

**F•CUS**

*Boletín Trimestral de  
Coyuntura Económica*

*Nº12 / Junio / 2018*

—

—

## *Índice*

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	5
Inflación de activos y deuda.....	5
Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	6
Demanda y producción.....	7
Agregados de demanda nacional.....	7
Demanda externa.....	8
Actividad productiva.....	8
Precios.....	9
Mercado laboral.....	9
Balanza de pagos.....	11
Sector público.....	11
Escenario 2018-2019: crecimiento sostenido...	12
Cuadro de previsiones anuales de la economía española.....	18

# BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA.

## *Resumen ejecutivo.*

En el primer trimestre de 2018, la economía española avanzó un 0,7%, manteniendo así el ritmo de crecimiento observado en el PIB en los dos trimestres anteriores. 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 con el trimestre anterior, contribuyendo positivamente al crecimiento de la economía española en el primer trimestre del año. El sector que más creció fue la construcción, mientras que la industria experimentó una notable ralentización.

En términos interanuales, el crecimiento del PIB se moderó una décima en el primer trimestre, hasta una tasa del 3%, superior en más de medio punto al de la zona euro. El menor crecimiento procedió de un menor impulso de la demanda nacional, al volver a contribuir al crecimiento el sector exterior, permitiendo así un crecimiento más equilibrado que en el trimestre precedente.

La demanda nacional, pese a su ralentización en el primer trimestre, se consolidó como motor del crecimiento de la economía española, aportando 2,8 puntos porcentuales a la expansión del PIB, impulsada fundamentalmente por el dinamismo del consumo de los hogares. La demanda externa aportó, por su parte, dos décimas al crecimiento, volviendo a contribuir al buen desempeño de la economía.

Entre los componentes de la demanda nacional destacan el dinamismo observado en el consumo privado, impulsado por el elevado ritmo de creación de empleo y las favorables expectativas y condiciones de financiación. Este ritmo se volvió más vigoroso en el mes de mayo, registrando un récord de empleos sobre la serie histórica para ese mes.

El mayor precio del crudo observado desde comienzos de año se traduce ya en una inflación del 2,1% interanual en mayo. El promedio esperado para todo el año se sitúa en el 2%. Dicho aumento no debería lastrar el consumo de las familias si finalmente se materializa la subida salarial pactada de entre el 2% y el 3% para este año.

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, avanzando incluso con más fuerza que en el trimestre anterior. No obstante, este componente tiene un peso muy reducido en el PIB, muy inferior al observado por este componente en el promedio histórico.

Desde el lado de las Administraciones Públicas, el gasto en consumo final en volumen, se desaceleró medio punto en el primer trimestre de 2018, hasta el 1,9% interanual.

**Uno de los principales problemas macroeconómicos del nuevo Gobierno será reducir déficit y deuda públicos.** No hay margen fiscal para propuestas ambiciosas de gasto. La Comisión Europea ya ha anunciado que, con el presupuesto actual, el déficit de la economía española no bajará del 2,7%, y aumentará el déficit estructural. La deuda pública también creció en el primer trimestre de 2018. Nuestra previsión es que el déficit público cierre el año en el 2,8%.

Las exportaciones de bienes y servicios, por su parte, subieron 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 se elevó el precio de las no energéticas. Pero eliminando el efecto del alza del petróleo, las exportaciones de bienes no energéticas ralentizan su crecimiento en el primer cuatrimestre hasta el 2% interanual, mientras que las importaciones de bienes avanzaron un 4%, lo que hace aumentar el déficit comercial. **Con una deuda externa superior al 80% todos aquellos elementos que impliquen un empeoramiento del saldo por cuenta corriente aumentan la vulnerabilidad financiera de la economía española y el impacto de episodios de inestabilidad en unos mercados actualmente más volátiles e inestables,** introduciendo preocupación en cuanto a la sostenibilidad de dicha deuda.

Las subidas del precio del petróleo, la apreciación del euro frente al tipo de cambio promedio

observado el año anterior, las subidas salariales ya pactadas entre patronal y sindicatos son elementos que restan competitividad a la economía española en un momento en que el comercio internacional da muestras de inicio de una mayor debilidad. De hecho, el reducido crecimiento de la competitividad, inferior al de años anteriores, es ya uno de los pocos elementos negativos que ha manifestado el desempeño de la economía española en los cinco primeros meses del año.

**Más a medio plazo, la normalización de la política monetaria también tendrá un efecto negativo sobre el saldo de la balanza por cuenta corriente y, por ende, sobre la capacidad de avanzar en la progresiva reducción de la deuda externa.**

Entre los rasgos más positivos de primeros cinco meses del año se encuentra el retroceso del paro, que se redujo en mayo por cuarto mes consecutivo a un ritmo del 2,5% mensual. El total de parados se sitúa en 3,25 millones, mínimo desde finales de 2008.

Los indicadores cualitativos coyunturales de actividad global más recientes muestran una prolongación de la tendencia expansiva en trimestres venideros. Así, el PMI compuesto de actividad global, elaborado por Markit, alcanzó en mayo el nivel 55,9, superior en cinco décimas al del mes anterior, debido a la aceleración de la industria y, en menor medida, en los servicios.

Entre los factores que explican el previsible buen comportamiento de la demanda interna en el segundo trimestre de 2018 y que afectan al consumo privado y a la inversión se encuentran las matriculaciones, tanto de automóviles como de vehículos de carga. Entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza del consumidor, publicado por el CIS, avanzó un 0,5% promedio interanual en el primer trimestre, si bien volvió a caer ligeramente en mayo tras el repunte mensual observado en marzo y en abril.

**Ante estas expectativas, hemos revisado al alza nuestra previsión sobre la economía española, para la que esperamos un crecimiento del 2,9% en 2018 y un 2,6% en 2019. Ello debería permitir la creación de alrededor de 800.000 puestos de trabajo y situar la tasa paro promedio de 2019 en el 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 continúan corrigiéndose: el déficit público se reducirá por debajo del 3%, los agentes económicos seguirán su proceso de desapalancamiento y se mantendrá en 2018 un superávit por cuenta corriente por sexto año consecutivo, siendo este último hecho una característica totalmente favorable y nueva del presente ciclo expansivo de la economía española.

La contribución al crecimiento de la demanda interna será similar a la registrada en 2017 (2,8%). El repunte del consumo en el primer trimestre y el buen ritmo de creación de empleo, especialmente en los últimos meses, han impulsado con más fuerza la demanda interna.

La ligera 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 (2% previsto para 2018 y 2,2% 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 consolidó en 2017 tres años consecutivos de crecimiento por encima del 3%. Eso sí, la puesta en marcha de una política fiscal expansiva elevará el déficit estructural, que, no obstante, podría retroceder en 2019 si no hubiese acuerdo para aprobar un nuevo presupuesto y el nuevo Gobierno decidiese prorrogar el actual.

