verano. La causa es que el mayor crecimiento ha elevado las expectativas de inflación y los inversores

anticipan más subidas de tipos de la Fed. El relevo de presidente en la Reserva Federal supone un foco de incertidumbre adicional.

En la Eurozona el BCE ya anunció el final de su política de compras a principios de 2019 y en su última reunión de febrero Draghi aprovechó para avanzar en la normalización de su política monetaria. El bono de deuda pública alemana a 10 años ha pasado del 0,3% el pasado verano al 0,6% actual. A pesar de que las expectativas de subidas de tipos son menores en Europa, el euro se ha apreciado contra el dólar. Eso supondrá viento de frente para las exportaciones europeas por lo que lo más probable es que el crecimiento de las mismas en 2018 sea menos intenso que el año anterior. España concentra dos tercios de sus exportaciones en Europa por lo que también nos veremos afectados por el menor crecimiento previsto.

Los riesgos siguen concentrados en la geopolítica y en los mercados financieros. La crisis nuclear con Corea del Norte continúa, pero Trump ha aceptado reunirse con Kim Jong-un. El presidente de EEUU empieza a materializar sus promesas de campaña y ha anunciado subida de aranceles para las importaciones europeas de acero y aluminio para proteger a la industria americana. Y eleva el tono en la renegociación del Tratado con Canadá y México. La normalización de los tipos de interés a largo plazo ha elevado la volatilidad en los mercados. Esta volatilidad no solo ha llegado al bitcoin y a otras criptomonedas también se nota en las bolsas, especialmente en las empresas con elevada deuda, y en los bonos de peor calidad crediticia. Otro riesgo adicional en la Eurozona es la candidatura del alemán Jens Wiedmann para suceder a Draghi. Cuando nació el euro, Alemania tenía su mayor tasa de paro desde la segunda guerra mundial y el BCE puso tipos bajos para sacarles de su crisis provocando burbujas y sobreendeudamiento en la periferia especialmente en España e Irlanda. Ahora Alemania tiene la tasa de paro en su mínimo histórico y si el BCE pone tipos apropiados para ellos, volverá la inestabilidad financiera y los problemas a la periferia.

Perspectivas de crecimiento de la economía española.

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

Los datos de la contabilidad trimestral nacional del cuarto trimestre confirmaron el avance robusto de la actividad económica, observando un crecimiento del 0,7% intertrimestral, tasa idéntica a la del segundo y en el tercer trimestre.

La paulatina y previsible desaceleración de la economía española está siendo muy débil. Y según nuestras previsiones, la economía española tiene posibilidades de mantener esa velocidad de crucero durante los cuatros próximos trimestres, lo que permitiría cerrar 2018 con un avance interanual del PIB del 2,8%.

El crecimiento interanual dejó de mantener el equilibrio que le ha caracterizado durante los dos últimos años, siendo negativa la aportación de la demanda externa neta al crecimiento en el cuarto trimestre de 2017. Por lo tanto, más del 100% del crecimiento viene explicado en el último año por la fortaleza de la demanda interna, que creció un 3,2% en la comparativa interanual del cuarto trimestre, por encima del crecimiento del PIB, que avanzó un 3,1%.

La contribución de la demanda externa neta ha ido perdiendo fuerza conforme avanzaba el año, condicionada por el mayor crecimiento de las importaciones frente al avance de las exportaciones. Si en el tercer trimestre la aportación de la demanda externa neta se redujo a la mitad en comparación con el segundo trimestre, en el cuarto trimestre ésta ha pasado a ser un freno para el crecimiento de la economía española.

En términos intertrimestrales, la contribución al PIB fue positiva, aportando una décima al crecimiento trimestral, resultado de una estabilización de las importaciones de bienes y servicios en términos reales y un ligero avance de las exportaciones.

El avance de la demanda nacional es resultado de la prolongación del dinamismo del consumo privado y de la inversión, si bien ambas partidas se desaceleran ligeramente en el último trimestre del año, siendo posible la ligera aportación de la demanda externa neta gracias al avance de las exportaciones y al estancamiento de las importaciones, lo que permitió a la economía española mantener su velocidad de crucero en el cuarto trimestre de 2017.

La mejora del mercado de trabajo y de la confianza de los consumidores, así como de las condiciones financieras favorecieron la situación de los hogares, lo que, a su vez, permitió que se mantuviera el buen ritmo de crecimiento del consumo, que tan sólo cedió una décima en el cuarto trimestre respecto al avance del tercer trimestre.

Las perspectivas a medio plazo siguen siendo favorables, siendo nuestra previsión un avance del PIB del 2,8% para el promedio de 2018. Los principales indicadores parecen adelantar que la actividad económica seguirá fuerte en el primer trimestre de 2018 y que la economía española seguirá liderando el crecimiento en la zona euro, apuntando a un crecimiento intertrimestral del PIB de alrededor del 0,7%.

El Índice PMI compuesto de Actividad Global, registró en febrero el nivel 57.1 puntos, superior en cuatro décimas al ya elevado registro de enero, mostrando una clara aceleración de la actividad global, debido al crecimiento más intenso de la actividad tanto en la industria, como en la construcción y en los servicios.

El número de afiliados a la Seguridad Social en el sector de la construcción avanza a tasas anuales y anualizadas que superan el 7% y el 8% respectivamente. La industria también se está acelerando y genera empleo a tasas elevadas desafiando la ley de la robotización, tras el retroceso observado en el tercer trimestre. Así, tras un buen cuarto trimestre, el empleo en las ramas industriales se acelera hasta el 4,6% bimestral anualizado desde el 3,4% interanual registrado en febrero, ejemplo del vigor con el que comienza el sector en 2018.

Entre los indicadores adelantados vinculados con el consumo privado en el primer trimestre de 2018 cabe destacar el aumento de las matriculaciones de automóviles, según ANFAC, del 13% en febrero, si bien inferior en 7,3 puntos al de enero, pero que ofrecen en el conjunto bimestral un crecimiento medio interanual del 16,4%, 5,8 puntos superior al observado en el cuarto trimestre. Por lo que se refiere al Índice general de ventas de comercio al por menor, corregido de calendario y deflactado, éste registró en enero un aumento del 0,3%, situando la tasa anual del índice general del comercio minorista a precios constantes en un incremento del 2,2% interanual. Por último, un indicador importante que recoge empeoramiento en lugar de mejora en el consumo en el primer mes del año son ventas interiores de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas recogida por la Agencia Tributaria, anticipando un posible debilitamiento del consumo en el primer trimestre del año. Los indicadores cuantitativos anteriores que recogen mejora en el progreso del consumo de las familias se ven reforzados por el buen comportamiento de indicadores cualitativos tales como las mejoras observadas tanto en el índice de confianza de los consumidores elaborado por la Comisión Europea como el elaborado por el CIS en España.

A lo anterior habría que añadir el **lento aumento de los salarios y la baja tasa de ahorro, que hace difícil mayores impulsos en el gasto de las economías domésticas por la vía de sacrificar ahorro**. En relación a los salarios, y según los datos recientemente publicados por el INE en la encuesta trimestral de salarios, estos han empezaron a subir un 0,5% anual en el cuarto trimestre de 2017.

Frente al avance del consumo, la inversión se desaceleró en el cuarto trimestre, si bien a lo largo de todo el año destacó el tono expansivo de la inversión en bienes de equipo, animada por el elevado ritmo de creación de empleo y las favorables expectativas y condiciones de financiación. Así, la inversión total se aceleró 1,7 puntos hasta el 5% interanual en el conjunto del año, impulsada en gran medida por el fuerte aumento de la inversión en construcción (4,6%) y en bienes de equipo (6,1%), 1,2 puntos más que en 2016 y 1,5 puntos por encima del promedio histórico. Y lo mismo sucedió con la inversión en productos de la propiedad intelectual, avanzando un 3,7%, un punto por encima del registro observado en 2016.

Las condiciones siguen siendo favorables para las decisiones de inversión, debido a los bajísimos tipos de interés, el buen pulso de la demanda interna y externa, la continuación del desapalancamiento de las empresas, la utilización de la capacidad productiva y la continua mejora de las expectativas. De hecho, **los indicadores coyunturales de inversión en equipo señalan la prolongación del dinamismo en los primeros compases de 2018**. El indicador de clima industrial de bienes de inversión mostró en el periodo enero-febrero un saldo 3,2 puntos superior al del cuarto trimestre de 2017 y el grado de utilización de la capacidad productiva de bienes de inversión aumentó 2,4 puntos, hasta alcanzar en enero el 87,1%. Del mismo modo, las matriculaciones de vehículos de carga, según ANFAC, repuntaron en enero, alcanzando un crecimiento interanual del 14,9%, frente a la caída del 2,2% de diciembre.

Los indicadores coyunturales relativos al sector residencial se mostraron menos dinámicos. El número de compraventas de viviendas creció un 9,2% en diciembre, la mitad que en noviembre y un tercio del avance observado en octubre. Y el número de viviendas iniciadas. El ritmo de aumento de la demanda de visados para construcción sigue creciendo a un ritmo muy fuerte de doble dígito, pero muy alejado de las cerca de 700.000 viviendas iniciadas en 2007.

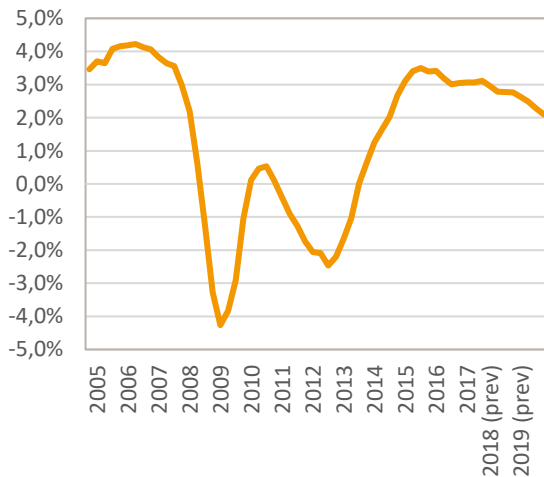
Por su parte, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen, y con datos corregidos de estacionalidad y calendario, se aceleró un punto en el cuarto trimestre de 2017, hasta el 2,4% interanual, cerrando 2017 con un incremento medio anual del 1,6%.

Por lo que se refiere a la demanda externa neta, y en términos intertrimestrales, el sector exterior, aportó una décima a la variación del PIB, tras una contribución negativa de una décima en el trimestre previo, como resultado de una desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios inferior a la de las importaciones.