Respecto a la formación bruta de capital fijo esperamos que se desacelere en 2018 hasta el 4,2% anual desde el 5% de 2017. La causa principal de este cambio es 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, 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, dejará de contribuir positivamente al crecimiento para mantener prácticamente nula su aportación en

2018, pudiendo incluso volverse ligeramente negativa en 2019. Esto es debido, fundamentalmente a un avance de las exportaciones algo inferior al aumento de las importaciones, en un marco de ralentización del comercio internacional y donde tanto exportaciones como importaciones crecerán a un ritmo menor al observado en 2017.

El valor del euro también influirá en el sector exterior. Los precios del petróleo se han estabilizado, pero anticipamos que se mantendrán por encima de los niveles observados en los últimos años. La apreciación del euro sirvió durante el primer trimestre para compensar en parte dicho encarecimiento, abaratando las importaciones de crudo. Pero todo indica que el diferencial de intereses y la expansión fiscal en Estados Unidos deberían tender a apreciar progresivamente el dólar con respecto a la moneda única.

**Para que el crecimiento sea estable es imprescindible que aumente la productividad.**

De no ser así 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 los que está sujeta la economía española sobresalen el proteccionismo, la normalización de la política monetaria, la mayor volatilidad y la existencia de una unión monetaria incompleta. Todo ello en un escenario de deuda externa elevada y un 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. Un crecimiento económico sostenido e incluso requiere reformas que tomen el relevo del impulso cíclico de las políticas de demanda.

## ***Escenario global.***

### **Inflación de activos y deuda**

En 2007 la deuda sobre PIB mundial estaba en máximos históricos. Años de desregulación financiera, crecimiento desordenado de la actividad financiera mundial, políticas monetarias laxas y mínima aversión al riesgo de los inversores habían provocado una burbuja de crédito global y una intensa inflación de activos:

Bolsas sobrevaloradas, diferenciales de bonos corporativos en mínimos históricos, especialmente en los de peor calificación y altamente apalancados.

Once años después, el mundo ha evitado otra gran depresión, la economía de EEUU se encuentra en su segundo ciclo expansivo más largo desde 1850, la tasa de paro está en mínimos y la Reserva Federal sigue con paso firme en su paso de normalización monetaria. No obstante, el crecimiento mundial se concentra en Asia, especialmente en China y la India por su tamaño, pero son los países periféricos asiáticos los más dinámicos.

Todo ello no es obstáculo para que la deuda mundial haya superado los máximos de 2007. La mayor parte sigue estando concentrada en países desarrollados, pero China explica el 75% del crecimiento de la deuda privada mundial desde 2007. Así, los precios de los activos vuelven a estar sobrevalorados. Según el ratio de PER ajustado del premio Nobel de economía Robert Shiller, la Bolsa de EEUU ha superado los niveles de sobrevaloración de 2007. Destacan las empresas de mediana capitalización con el índice Russell 3.000 cotizando al doble que en 2007.

Como en los años noventa los mayores excesos están en el sector tecnológico, en el precio de las acciones, pero también en el mercado de bonos. Empresas como Tesla tienen cuantiosas pérdidas cada trimestre y las han financiado con emisiones de bonos con mala calificación crediticia. El mercado de ese tipo de emisiones prácticamente se ha cerrado en 2018 y se anticipa que una corrección del precio de los activos puede estar próxima.

Otra señal preocupante es la fuga de capitales en países emergentes. Empezó en Argentina que tuvo que pedir un rescate al FMI y cuya divisa sigue en caída libre y sus bonos anticipan una elevada probabilidad de impago. La fuga de capitales se ha contagiado a Brasil, México, Colombia, Turquía y, en menor medida, a divisas de economías de la Europa del Este y asiáticas.

Como siempre ha sucedido cuando la Reserva Federal baja los tipos, en esta ocasión hasta el 0%, los capitales fluyeron a países emergentes y activos con mayor riesgo para garantizar una mayor rentabilidad. En 2008 los inversores tenían miedo al impago y compraban deuda pública de EEUU, Alemania y Japón para proteger su capital y los tipos al 0% les forzaron a volver a comprar activos de riesgo. Aquello permitió salir de la

deflación de activos y la crisis bancaria, que llevaban directo a otra gran depresión.

Pero en 2018 volvemos a vivir lo que en economía se conoce como *momento Minsky*. El economista estadounidense definió la hipótesis de inestabilidad financiera, que afirma que cuando las rentabilidades de los activos caen, los inversores aumentan el riesgo asumido y es la causa de las crisis sistémicas asociadas al sistema capitalista. Lo que demostró la crisis de 2008 es el limitado conocimiento de los economistas de este fenómeno financiero, lo cual nos debe llevar ahora a la prudencia. Y también demostró su elevada capacidad destructiva y los efectos perniciosos de los excesos financieros sobre el empleo y la deuda pública de los países. En esta ocasión, las estadísticas muestran una menor exposición de la banca internacional, excepto en China, y es probable que la siguiente crisis se parezca más a la del año 2000 y el pinchazo de la burbuja tecnológica que a la de 2008. No obstante, la última crisis nos enseñó que hay *cisnes negros* con baja probabilidad, pero con efectos devastadores, que los inversores, los responsables de la supervisión financiera y los analistas no deben minusvalorar.

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

La fase expansiva de la economía española que se inició en el tercer trimestre de 2013 se prolongó en el primer trimestre de 2018 y continuará a buen ritmo en los próximos meses.

Los datos de la contabilidad trimestral nacional del primer trimestre confirmaron el avance robusto de la actividad económica, observando un **crecimiento del 0,7% intertrimestral**.

La paulatina y previsible desaceleración de la economía española está siendo muy débil. Y según nuestras previsiones, como desarrollaremos en la última parte del informe, esperamos que la economía española sea capaz de mantener esa velocidad de crucero durante los tres próximos trimestres, lo que permitiría cerrar **2018 con un avance interanual del PIB del 2,9%**.

El crecimiento interanual vuelve a equilibrarse tras la ligera contribución negativa al crecimiento de la demanda externa neta del cuarto trimestre. El año 2018 arranca con una contribución del sector exterior del 0,2%, que, unido a la aportación de la demanda nacional del 2,8% deja el crecimiento del PIB interanual en el primer trimestre en el 3%.

En términos intertrimestrales, la aportación al PIB de la demanda externa neta fue nula, siendo la aportación de la demanda interna del 0,7%, el mismo avance que el observado en el PIB.

El avance de la demanda nacional es resultado de la prolongación del dinamismo del consumo privado y de la inversión. Cada uno de ellos avanza una décima respecto a lo observado en el último trimestre de 2017.

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, que avanzó una décima con respecto al trimestre anterior.

Las perspectivas a medio plazo siguen siendo favorables, siendo nuestra previsión un avance del PIB del 2,9% para el promedio de 2018. Los principales indicadores parecen adelantar que la actividad económica seguirá fuerte en el segundo trimestre de 2018 y que la economía española seguirá liderando el crecimiento en la zona euro, apuntando de nuevo a un crecimiento intertrimestral del PIB de alrededor del 0,7%.

El mercado de trabajo recuperó en mayo pasado el vigor perdido durante los últimos meses, siendo el mes de mayo en el que más empleo se ha creado en toda la serie histórica. No obstante, el aumento medio en los dos meses del segundo trimestre es ligeramente inferior al observado en el primer trimestre.

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 7,2% en mayo, si bien inferior en 5,1 puntos al del mes anterior. Por lo que se refiere al Índice general de ventas de comercio al por menor, corregido de calendario y deflactado, éste registró en abril un aumento del 0,1% interanual, lo que implica una desaceleración importante de 1,6 puntos.

A lo anterior habría que añadir el lento aumento de los salarios y la baja tasa de ahorro, que hacen difícil mayores impulsos en el gasto de las economías domésticas. En relación a los salarios, y según los datos recientemente publicados por el INE en la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes se situó en el primer trimestre de 2018 en 2.498 euros, cifra superior en un 0,7% a la del mismo trimestre de 2017.

Frente a la ligera intensificación del avance del consumo de tres décimas, hasta el 2,8%, la inversión volvió a desacelerarse en el primer trimestre 2018, hasta el 3,5% interanual, no observándose un avance tan bajo desde hace más de un año. Aunque la desaceleración es generalizada, es más intensa en los bienes de equipo que en la construcción, lo que podría estar adelantando un comportamiento futuro menos dinámico de las exportaciones.

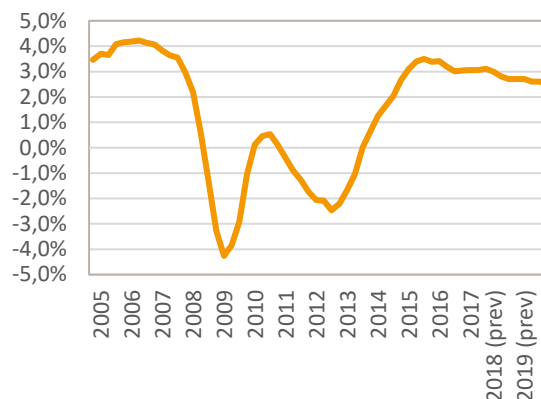
Las condiciones siguen siendo favorables para las decisiones de inversión, debido a los bajísimos tipos de interés, el buen pulso de la demanda interna y externa, la continuación del desapalancamiento de las empresas, la utilización de la capacidad productiva y la continua mejora de las expectativas. Sin embargo, algunos indicadores transmiten señales contradictorias. Si las matriculaciones de vehículos de carga, según ANFAC, y la cartera de pedidos de bienes de inversión muestran muy buenos resultados en los meses de abril y mayo avanzando a un ritmo del 8,6% y del 20% interanual respectivamente, las ventas de bienes de equipo y software deflactadas de las grandes empresas ofrecieron un mal resultado en abril.

Por su parte, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen, y con datos corregidos de estacionalidad y calendario, se desaceleró medio punto en el primer trimestre de 2018, hasta el 1,4% interanual.

**Demanda y producción**

Según los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicados por el INE, el PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el primer trimestre de 2018 un crecimiento intertrimestral del 0,7%, cifra idéntica a la de los dos trimestres anteriores. En términos interanuales, el PIB creció un 3%, una décima inferior a la registrada en el trimestre anterior.

Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)



Fuente: CNTR.

Por componentes, el crecimiento económico prosigue apoyándose en la demanda nacional, principal motor del crecimiento, situándose su avance en 2,8 puntos porcentuales, cuatro décimas menor al observado en el cuarto trimestre de 2017, pero por encima de la aportación media que registró en el conjunto de 2017. La aportación de la demanda externa neta fue positiva (0,2%) y revierte la situación anterior, que fue una décima negativa. Se trata, por tanto, de una composición del crecimiento más desequilibrada que la observada en los dos últimos años y cuya tendencia se mantendrá a lo largo de 2018.

**Agregados de demanda nacional**

Al crecimiento de la demanda nacional han contribuido sus principales componentes. Destaca de nuevo 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 2,8% interanual en el primer trimestre de 2018 (tres décimas más que en el cuarto trimestre de 2017). 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 situó en el 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. No obstante, la subida registrada en el precio del

barril de petróleo ha contenido el avance del consumo en lo que llevamos de 2018.

No obstante, 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.

De hecho, el consumo privado continuó creciendo en el primer 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.

Por lo que se refiere a la inversión, la formación bruta de capital fijo registró una caída de 2,1 puntos, mostrando un avance interanual del 3,5% en el primer trimestre de 2018. En términos intertrimestrales, la formación bruta de capital fijo avanzó una décima hasta el 0,8% en el primer trimestre, debido principalmente al crecimiento de la inversión en construcción, de 1,4 puntos, hasta el 2,4%.

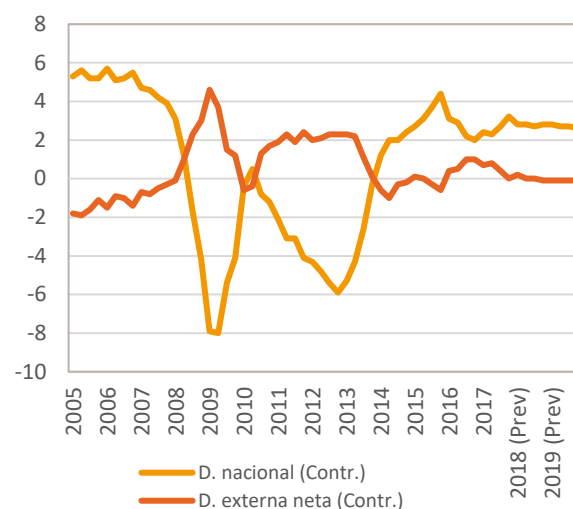
Las condiciones continúan siendo muy favorables para las decisiones de inversión, debido a estar las empresas inmersas en un proceso de desapalancamiento más avanzado, al buen comportamiento de la demanda, los bajos tipos de interés y la utilización de la capacidad productiva.

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 desaceleró cinco décimas frente al trimestre anterior, hasta el 1,9% interanual. En términos intertrimestrales, el ritmo de crecimiento del consumo público se mantuvo en el primer trimestre en el 0,5%, una décima superior al trimestre anterior.

### **Demanda externa**

Según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el primer trimestre de 2018 el sector exterior aportó dos décimas al crecimiento interanual del PIB.