Demanda y producción

Según los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicados por el INE, el PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el cuarto trimestre de 2017 un crecimiento intertrimestral del 0,7%, cifra exactamente igual a la del trimestre anterior. En términos interanuales, el PIB creció un 3,1%, la misma tasa registrada en los dos meses anteriores.

Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)



Fuente: CNTR.

Por componentes, el crecimiento económico prosigue apoyándose en **la demanda nacional, principal motor del crecimiento**, situándose su avance en 3,2 puntos porcentuales, tres décimas superior al observado en el tercer trimestre de 2017, y por encima de la aportación media que registró en el conjunto de 2017. La aportación de la demanda externa neta fue negativa (-0,1 puntos), algo que no sucedía desde hacía justamente dos años, en el cuarto trimestre de 2015. Se trata, por tanto, de una composición del crecimiento más desequilibrada que la observada en los dos últimos años, aunque todo indica que no se mantendrá así en 2018.

Agregados de demanda nacional

Al crecimiento de la demanda nacional han contribuido sus principales componentes. Destaca el favorable comportamiento del consumo privado, impulsado por la fuerte creación de empleo, así como por los bajos tipos de interés y la mejora en las condiciones de financiación. El gasto real en consumo final de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH), mostró en volumen un crecimiento del 2,5% interanual en el cuarto trimestre de 2017 (una décima más que en el tercer trimestre). Sin embargo, en términos intertrimestrales, el avance del consumo privado (ISFLSH) se mantuvo estable en 0,7%.

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 a esta última la moderación de las subidas interanuales en el precio del barril de petróleo

registradas de media a lo largo del cuarto trimestre. El consumo privado continuó creciendo en el cuarto trimestre, en términos nominales y en términos reales, por encima del crecimiento de la remuneración a los asalariados, lo que implica que el ahorro de las familias ha dejado de crecer.

Los indicadores coyunturales más recientes, tanto cualitativos como cuantitativos, señalan que la senda expansiva de crecimiento del consumo privado se mantiene en el primer trimestre de 2018.

Por lo que se refiere a la inversión, la formación bruta de capital fijo registró un avance interanual del 5,6% en el cuarto trimestre de 2017, idéntico al del trimestre anterior, la tasa más elevada desde el inicio de 2016, y una contribución de más de un punto porcentual al avance anual del PIB, destacando por componentes el crecimiento de la inversión en bienes de equipo. En términos intertrimestrales, la formación bruta de capital fijo avanzó un 0,7% en el cuarto trimestre, la mitad que en el trimestre anterior, debido a la fuerte desaceleración del crecimiento de la inversión en bienes de equipo desde el 2,8% del tercer trimestre hasta el 0,9% del cuarto.

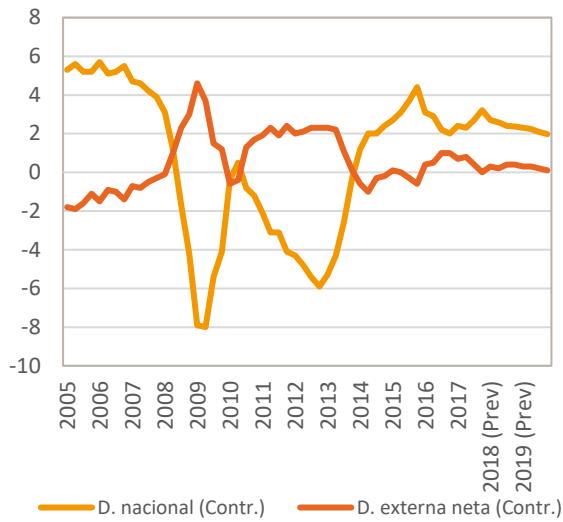
Las condiciones continúan siendo muy favorables para las decisiones de inversión, debido principalmente a que las empresas inmersas en un proceso de desapalancamiento más avanzado también, al buen comportamiento de la demanda, los bajos tipos de interés y la mejora en la utilización de la capacidad productiva.

Por su parte, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen y con series corregidas de variaciones estacionales y de calendario, se aceleró un punto en el cuarto trimestre de 2017, hasta el 2,4% interanual, cerrando el año con un incremento medio anual del 1,6%. En términos intertrimestrales, el ritmo de crecimiento del consumo público se mantuvo en el cuarto trimestre en el 0,4%.

Demanda externa

Según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el cuarto trimestre de 2017 el sector exterior detrajo una décima a la variación interanual del PIB, ya que las exportaciones se desaceleraron más que las importaciones.

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



Fuente: INE.

El año 2017 se cierra con una aportación de la demanda externa neta al crecimiento medio del PIB de 0,3 puntos, frente a la contribución de 0,7 puntos en 2016, debido a una aceleración de las exportaciones de bienes y servicios (0,2% hasta el 5%) inferior a la de las importaciones (2 puntos, hasta el 4,7%).

En comparación con las principales economías de la Unión Europea, la tasa intertrimestral de las exportaciones reales españolas (0,3%) fue superior a la de Reino Unido (-0,2%) pero inferior a las de Alemania (2,7%), Italia (2%) y Francia (2,4%), mientras que en comparación interanual el avance de las exportaciones es de un 4,4%, cifra notable y superior a lo observado en el Reino Unido (1,7%), pero inferior al avance de las exportaciones francesas, alemanas e italianas.