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



Fuente: INE.

El primer trimestre de 2018 vio cómo la demanda externa contribuía al crecimiento del PIB con 0,2 puntos. Se agudiza de esta manera la tendencia de bajar su aportación iniciada en 2017, si bien supone una mejora de una décima frente a lo observado en el último trimestre de 2017, cuando sólo contribuyó con una décima al crecimiento interanual del PIB.

En comparación con las principales economías de la Unión Europea, la tasa intertrimestral de las exportaciones reales españolas (1,3%) fue superior a la de Reino Unido (-0,5%), Francia (-0,3%), Alemania (-1%) e Italia (-2,1 %). En comparación con el año anterior, el avance de las exportaciones es de un 3,2%, superior a lo observado en el Reino Unido (2,3%) e Italia (1,3%), pero inferior al crecimiento de las exportaciones francesas (5,7%) y alemanas (4,5%).

### **Actividad productiva**

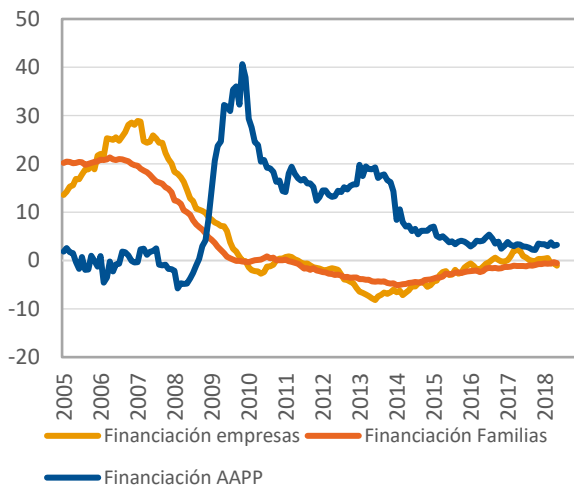
Desde el lado de la oferta, los grandes sectores de actividad muestran un comportamiento positivo, de expansión. El Valor Añadido Bruto (VAB), en volumen y con series corregidas de estacionalidad y calendario, creció en el sector de la construcción un 6% interanual. El sector servicios, por su parte, aumentó un 2,5%, lo mismo que en los dos trimestres anteriores. El sector de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca aceleró su crecimiento 1,3 puntos hasta el 3,3% interanual.



En tasa intertrimestral, el VAB de la industria se desaceleró en primer trimestre de 2018 un 0,9%, frente al crecimiento del 1,8% registrado en el trimestre previo. En el sector servicios, el VAB siguió con un ritmo moderado de avance de cuatro décimas, hasta el 0,8%, mientras que el sector primario mostró el crecimiento más destacado, y el VAB pasó de caer un 1,1% en el último trimestre de 2017, a crecer un 3,7% en el primero de 2018.

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 disminuir un 1,09% en el caso de las empresas en mayo y disminuir el 0,55% en la financiación a familias y aumentar un 3,27% en la financiación a las Administraciones Públicas.

Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual



Fuente: Banco de España.

Desde el lado de la oferta, la mejora del sector bancario se consolida. La tasa de morosidad se situó en marzo en el 6,8%, un punto inferior al cierre de 2017.

**Precios**

El Índice de Precios de Consumo (IPC) correspondiente al mes de mayo, publicado por el INE, se elevó hasta el 2,1% interanual, tasa superior en un punto a la registrada hace tres meses. Dicho aumento viene explicado por el repunte de la energía, y, en menor medida, por la aceleración de los precios de los servicios y de la alimentación.

En términos intermensuales, el IPC registró un aumento del 0,9% en mayo, frente al descenso del 0,1% en el mismo mes de 2017.

La inflación subyacente (que excluye la alimentación no elaborada y los productos energéticos, elementos más volátiles del IPC), creció en mayo tres décimas, hasta el 1,1%, debido sobre todo a los servicios, cuyos precios se aceleraron siete décimas, hasta el 1,8%, impulsados fundamentalmente por los precios de los paquetes turísticos.

**Mercado laboral**

El mercado de trabajo se caracterizó en el primer trimestre de 2018 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 EPA, publicada por el INE, el empleo de la economía española se redujo en el primer trimestre de 2018 en 124.200 personas, lo que situó el número de ocupados en 18.874.200. Con series corregidas de estacionalidad, el número de ocupados aumentó el 0,5% intertrimestral. En términos interanuales, el empleo aumentó en 435.900 personas, el 2,4%, 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.

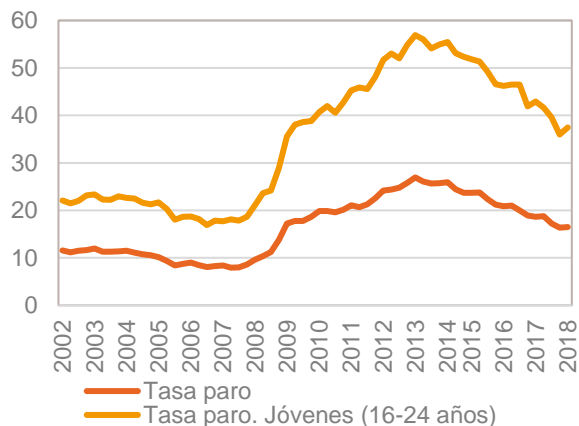
**La favorable evolución del consumo privado se explica a partir de la creación de empleo y la mejora en el acceso y las condiciones de financiación**

Según cifras de la CNTR, el empleo equivalente a tiempo completo, con series desestacionalizadas y corregidas de calendario, se situó en 2,6%, mostrando en términos intertrimestrales una tasa del 0,5%.

Si nos fijamos en la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social publicada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el número de afiliados, con series corregidas de estacionalidad,

aumentó el 0,8% intertrimestral, misma variación que en el cuarto trimestre de 2017.

Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa



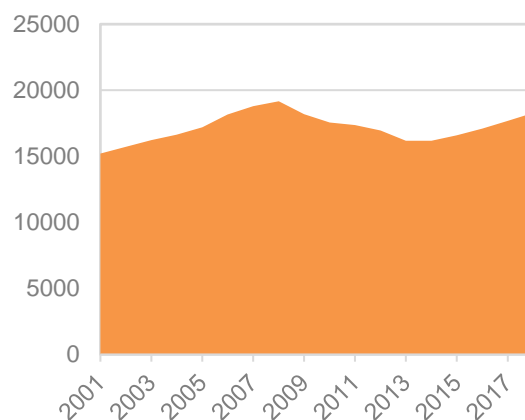
Fuente: INE

Con series corregidas de estacionalidad, en mayo la tasa de variación mensual anualizada del número de afiliados fue de un 15,4%, 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 3.796.100 personas, por debajo de cuatro millones por cuarto trimestre consecutivo. En el último año, el paro ha bajado en 458.900 personas, un descenso anual del 10,8%, ligeramente inferior que el trimestre anterior. La tasa de desempleo se situó en el 16,7%.

Atendiendo a la edad, cabe destacar el descenso del desempleo juvenil (16 a 24 años) del 12,9% interanual, situándose la tasa de paro juvenil en el 36,3%, 1,2 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 primer trimestre de 2018 un 18% interanual, 2,2 puntos menos que el anterior cuatrimestre según cifras de Eurostat, alcanzando un peso en el total de desempleados del 41,9%.

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 0,4%, tras el avance del 0,2% del cuarto trimestre de 2017, y la productividad aparente del trabajo se incrementó una décima más que en el periodo precedente, hasta el 0,3%, de forma que el coste laboral unitario se incrementó un 0,1% en términos interanuales. La remuneración por hora asalariada, por su parte, creció un 1% interanual, una décima menos que en el trimestre anterior.

Por último, la Estadística de Convenios confeccionada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, con la información disponible hasta finales de mayo de 2018, muestra que el incremento salarial medio pactado se sitúa en el 1,6%, una décima por encima que la observada en el incremento salarial pactado en 2017.

### Balanza de pagos

Según los datos disponibles de la Balanza de Pagos, la economía española generó en el primer trimestre de 2018 una capacidad de financiación frente al exterior de 673 millones de euros, frente a la necesidad de financiación de 179 millones registrada en el mismo periodo del año anterior.

La economía española presentó superávit por cuenta corriente por cuarto trimestre consecutivo, por un importe de 9 millones de euros en el primer trimestre, frente al déficit de 540 millones de euros registrado en el primer trimestre de 2017. Dicha mejora se explica a partir del incremento registrado en el superávit de bienes y servicios, que más que ha compensado el mayor déficit de rentas primarias y secundarias. La cuenta de capital, por su parte, anotó un superávit de 664 millones de euros, superior en 303 millones al del primer trimestre de 2017.

La balanza financiera, por su parte, experimentó salidas netas de capital por valor de 366 millones de euros, frente a las entradas netas de 1.932 millones. Ello encuentra explicación a partir de unas salidas netas de capital (excluido el Banco de España) ligeramente superiores a la ampliación de la posición neta deudora del Banco de España.

El primer trimestre de 2018 permitió a la economía española reducir su déficit comercial. Los intercambios con el exterior de bienes y servicios en el periodo enero-marzo de 2018 dieron lugar a un superávit de 3.340 millones de euros, superior en un 28,8% al del mismo periodo del año anterior. En comparativa nominal, las exportaciones aumentaron un 1,7% y las importaciones un 0,9%, tasas inferiores en 6,1 y 6,5 puntos, respectivamente, a las del cuarto trimestre.

### Sector público

La ejecución presupuestaria del Estado, hasta abril de 2018, se cerró con un déficit, en términos de Contabilidad Nacional, de alrededor del 0,5% del PIB, inferior en un 22,2% al acumulado hasta abril de 2017. Esta mejora se debe a un aumento interanual de los recursos no financieros del 9,4%, superior al registrado por los empleos no financieros (5,6%).

El aumento de los recursos no financieros se explica, principalmente, por el incremento de la recaudación vía impuestos del 9,3%. Más concretamente, destaca la recaudación del IVA que crece a un ritmo del 11% interanual, y de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio, que permitieron aumentar la recaudación en un 10,7%.

El aumento de los empleos se explica a partir del crecimiento de la formación bruta de capital fijo del 130%, de la mayor aportación a la Unión Europea por recursos IVA y Renta Nacional Bruta (25,7%) y del incremento de las transferencias corrientes

a otras Administraciones Públicas, en particular a las Comunidades Autónomas, del 3,3%.

En términos de caja, el Estado registró hasta abril de 2018 un déficit de 832 millones de euros, frente al superávit de 3,784 millones alcanzado en el mismo periodo de 2017. Los ingresos no financieros exhibieron un aumento interanual del 4%, hasta situarse en 49.323 millones de euros, mientras que los pagos no financieros subieron un 14,9%, hasta los 50.155 millones.

La deuda pública se mantiene en cotas elevadas. Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), la deuda de las Administraciones Públicas alcanzó en abril los 1.150.867 millones de euros, lo que supone un aumento interanual del 3%. Ello obliga a evitar la complacencia y continuar haciendo esfuerzos de consolidación fiscal.

En lo que a política fiscal se refiere, y ante lo que va a 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 2,9% y del 2,6%, respectivamente*

### Escenario 2018-2019: crecimiento sostenido

El desempeño de la economía española se mantiene sólido a pesar de la desaceleración del crecimiento en la eurozona y las turbulencias financieras. **Nuestra previsión de crecimiento se cumplió para el primer trimestre y nuestros modelos anticipan que en los dos próximos trimestres el PIB seguirá creciendo al 0,7%.** Parece que la ralentización observada en el avance de la mayoría de economías europeas no se dio en el caso español.

De cara a los próximos trimestres, prevemos que el ritmo de crecimiento continuará robusto, a pesar del ligeramente inferior índice de sentimiento empresarial PMI compuesto observado, que se situó en el mes de abril en los

55,4 puntos, frente al promedio del primer trimestre de 56,5.

**Una mayor desaceleración podría venir de la mano de un aumento aún mayor del precio del petróleo** del observado en lo que llevamos de año, si bien, **esperamos que el precio del petróleo se modere en los próximos meses**, ya que parte de las causas que lo impulsaron al alza eran temporales.

Por otro lado, la mayor volatilidad en los mercados financieros y el ligero repunte de la prima de riesgo española también podrían afectar negativamente el desempeño de la economía española en caso de que perduraran en el tiempo.

En cualquier caso, es poco probable que ambos fenómenos adquieran carácter permanente, de modo que mejoramos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2018 hasta el 2,9%, frente al 2,8% previsto inicialmente.

El desglose del PIB de primer trimestre muestra que el crecimiento del consumo de los hogares se aceleró, confirmando, de este modo, que la ralentización del tramo final de 2017 fue puntual. Preveemos que la dinámica positiva del consumo privado continuará gracias a la creación de empleo y a las favorables condiciones financieras.

La inversión, por su parte, evolucionó favorablemente en el conjunto del primer trimestre, si bien con diferencias muy notables por componentes. Por un lado, la inversión en bienes de equipo descendió un 1,6% intertrimestral, un retroceso importante que no se corresponde con los datos de sentimiento económico observado a lo largo del mes. Asumiendo que este componente del PIB es muy volátil, nuestra previsión de que la inversión empresarial seguirá teniendo recorrido al alza se mantiene, si bien con perspectivas de un menor avance que el registrado en el año 2017. La inversión empresarial cuenta a su favor, no obstante, con buenas perspectivas de demanda de las empresas y con un grado de utilización de la capacidad productiva ya elevado, de manera que nuevos aumentos de producción requerirán avances a buen ritmo de la inversión.