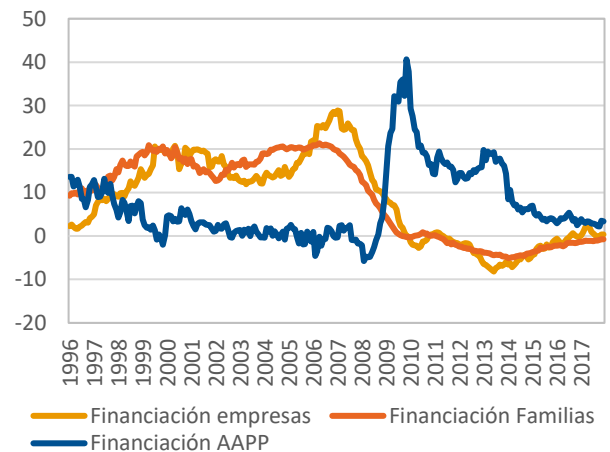
Actividad productiva

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 en el sector de la construcción un 4,6% interanual, tres décimas menos que en el tercer trimestre y el VAB de la industria se aceleró siete décimas hasta el 4,6%. El sector servicios, por su parte, creció un 2,5%. La agricultura, ganadería, silvicultura y pesca desaceleró su crecimiento 2,2 puntos hasta el 2% interanual.

En tasa intertrimestral, el VAB la industria se aceleró en el cuarto trimestre seis décimas 1,2 puntos hasta el 1,8%, avance más importante, seguido del observado en el sector de la construcción, cuyo VAB se mejoró cuatro décimas, hasta el 1,5%. En el sector servicios, el VAB moderó su ritmo de avance tres décimas, hasta el 0,4%, mientras que en el sector primario el VAB cayó hasta el 1,1%, cuando en el tercer trimestre creció en el mismo porcentaje.

En relación a la financiación a la actividad productiva, el gráfico 3 muestra la evolución de la tasa de variación de la financiación para los distintos agentes productivos. En España, el saldo de crédito a hogares y empresas mantuvo un comportamiento distinto al avanzar un 0,35% en el caso de las empresas en diciembre y disminuir el 0,76% la financiación a familias. Por su parte, la financiación a las Administraciones creció en diciembre un 3,4% interanual.

Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual



Fuente: Banco de España.

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

Desde el lado de la oferta, la mejora del sector bancario se consolida. La tasa de morosidad del sector cerró 2017 en el 7,8%, la cifra más baja desde diciembre de 2011.

Precios

El Índice de Precios de Consumo (IPC) correspondiente al mes de febrero, publicado por el INE, se elevó hasta el 1,1% interanual, tasa superior en medio punto a la registrada en enero. Dicho aumento viene explicado por el repunte de la energía, tras la caída del mes anterior y, en menor medida, por la aceleración de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos, parcialmente contrarrestados por el menor ritmo de crecimiento de los precios de alimentación.

En términos intermensuales, el IPC registró un aumento del 0,1% en febrero, frente al descenso del 0,4% en el mismo mes de 2017.

La inflación subyacente (que excluye la alimentación no elaborada y los productos energéticos, elementos más volátiles del IPC), aumentó en febrero hasta el 1,1%. Esto fue debido sobre todo a los servicios, cuyos precios se aceleraron cuatro décimas, hasta el 1,7%, impulsados fundamentalmente por los precios de los paquetes turísticos.

Mercado laboral

El mercado de trabajo se ha caracterizado en el cuarto trimestre de 2017 por la continuidad del dinamismo observado en la creación de empleo de trimestres anteriores, tanto atendiendo a los datos facilitados por la Encuesta de Población Activa (EPA) como por los de afiliaciones a la Seguridad Social.

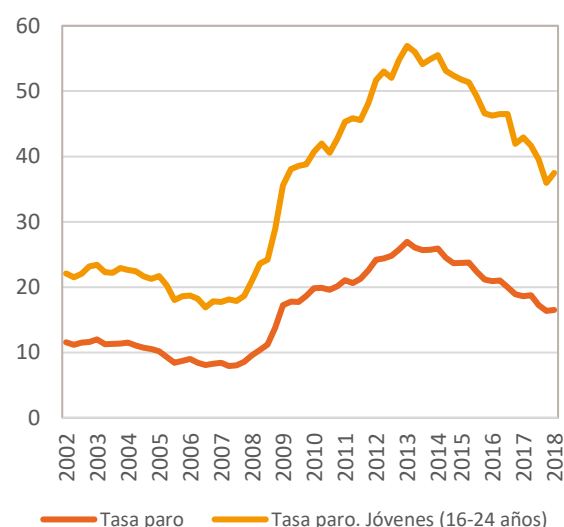
Según la Encuesta de Población Activa (EPA), publicada por el INE, el empleo de la economía española se redujo en el cuarto trimestre de 2017 en 50.800 personas, lo que situó el número de ocupados en 18.998.400. Con series corregidas de estacionalidad, el número de ocupados aumentó el 0,4% intertrimestral, tres décimas menos que en el trimestre previo. En términos interanuales, el empleo aumentó en 490.300 personas, el 2,6%, tasa dos décimas inferior a la del trimestre precedente.