Mientras, la inversión en construcción avanza de forma notable hasta un 2,4% intertrimestral. Ello se explica por el repunte de la construcción de vivienda residencial hasta el 3,5% intertrimestral. El avance del precio de la vivienda se situó en el 2,7% interanual en el primer trimestre, mientras que las compraventas de viviendas avanzaron un 14,5% interanual, cifra que se elevó hasta el 29,7% en abril, si bien este dato viene

condicionado por la distinta fecha de la Semana Santa en la comparativa interanual.

Es en este sector donde se vislumbra una mayor mejora sobre nuestras previsiones, sobre todo en inversión residencial, que podría crecer casi el doble que en 2017, por encima del 6% interanual. Por último, el hecho de que se celebren elecciones municipales y autonómicas el año que viene hace previsible un aumento de la inversión pública, desde su actual 1,9% del PIB, mínimo histórico en 2018.

Si bien la creación de empleo continuó avanzando a un ritmo del 3,1% interanual en el mes de abril, esta se ralentizó un par de décimas. Los datos de empleo de Contabilidad Nacional del primer trimestre también mostraron una ligera ralentización en el ritmo de creación de empleo. En concreto, el empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentó un 2,6% interanual, frente al 2,9% del cuarto trimestre.

Ahora bien, el mercado laboral se recuperó con enorme vigor en mayo, registrando la mayor creación de empleo de la serie histórica en dicho mes. La afiliación media aumentó en mayo en 237.207 personas, un avance del 1,3% mensual y que sitúa el total de afiliados en 18,92 millones, máximo desde octubre de 2008.

**La buena evolución del empleo se debe sobre todo al fuerte ritmo de afiliación observado en el sector servicios**, permitiendo la salida del desempleo de más de 50.000 personas. Construcción e industria también contribuyen pero de forma mucho más modesta, al reducirse los parados de los sectores de la construcción y de la industria en 11.200 y 8.200 personas respectivamente.

En efecto, el sector industrial perdió fuerza en el primer trimestre, tras el excelente cuarto trimestre de 2017. Y el mes de abril confirmó esta tendencia, al frenarse todos los componentes del Índice de Producción Industrial (IPI), destacando el fuerte deterioro del de bienes de consumo duradero con una caída del 4,3% interanual. La desaceleración del IPI en abril en comparación con el primer trimestre tiene su fundamento en el peor comportamiento de la industria química y la fabricación y reparación de maquinaria y equipo, fundamentalmente. En el lado positivo se encuentran el suministro de electricidad y gas y, especialmente, la fabricación de vehículos de motor.

El sector exterior evolucionó razonablemente bien en el primer trimestre gracias al dinamismo exportador y a pesar del encarecimiento del

petróleo, si bien se observa cierto agotamiento de las exportaciones en los últimos meses. Según los datos de Contabilidad Nacional, las exportaciones en términos reales avanzaron un robusto 3,2% interanual en el primer trimestre, en gran parte debido al buen desempeño de las exportaciones de servicios, tanto turísticos como sobre todo de los servicios no turísticos. Las exportaciones de bienes, sin embargo, crecieron de forma más moderada. Las importaciones continuaron contenidas, avanzando ligeramente por debajo de las exportaciones. Los datos en términos nominales de la balanza de pagos muestran que el saldo por cuenta corriente se situó en el 1,9% del PIB en marzo, el mismo registro de hace un año, y ello a pesar de que el precio del petróleo (en euros) se ha encarecido un 8% interanual en el primer trimestre.

El déficit del conjunto de las Administraciones Públicas en el primer trimestre se situó en el 0,4% del PIB, lo que implica un ajuste de una décima sobre el ajuste total de nueve décimas a realizar este año para alcanzar el objetivo de déficit del 2,2%. Los ingresos mantuvieron un buen ritmo de avance beneficiándose del dinamismo de la actividad económica. Sin embargo, el menor ritmo de ajuste del déficit público se debe principalmente a una aceleración en el gasto de las Administraciones públicas. Este subió un 4,1% respecto al primer trimestre de 2017. La evolución del gasto público en lo que queda de año se verá impulsada por las nuevas medidas incluidas en los Presupuestos Generales del Estado, entre las que destacan una subida de las pensiones del 1,6% en consonancia con la inflación, el aumento de las pensiones mínimas y no contributivas en un 3% y la rebaja del IRPF para las familias de bajos ingresos.

El sesgo más expansivo de la política fiscal española impedirá cumplir el objetivo del 2,2% de déficit público en relación al PIB, como ya ha anunciado la Comisión Europea. **Nuestra previsión es que el déficit público se podría situar a finales de 2018 notablemente lejos del objetivo propuesto, concretamente en el 2,8% del PIB.**

La economía española crecerá un 2,9% en 2018 y un 2,6% 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 promedio en 2019 en el 13,3%.

Nuestras previsiones apuntan hacia una muy leve ralentización del crecimiento del PIB, hasta el 2,9% en 2018, fundamentalmente por una ligera

desaceleración en la aportación de la demanda externa, que finalizaría el año con una aportación nula o muy leve al crecimiento, siendo todo el avance explicado por el crecimiento de la demanda interna. Este perfil de crecimiento sostenido y de continuidad 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.

Para 2018 esperamos un mantenimiento del ritmo de consumo y una ligera desaceleración 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, si bien la nueva etapa proteccionista de Estados Unidos, con subida de aranceles reciente a las exportaciones europeas y chinas, podría ser un enorme obstáculo al crecimiento del comercio internacional en la segunda mitad de 2018 y durante 2019.

La economía española se verá impulsada en los dos próximos años por el comercio mundial, beneficiada por la favorable posición competitiva de las empresas y los bajos tipos de interés. Pero los próximos meses podrían confirmar una desaceleración del comercio internacional que ya recogen los indicadores, con caídas del 0,6% en los últimos meses hasta abril. Parcialmente afectada se verá la demanda de importaciones de Estados Unidos tras declarar la guerra comercial a la Unión Europea, por lo que perderá vigor si bien el impulso debería seguir viniendo de su principal mercado de exportación, la Unión Europea, así como de las economías emergentes.

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%, las exportaciones representan para la economía española el 34% de su PIB en el inicio del 2018. 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.