Según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el empleo equivalente a tiempo completo, con series desestacionalizadas y corregidas de calendario, se desaceleró tres décimas en términos intertrimestrales, hasta el 0,5%, manteniéndose la tasa interanual en el 2,9% por tercer trimestre consecutivo.

Si se repasa la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social publicada por el Ministerio de

Empleo y Seguridad Social, el número de afiliados a la Seguridad Social, con series corregidas de estacionalidad, aumentó el 0,8% intertrimestral en el cuarto trimestre de 2017, dos décimas más que en el periodo precedente. En términos interanuales, y con series brutas, el número de afiliados se incrementó en el cuarto trimestre el 3,5%, al igual que en el tercer trimestre. Y, el progreso de la afiliación en los dos primeros meses de 2018 permite adelantar un incremento para el primer trimestre de 2018 similar al 3,5% experimentado desde la mitad de 2017.

Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa



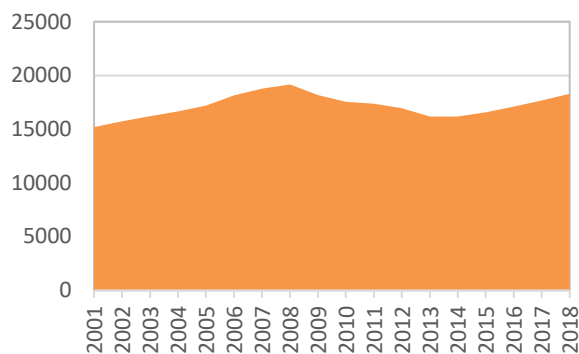
Fuente: INE

Esta evolución se debe a que la aceleración del empleo en la construcción (7,4% interanual en el bimestre) y en la industria (3,3%) compensaron el menor ritmo de crecimiento en los servicios, mientras que la agricultura mantuvo el ritmo de caída en el 0,6% interanual. Con series corregidas de estacionalidad, en febrero la tasa de variación mensual anualizada del número de afiliados fue de un 4,5%, lo que da una idea del fuerte ritmo actual de avance del empleo y que permitirá repetir un buen trimestre de creación de puestos de trabajo.

El total de parados se situó en 3.766.700, por debajo de cuatro millones por tercer trimestre consecutivo. En el último año, el paro ha bajado en 471.100 personas, un descenso anual del 11,1%, inferior en 2,5 puntos al del trimestre anterior. La tasa de desempleo se situó en el 16,5%.

Atendiendo a la edad, cabe destacar el descenso del desempleo juvenil (16 a 24 años) del 9,1% interanual, situándose la tasa de paro juvenil en el 37,5%, 5,4 puntos inferior a la de un año antes.

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



Fuente: Seguridad Social.

El paro de larga duración, por su parte, definido como el número de personas que lleva más de un año en situación de desempleo, descendió en el cuarto trimestre de 2017 un 20,2% interanual, según cifras de Eurostat, alcanzando un peso en el total de desempleados del 42,9%.

Continúa la moderación en el crecimiento de los salarios y de los costes laborales unitarios.

Según las cifras de Contabilidad Nacional Trimestral, la remuneración por asalariado se incrementó el 0,2%, tras el avance del 0,1% del tercer trimestre, y la productividad aparente del trabajo se elevó una décima más que en el periodo precedente, hasta el 0,2%. La remuneración por hora asalariada, por su parte, creció un 1,1% interanual, dos décimas menos que en el tercer trimestre.

Por último, la Estadística de Convenios confeccionada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, con la información disponible hasta finales de febrero de 2018, el incremento salarial medio pactado se sitúa en el 1,5%, la misma variación que se acordó en el año 2017.

Balanza de pagos

Según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, **la economía española generó en 2017 una capacidad de financiación frente al exterior de 21.704 millones de euros, equivalente al 1,9% del PIB**, frente a capacidad de financiación de 24.166 millones (2,2% del PIB) en el mismo periodo del año anterior.

El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente ascendió a 19.806 millones de euros, equivalente al 1,7% del PIB, frente al 1,9% del PIB de 2016, que fue el más elevado de la serie histórica actual. Este resultado se debió a la disminución de 2.617 millones del superávit de bienes y servicios, que se situó en 31.054 millones (2,7% del PIB), parcialmente compensada por la reducción del déficit de 939 millones del déficit de rentas primarias y secundarias, que se situó en 11.249 millones (-1% del PIB).

Al mismo tiempo, la balanza financiera registró salidas netas de capital por valor de 30.163 millones de euros, frente a las salidas netas de 26.695 millones de un año antes, debido a unas salidas netas de capital, excluido el Banco de España, de 61.991 millones de euros, parcialmente compensadas por un aumento de 31.832 millones de la posición neta deudora del Banco de España.

El saldo comercial empeoró por efecto por el incremento del déficit energético. El déficit comercial de bienes energéticos aumentó un 27,5%, en línea con la evolución del precio del petróleo importado que, medido en euros, se encareció un 29,5% en media en los nueve primeros meses del año (datos disponibles a día de hoy facilitados por el Banco de España), mientras que el superávit de la balanza no energética disminuyó un 18,9%.

Sector público

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 permitirá previsiblemente terminar el año 2017 con un déficit del 3,1% del PIB, en línea con el objetivo marcado por el Gobierno. Ello permitiría a España salir del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) en el que lleva inmersa desde el año 2009, tras haber conseguido reducir el déficit desde el 9,3% del PIB en que se situó a principios de 2011.

Pese a la mejora en el ajuste del saldo público, la deuda pública se mantiene en cotas elevadas. Tras cerrar 2017 en el 98,4% del PIB, seis décimas por debajo del nivel alcanzado en 2016, según datos del Banco de España, la deuda de las Administraciones Públicas, según la metodología de Protocolo de Déficit Excesivo en el mes de enero de 2018 se situó en los 1.145.813 millones de euros, que representa un

aumento interanual del 3%, inferior en cuatro décimas al registrado en diciembre del pasado año. Ello obliga a evitar la complacencia y continuar haciendo esfuerzos de consolidación fiscal.

Por sectores, la Deuda PDE del Estado avanzó un 4,3%, mientras que las comunidades autónomas aumentaron la deuda un 3,2%. Destaca, no obstante, el incremento en la deuda PDE de las Administraciones de Seguridad Social, que se incrementó un 59,3%. La deuda de Otros Organismos pertenecientes a la Administración Central se redujo en enero un 14,3%, siendo la reducción de la deuda de las Corporaciones Locales del 9,2%.

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 2018 y 2019.** 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 2018 y 2019 del 2,8% y del 2,4%, respectivamente

Escenario 2018-2019: crecimiento sostenido

La economía española crecerá un 2,8% en 2018 y un 2,4% en 2019, en parte gracias al mejor desempeño esperado de la economía mundial. Ello debería permitir la creación de alrededor de 800.000 puestos de trabajo y situar la tasa paro media de 2019 en un 13,3%.

Nuestras previsiones apuntan hacia una muy leve ralentización del crecimiento del PIB, hasta el 2,8% en 2018, fundamentalmente por una ligera desaceleración en la aportación de la demanda interna, manteniendo la demanda externa la misma aportación al PIB de 2017, sobre el 0,3%. 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 la demanda embalsada de bienes y

servicios, resultado de la incertidumbre provocada por la enorme crisis económica y financiera sufrida por la economía española.

No obstante, la previsión de crecimiento del PIB de la economía española mejora tres décimas. Esta elevación de las expectativas de un crecimiento aún más fuerte viene parcialmente explicada por factores de índole política. Tras la Declaración Unilateral de Independencia en Cataluña, la situación se ha normalizado en el primer trimestre de 2018, si bien el riesgo no ha desaparecido. A lo anterior, se suma una mejora relativa esperada de los salarios, que podría situarse próxima, si bien aún inferior, a la inflación prevista y un tipo más apreciado del euro que el observado en promedio en 2017, lo que permitiría justificar el mayor crecimiento previsto en el consumo privado y, por ende, también de la inversión.

Para 2018 esperamos una desaceleración del consumo y sobre todo de la inversión, explicada está última en gran parte por el menor avance de la inversión en maquinaria y bienes de equipo de las empresas tras un avance muy notable del 6,1% en 2017, muy por encima de la media de los últimos 20 años. El menor impulso de estos factores debería compensarse, parcialmente, con la mejora paulatina de los mercados de exportación, dado el fuerte repunte observado en el comercio y en el crecimiento mundial.

La economía española viene con mucha inercia y el inicio de año está siendo aún mejor que el final de 2017, atendiendo a buena parte de los indicadores adelantados. Ello sugiere que de normalizarse el riesgo político en Cataluña el PIB real para 2018 podría ser dos o tres décimas superior al estimado.

La economía española se verá impulsada en los dos próximos años por el buen momento que atraviesa el comercio mundial, favorecida por la buena posición competitiva de las empresas y los bajos tipos de interés. Dicho impulso provendrá no sólo de su principal mercado de exportación como es la Unión Europea sino también del fuerte avance de las importaciones observado en el cuarto trimestre y con visos de mantenerse, tanto en Estados Unidos como en China, habiéndose convertido las dos principales economías del mundo en las dos locomotoras del comercio mundial, y en los lugares de destino de cada vez más exportaciones nacionales. Pese a ligera desaceleración del todavía fuerte crecimiento

esperado para la economía China, Estados Unidos y la Zona Euro aún mantienen expectativas, según el consenso de analistas, de mantener sólidos ritmos de crecimiento tanto en 2018 como en 2019, ligeramente por encima del 2% la economía americana y ligeramente por debajo del 2% la economía de la Eurozona.

Es por tanto crucial para el buen desempeño de la economía española que la intensidad del comercio con Europa y con el resto del mundo se mantenga y el riesgo de un mayor proteccionismo se disipe. Si el peso de las exportaciones de bienes y servicios en la economía española en 2007, en los albores de la Gran Recesión era del 25,7%, en el cuarto trimestre de 2017, once años después, las exportaciones representan para la economía española el 33,9% de su PIB, superando por vez primera los 100.000 millones de euros de ventas al exterior en un trimestre. La tracción que significaba el sector de la construcción para la inversión tanto en residencial como en no residencial durante el boom inmobiliario es la que hoy representa el sector exterior para la inversión en maquinaria y en bienes de equipo por parte de las empresas españolas.