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 15% y un 20% superior a la experimentada a lo largo de 2017. El encarecimiento de esta materia prima básica no ha tenido un efecto significativo sobre el gasto de las familias en el primer trimestre, que ha repuntado con respecto al ritmo observado a final de 2017. Una posible explicación a este hecho que encuentra es que ha coincidido con una fuerte apreciación del euro. La reciente depreciación de la moneda única respecto al dólar podría hacer que los precios más altos del crudo en lo que queda de 2018 tengan un mayor impacto negativo sobre el consumo de los hogares. No obstante, nuestra previsión para el conjunto de 2018 es una tasa de crecimiento similar a la observada en 2017 tras un muy buen primer trimestre y dado el dinamismo observado en el mercado de trabajo en abril y mayo.

En relación a la demanda interna, pese a ser el principal motor del crecimiento, su contribución irá perdiendo intensidad paulatinamente, desde el 2,9% de 2017 hasta el 2,8% previsto para 2018 y el 2,7% 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 un contexto de subidas de salarios por debajo de la tasa de inflación prevista, los consumidores perderán poder adquisitivo, lo que tendría un impacto negativo sobre el consumo privado, en contraste con el contexto deflacionario vivido por la economía española en los años 2015 y 2016, que permitía no perder poder adquisitivo aún con los sueldos congelados. Por lo tanto, el buen comportamiento del consumo vendrá ligado al buen ritmo de creación de empleo, que esperamos se mantenga fuerte hasta finales de año. 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. Por último, el repunte en el dinamismo del gasto de las familias en el primer trimestre, de mantenerse como esperamos, también traería como efecto positivo en el crecimiento de las importaciones que, aun siendo inferior al observado en 2017, podrían crecer a un ritmo muy similar o ligeramente superior al de las exportaciones, anulando cualquier contribución positiva del sector exterior al crecimiento del PIB en 2018. Ello tendrá como resultado un empeoramiento del superávit por cuenta corriente previsto, que podría situarse alrededor del 1% del PIB. En un escenario favorable, en el cual las barreras arancelarias ya desplegadas no tuviesen un impacto muy severo sobre el comercio mundial, estimamos que las exportaciones españolas podrían avanzar más en 2019 al mantener el euro un tipo de cambio con respecto al dólar más favorable y continuar el buen desempeño de la economía mundial, haciendo posible por esta vía mantener el superávit por cuenta corriente que, con un precio del crudo similar o ligeramente superior al de 2018, y ya en plena normalización monetaria, se situaría ligeramente por encima del 0,5% del PIB en 2019. Esto permitiría acumular siete años de superávits externos, algo inédito en la historia de la economía española, e imprescindible para reducir nuestra elevada deuda externa.

La inversión, por su parte, seguirá creciendo por encima del promedio de las últimas dos décadas. 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 2% 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, que crecerá con fuerza hasta el 6,3% y 7,4%, respectivamente. Dicha evolución 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.

El mercado de trabajo continuará con su elevado ritmo de creación de empleo. Para 2018 prevemos un avance interanual en el empleo de al menos el 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 2,8% del PIB, logrando reducirse al 2,3% 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 nuevo escenario proteccionista sobre el que transita la economía mundial, que de momento, preocupa en la medida que afecta al comercio exterior de Estados Unidos, la primera potencia económica mundial. De su extensión a nuevos productos y en el tiempo, así que como su expansión a las relaciones comerciales entre otros países dependerá, en gran medida, el daño que pueda infligir a la economía mundial.

En un mundo globalizado y con una producción desagregada en cadenas de valor mundiales, cuando un país impone un arancel para favorecer la producción nacional no solo está dificultando las exportaciones del resto del mundo, sino que también reduce las opciones para sus propios consumidores y encarece las materias primas utilizadas por su industria. Como consecuencia de lo anterior, en general las ganancias de producción y empleo de los productores finales son compensadas por las pérdidas de bienestar de los consumidores y las pérdidas de producción y empleo en otros sectores.

Una simulación realizada por el FMI hace años de una subida arancelaria general de Estados Unidos de un 10% daría como resultado una caída de un punto del PIB a largo plazo del propio Estados Unidos y de 0,3 puntos en el resto del mundo. Aplicado a la situación actual, tiene sentido: en un contexto cercano al pleno empleo, **los aranceles impuestos por Trump difícilmente incrementarán la contratación en los sectores del acero o del aluminio**; todo lo contrario, perjudicarán la demanda y el empleo de las empresas intensivas en estas importantes materias primas, al encarecer sus costes. En cualquier caso, la abierta guerra comercial de Estados Unidos contra Europa y China ralentizará el crecimiento del comercio mundial, que viene de ganar impulso y crecer por encima del PIB mundial en 2017.

Otro riesgo reside en el posible 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 como la española, 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.

**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 para la economía española hasta el 2,6%. El bono a 10 años de deuda pública de Estados Unidos ha alcanzado niveles próximos al 3% recientemente, frente a los niveles del 2% del verano pasado. 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.

Las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE anuncian, por tanto, el fin del periodo de abundancia de liquidez en la zona euro, factor clave de la recuperación de la economía española. El impacto positivo de la política monetaria se moderará, si bien en su última intervención el presidente del Banco Central Europeo (BCE) dejó claro que no se prevén subidas de tipos hasta la mitad de 2019. Eso sí, se bajará el ritmo de compra de deuda pública de los países miembros del área euro hasta 30.000 millones al mes hasta septiembre, pasando a comprar 15.000 millones en el último trimestre del año, para pasar a dejar de comprar deuda a partir de 2019.

**Estas decisiones deberían tener su impacto en la rentabilidad que exigen los inversores por sus compras de títulos de deuda, lo que encarecerá las cargas financieras que soporta el Estado.** La economía española presenta aún un endeudamiento elevado. España tiene además el mayor déficit público de la Unión Europea.

Teniendo en cuenta la clara orientación de la política monetaria en la eurozona para los próximos meses, el impacto de la normalización monetaria influirá sobre la economía española dado su elevado endeudamiento. No obstante, este podría ser relativamente limitado, ya que los bancos han reducido su exposición a la deuda pública, de modo que las entidades están hoy mejor posicionadas para hacer frente al vínculo

entre riesgo soberano y riesgo bancario. Además, el sector privado, tanto familias como empresas, ha reducido notablemente su endeudamiento desde el inicio de la crisis, lo que implica que de volver a una situación de estrés como la vivida en 2012 con la prima de riesgo disparada (supuesto altamente improbable), **el impacto sobre las cargas financieras de las familias y de las empresas sería hoy aproximadamente la mitad que entonces.**

La Reserva Federal, por su parte, volvió a subir los tipos de interés hasta el rango del 1,75%-2%, y ha planificado dos subidas más en lo que resta de año. La firme decisión de la Reserva Federal de aligerar su balance tiene importantes consecuencias dentro y fuera de los Estados Unidos.