No obstante, no debemos perder de vista que el Gobierno de Estados Unidos comienza a materializar sus promesas de campaña y aunque por el momento ha decidido detener su política de aranceles para las importaciones europeas de acero y aluminio, esto puede ser el inicio de una disputa comercial en aras a proteger a la industria norteamericana. **Una deriva proteccionista (y la Unión Europea ya ha anunciado que tomará medidas en forma de represalias) es un claro riesgo a la baja sobre las previsiones actuales de crecimiento para la economía española en 2018 y, fundamentalmente, en 2019.** Del mismo modo, las negociaciones en torno al Brexit también tendrán su impacto sobre el comercio de España con el Reino Unido, uno de nuestros principales socios comerciales.

A lo anterior convendría añadir un precio del petróleo, que de mantenerse en torno a su precio actual, supondrá una merma de renta, de materializarse el gasto, para las familias españolas de entre un 5% y un 10% superior a la experimentada a lo largo de 2017, parcialmente suavizado su impacto por la fortaleza del euro con respecto al dólar.

Por último, el cambio de tendencia en la política monetaria anunciado por el BCE a partir de 2019

ejercerá un impacto moderador sobre el crecimiento, que también explica en parte la leve ralentización estimada. El bono a 10 años de deuda pública de Estados Unidos ha alcanzado niveles próximos al 3%, desde niveles próximos al 2% que registraba en el verano. **La causa es que el mayor crecimiento ha elevado las expectativas de inflación y los inversores anticipan más subidas de tipos de la Reserva Federal, tensionando la rentabilidad o el coste de los bonos.** En la zona euro, el BCE anunció también el final de su política de expansión cuantitativa a principios de 2019 y en la última reunión se aprovechó para avanzar en la normalización de su política monetaria.

Así, el bono de deuda pública alemana a 10 años pasó del 0,3% del verano al 0,6% actual. Y, a pesar de que las expectativas de subidas de tipos son menores en Europa el euro se ha apreciado con respecto al dólar, lo que supondrá una dificultad añadida para las exportaciones europeas, siendo más probable que el crecimiento de las mismas en 2018 sea menos intenso que el año anterior, a pesar de la buena salud de la goza el comercio mundial. La economía española concentra dos tercios de sus exportaciones en Europa, por lo que también se verá afectados por el menor crecimiento previsto del resto de socios comunitarios. Siendo las expectativas de inflación para la economía española menores, el bono a 10 años español no se ha visto afectado aún, situándose en el 1,3% en marzo, mínimos de más de un año, si bien un es resultado condicionado por una política de compras del BCE que tenderá a ser cada vez menos laxa.

En relación a la demanda interna, su contribución al crecimiento de la economía española irá perdiendo intensidad paulatinamente, desde el 2,8% de 2017 hasta el 2,5% previsto para 2018 y el 2,2% previsto para 2019. **El menor avance en el gasto en consumo final de los hogares se verá parcialmente compensado por un mayor crecimiento del gasto de las Administraciones Públicas, ligeramente superior al 1,6% registrado en 2017.** La formación bruta de capital fijo tampoco será capaz previsiblemente de mantener su fuerte crecimiento del 5% en 2018 y en 2019, el cual duplica su promedio histórico de los últimos veinte años.

En el cuarto trimestre, el consumo privado mostró signos de desaceleración, en comparación con el trimestre anterior. En un contexto de subidas de salarios por debajo de la

tasa de inflación prevista para 2018 y para 2019 del 1,5% y del 2%, respectivamente, los consumidores perderán poder adquisitivo, lo que tendría un impacto negativo sobre el consumo privado, frente al contexto deflacionario vivido por la economía española en 2015 y 2016, que permitía no perder poder adquisitivo aún con los sueldos congelados. Si a ello añadimos el fin de una demanda embalsada durante los años de crisis y que permitió progresar al consumo por encima del aumento de la renta disponible y la desaceleración en el ritmo de creación de empleo (que pasará de crecer a un ritmo muy fuerte del 2,9% a moderarse hasta el 2,3% en 2018 y el 1,9% en 2019), el resultado es un menor crecimiento del gasto de las familias que se reflejará en el menor crecimiento previsto del PIB, en 2018 y, en mayor medida, en 2019.

El agotamiento del recurso al ahorro (en mínimos históricos para las familias) como vía de aumento del gasto podría ser compensado, tan sólo en parte, por el fuerte ritmo de crecimiento observado recientemente en el crédito al consumo. En enero, el crecimiento del crédito consumo nuevo a hogares fue del 26% interanual. Por último, el menor dinamismo del gasto de las familias también traería como efecto positivo un menor crecimiento de las importaciones, que podrían avanzar la mitad de lo observado en 2017, favoreciendo por esta vía mantener el superávit por cuenta corriente, que se situaría en torno al 1% en 2018 y 2019, **lo que permitiría acumular siete años de superávits externos, algo inédito en la historia de la economía española, e imprescindible para reducir nuestra elevada deuda externa.** En 2019, con probable progresiva retirada de estímulos, el encarecimiento de la financiación, sobre todo residencial, también tendrá un impacto sobre otros países europeos, lo que coadyuvará a reducir ligeramente la aportación del sector exterior.

La inversión, por su parte, que seguirá creciendo por encima del promedio de las últimas dos décadas, se desacelerará tras el fuerte repunte de 2017, parte debido a inversiones previsiblemente pospuestas ante la falta de gobierno. Uno de las claves será observar si parte de las inversiones que se hayan podido perder en Cataluña por la situación política vivida se han perdido definitivamente o volverán en 2018 bien a Cataluña o bien al resto de España.