En clave interna, los tipos más altos tendrían el efecto directo de moderar el crecimiento de la economía de Estados Unidos por distintas vías: los préstamos hipotecarios, que ya son más caros, o los tipos de interés para proyectos de inversión privada también más elevados. Además, los precios de los activos se convierten también en otro canal de transmisión, los cuales tienen que bajar para competir con una deuda pública más barata. El Gobierno tendrá que pagar más intereses por la refinanciación de su deuda pública y la financiación de crecientes déficits futuros.

En clave internacional, el sistema financiero americano y el dólar tienen un papel preponderante en el funcionamiento del sistema global de financiación, de modo que los cambios en los precios y las condiciones de financiación en Estados Unidos tienen un impacto en los flujos y las condiciones de financiación en la economía mundial. Conviene tener presente episodios como la crisis de la deuda externa a principios de los años ochenta, el desplome de los mercados de renta fija en 1994 o la inestabilidad sufrida por las economías emergentes hace cinco años cuando la Reserva Federal anunció una reducción gradual en sus compras de activos.

Si bien es cierto que el crecimiento de la economía mundial atraviesa su mejor momento de los últimos años, no lo es menos que los niveles de deuda alcanzan cifras históricas. La clave reside en saber si la economía mundial está preparada o no para convivir con tipos de interés más elevados.

Si bien hace años se pensaba que con sistemas de tipos de cambio flexibles las economías podían aislarse de las alteraciones en la política

monetaria de otros países, la experiencia de la última década ha demostrado que incluso con cambios flotantes, existe un potente ciclo financiero y de liquidez global. Los países están integrados en los mercados financieros internacionales mediante los flujos de capitales, estando la evolución del crédito y de las condiciones de financiación muy influenciada por lo que ocurra en los principales mercados monetarios, en particular en el del dólar.

La etapa de política monetaria ultra-expansiva de la Reserva Federal entre 2008 y 2014 alimentó una dinámica financiera de relajación monetaria en todo el mundo. El capital buscaba mejores alternativas de rentabilidad, elevando la demanda de activos en las economías emergentes, al estar los activos de renta fija en los países ricos muy caros debido a los históricamente reducidos tipos de interés. Ello llevó a fuertes entradas de capital en esos países, apreciación de sus monedas y aceleración del crédito. Hoy, los inversores reevalúan las relaciones de rentabilidad y riesgo entre los activos, reajustan sus carteras en favor de los activos líquidos y ahora también más rentables en dólares, reduciendo al mismo tiempo el peso de los activos de economías emergentes. Con ello, se deprecian sus monedas y tiene lugar una importante contracción monetaria forzada, al estilo de lo sucedido en Argentina recientemente y otros países con fundamentos débiles.

La subida de los tipos de interés de la deuda pública en Estados Unidos **supone entrar en una nueva fase que conlleva una seria prueba para el sistema económico y financiero mundial.** Los canales de transmisión de los impulsos anteriormente mencionados van más lejos del vínculo tipo de cambio-política monetaria. Ha sido muy habitual que las empresas, los bancos y los hogares utilicen el dólar, no sólo para sus transacciones, sino también para las decisiones sobre inversión y financiación, de tal forma que sus balances están en parte dolarizados. Muchas empresas que aprovecharon la coyuntura de bajos tipos para emitir ingentes volúmenes de deuda en dólares tendrán que ajustar sus planes de gasto y de inversión con efectos sobre el desempeño de muchas economías emergentes. Según el Banco Internacional de Pagos de Basilea, la evolución de la financiación en dólares a agentes no financieros fuera de Estados Unidos aumentó en 2017 un 8%, situándose en 11,4 billones, impulsada por las emisiones de valores de deuda, que crecieron un 22% en la segunda mitad del año.



Una de las implicaciones importantes del final del *Quantitative Easing* en la eurozona será que los defectos de la construcción europea van a aflorar a medida que el BCE reduzca su arsenal monetario. Por lo tanto, la Unión Europea dispone de apenas unos meses para corregirlos, pudiendo volver antes la tensión al mercado si el nuevo Gobierno de coalición italiano radicaliza su posición con respecto a la moneda única. El riesgo es elevado. Apremia como nunca en los últimos años fortalecer de manera definitiva la arquitectura institucional de la moneda única.

En 2012 la economía de la eurozona descubrió que los mercados financieros pueden ejercer un gran poder sobre una unión monetaria incompleta. La crisis política en Italia mostró la fragilidad monetaria de la eurozona. La elevada deuda en una unión monetaria incompleta hace a las economías muy vulnerables. No se debería descartar que el impulso político que ha faltado desde el norte de Europa (al hacer un diagnóstico equivocado del origen de la crisis) para afrontar una mayor integración que refuerce la arquitectura institucional del euro aparezca

cuando la guerra comercial auspiciada por Estados Unidos llegue al sector del automóvil.

A todo lo anterior se debe añadir la complacencia y la ausencia de reformas en una economía necesitada de ellas y que el nuevo Gobierno, en minoría histórica en el Congreso, tendrá una enorme dificultad en implementar. Una nueva etapa de menor confrontación podría abrirse entre Cataluña y el Gobierno central, facilitando sobremanera el desempeño tanto en dicha comunidad autónoma como en el conjunto de España. La cumbre sobre el euro, que se celebra el 28 y 29 de junio, con importantes divergencias entre Francia y Alemania, y entre ellas y el resto de algunos de los países, debería suponer una oportunidad enorme para el nuevo Gobierno de España de contribuir de manera decidida a reforzar los pilares de la unión económica y monetaria.

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

**Cuadro 1. Previsiones anuales.**

(% variación media anual, salvo indicación en contrario)

	2018	2019
<i>PIB real</i>	2,9	2,6
<i>Consumo final hogares</i>	2,4	1,8
<i>Consumo final AAPP</i>	2,0	2,2
<i>Formación Bruta de Capital Fijo</i>	4,2	5,5
- <i>Maquinaria y bienes de equipo (1)</i>	2,0	4,1
- <i>Construcción</i>	6,3	7,4
<i>Variac. existencias (contribución al crec. del PIB en pp)</i>		
<i>Demanda nacional</i>	2,8	2,7
<i>Exportaciones de b. y s.</i>	3,5	4,2
<i>Importaciones de b. y s.</i>	3,7	4,7
<i>IPC subyacente (media anual)</i>	1,3	1,6
<i>IPC total (media anual)</i>	2,0	1,9
<i>Costes laborales por asalariado (2)</i>	1,2	1,5
<i>Empleo (Contabilidad Nacional) (3)</i>	2,3	1,9
<i>Tasa de paro (EPA, % población activa)</i>	15,1	13,3
<i>Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)</i>	1,2	0,7
<i>Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. excluyendo ayudas a ent. financieras (% PIB)</i>	-2,8	-2,3
<i>(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.</i>		

**F** ● **OCUS**

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

902 10 10 33

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

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