No obstante, la desaceleración será mayor en inversión en maquinaria y bienes de equipo (de un crecimiento del 6,1% en 2017 se prevé un crecimiento del 5,1% y del 4,1% en 2018 y 2019) como resultado de un menor ritmo de avance de las exportaciones y menores expectativas de beneficios de las empresas, frente a lo que observaremos en el sector de la construcción, cuya ralentización aún le permitiría crecer un 3,7% y un 3,4% interanual en 2018 y en 2019, respectivamente. Dicha evolución favorable será el reflejo del dinamismo del mercado hipotecario e inmobiliario que empieza a mostrar subidas sostenidas de precios, especialmente en aquellas localizaciones geográficas con mayor escasez de viviendas, tales como el centro de las grandes ciudades y en algunas zonas turísticas. En enero, el nuevo crédito concedido a empresas avanzó un 24% interanual, habiéndose moderado el aumento en la financiación para operaciones de adquisición de vivienda hasta 13,9%.

Finalmente, **es previsible también esperar un endurecimiento en las condiciones de financiación a partir de 2019,** lo que unido a unas menores expectativas de crecimiento también explican la evolución a la baja esperada para la formación bruta de capital en 2019.

El mercado de trabajo, por su parte, continuará con su elevado ritmo de creación de empleo. Para 2018 se prevé un avance interanual en el empleo del 2,3% y en 2019 del 1,9%. De este modo, a finales de 2019 se superaría la cifra de 19,5 millones de ocupados, situándose la tasa de paro en promedio de ese año en el 13,3%, teniendo la reducción del paro un impacto limitado sobre los salarios y los precios.

En el ámbito de las cuentas públicas, el déficit conjunto de las Administraciones Públicas se situará previsiblemente en el 2,5% del PIB, logrando reducirse al 2% del PIB en 2019, año en que la deuda pública podría situarse en el 95% del PIB.

Entre los **principales riesgos para la economía española en los próximos dos años se encuentran el impacto del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos y en la eurozona.** Su gradualidad y la ausencia de volatilidad que generen las decisiones sobre política monetaria de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo condicionaran el comportamiento de los agentes económicos en 2018 y, especialmente, en 2019, en una economía con una elevada deuda tanto pública

como privada, si bien ésta última se ha reducido de manera considerable a lo largo de los últimos años.

No obstante, y a pesar de que el balance de riesgos a nivel mundial se ha hecho más equilibrado, no se debe perder de vistas las fuentes de incertidumbre de la economía mundial. Por un lado, una categoría de riesgos que pueden condicionar la fuerte expansión mundial desde el punto de vista financiero, con la acumulación de deuda como protagonista destacada, elemento especialmente vulnerable en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras globales, que tendría un mayor impacto de llevarse a cabo de manera más abrupta de lo esperado. A la reciente subida de tipos de interés de la Reserva Federal se añadirán otras a lo largo de 2018. Además, el proceso de reducción del balance tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo afectará a los tipos de interés a largo plazo, especialmente en el caso norteamericano por su mayor intensidad. Este endurecimiento monetario podría encarecer el euro y el dólar frente a las monedas de países emergentes, dificultando el avance de ciertas exportaciones. No obstante, la baja inflación en ambas economías muestra la ausencia de tensiones salariales importantes, lo que permite a ambas autoridades monetarias discreción a la hora de acomodar el endurecimiento monetario.

A ello habría que añadir que, cualquier movimiento proteccionista en el ámbito del comercio internacional, especialmente proveniente de Estados Unidos, dificultará el avance de una economía como la española ante un auge proteccionista, cada vez más abierta y más dependiente de las exportaciones para mantener su nivel de renta.

Por último, un posible conflicto entre Estados Unidos y Corea del Norte, si bien cada vez más alejada su probabilidad materialización real, también tendría el potencial de desestabilizar la economía mundial.

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

Cuadro de previsiones anuales de la economía española.

Cuadro 1. Previsiones anuales.

(% variación media anual, salvo indicación en contrario)

	2018	2019
PIB real	2,8	2,4
Consumo final hogares	2,3	1,8
Consumo final AAPP	1,8	1,7
Formación Bruta de Capital Fijo	3,8	3,5
- Maquinaria y bienes de equipo (1)	5,1	4,1
- Construcción	3,7	3,4
Variac. existencias (contribución al crec. del PIB en pp)	0,0	0,0
Demanda nacional	2,5	2,2
Exportaciones de b. y s.	3,3	4,1
Importaciones de b. y s.	2,5	3,6
IPC subyacente (media anual)	1,2	1,5
IPC total (media anual)	1,5	2,0
Costes laborales por asalariado (2)	1,0	1,3
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	2,3	1,9
Tasa de paro (EPA, % población activa)	15,1	13,3
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	1,2	0,7
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. excluyendo ayudas a ent. financieras (% PIB)	-2,5	-2,0
<p>(1) Incluye FBCF en material de transporte y en otra maquinaria y bienes de equipo. (2) Remuneración media por asalariado equivalente a tiempo completo. Comprende salarios brutos percibidos por los asalariados y cotizaciones a la Seguridad Social. (3) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. (4) Según estimaciones del Banco de España.</p>		

F ● **OCUS**

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }

902 10 10 33

www.axesor.es

bccomunicacion@axesor.es