

**F**●**CUS**

*Boletín Trimestral de  
Coyuntura Económica*

*Nº13 / Septiembre / 2018*

—

—

## *Índice*

Resumen ejecutivo.....	3
Escenario global.....	6
Décimo aniversario de la quiebra de Lehman .	6
Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	7
Demanda y producción.....	7
Precios.....	11
Mercado laboral.....	11
Balanza de pagos.....	12
Sector público.....	12
Escenario 2018-2019: ligera desaceleración...	13
Cuadro de previsiones anuales de la economía española.....	19

# BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA

## *Resumen ejecutivo*

El PIB real de la economía española prolongó en el segundo trimestre de 2018 la senda expansiva iniciada a finales de 2013, encadenando casi cinco años de tasas intertrimestrales positivas, a pesar de la persistencia de algunas fuentes de incertidumbre a nivel externo, especialmente relacionadas con el comercio internacional.

En el segundo trimestre de 2018, la economía española avanzó un 0,6%, tasa inferior en una décima a la del primer trimestre. Ello fue gracias al dinamismo del empleo y la confianza de los agentes económicos, si bien en el segundo trimestre de este año la actividad económica se desaceleró ligeramente, afectada por la subida del precio del petróleo y por la ralentización del comercio internacional. Los indicadores adelantados del tercer trimestre confirman cierta desaceleración. Según datos de afiliaciones a la Seguridad Social, en el bimestre julio-agosto de 2018 el empleo creció el 2,9% interanual, tasa dos décimas inferior a la del segundo trimestre de 2018. Esta evolución se debe principalmente a la ralentización del empleo en los servicios de dos décimas, hasta el 2,9%.

El crecimiento del PIB real en el segundo trimestre fue del 2,7% interanual, tres décimas menos que en el mismo periodo de 2017 y una décima inferior al avance que observamos en el primer trimestre.

El menor crecimiento procedió de un menor impulso de la demanda externa neta, que volvió a restar crecimiento a la economía española, concretamente 0,2 puntos. La demanda interna, por su parte, avanzó a un ritmo interanual del 2,9%, consolidándose como motor del crecimiento de la economía española, impulsada fundamentalmente, por la inversión en bienes de equipo y por el consumo público, mostrando el consumo de las familias

síntomas de agotamiento al ralentizarse la creación de empleo y al no lograr las lentas subidas salariales compensar las subidas de precios, alzas en los precios aún superiores en julio y agosto por efecto de precios de carburantes y electricidad más elevados, superando el 2%, todo lo cual reduce la capacidad de compra y el consumo privado. En el segundo trimestre el gasto de las familias cayó seis décimas avanzando un escaso 0,2% intertrimestral. **Nuestra previsión para 2018 del consumo privado es un avance interanual del 2,1%, tres décimas por debajo del observado en 2017. Dado el importante peso del consumo privado sobre el total del gasto, nos hace situar nuestra previsión de crecimiento de la economía española de este año en el 2,7%.**

**El comercio mundial, y especialmente las importaciones de nuestros socios europeos, se han frenado y eso afecta negativamente a las exportaciones**, a la producción industrial y a la inversión de las empresas, lo cual repercute en el empleo industrial. Adicionalmente, el número de turistas internacionales ha caído.

La evolución del euro respecto a las demás divisas y el comportamiento de los precios ejercen su influencia sobre la competitividad-precio de las exportaciones. Sin ser la razón principal del mal comportamiento del sector exterior en el segundo trimestre, **el índice de tendencia de competitividad basado en los precios de consumo frente a los países desarrollados**, elaborado en la Secretaría de Estado de Comercio, **reflejó una pérdida de competitividad en el segundo trimestre de 2018 del 3,2% interanual**, manteniendo así la tendencia de los cuatro trimestres anteriores, debida a la apreciación del 3,5% del tipo de cambio efectivo nominal, mientras que los precios relativos se redujeron un 0,2%. Respecto a la Unión Europea, se observó una pérdida de competitividad del 0,3%, lo que supone un cambio de tendencia tras dos trimestres consecutivos de ganancias de competitividad, como resultado de la evolución del tipo de cambio efectivo nominal, que aumentó un 0,3%, mientras que el índice de precios relativos de consumo se mantuvo inalterado. Finalmente, respecto a los países BRICS se observó una pérdida de competitividad del 3,8%, continuando la tendencia iniciada hace tres trimestres, por la apreciación del índice del tipo de cambio nominal (4,2%), parcialmente compensada por la disminución del 0,3% del índice de precios relativos.

**Los precios deberían empezar a mostrar signos de estabilización** tal y como hemos visto

en el mes de agosto, de mantenerse como esperamos el precio del barril de petróleo alrededor de los 80 dólares, y el euro tendiendo a depreciarse ligeramente con respecto al dólar en los próximos meses. La subida del precio del petróleo se explica a partir del incremento de la demanda, especialmente proveniente de Asia, y el estancamiento en la producción por diversos motivos en la OPEP. El mayor precio del crudo observado desde comienzos de año se ha traducido en una inflación del 2,2% interanual en julio y agosto. El promedio esperado para todo el año lo situamos en el 1,9% para la inflación y en el 1,1% para la inflación subyacente.

El PIB nominal, por su parte, moderó el ritmo de avance en el segundo trimestre de 2018, nueve décimas hasta una tasa interanual del 3,4%, debido a una desaceleración de tres décimas del PIB en volumen y de seis décimas del deflactor del PIB, registrando este último una tasa del 0,7%.

Atendiendo a la distribución primaria de las rentas, con datos cvec, **se observó en el segundo trimestre un mayor ritmo de crecimiento de la remuneración de los asalariados**, cuatro décimas más hasta el 4%. Mientras, el excedente bruto de explotación y las rentas mixtas se incrementaron el 2,3%, tasa inferior en dos puntos y medio a la del trimestre previo. Finalmente, los impuestos netos de subvenciones sobre la producción e importaciones aumentaron el 5,1%, tres décimas.

**Las causas de la desaceleración las encontramos, especialmente, en tres shocks exógenos: la subida del precio del petróleo anteriormente mencionada, el menor crecimiento en Europa, y la menor llegada de turistas por el abaratamiento de costes de nuestros competidores en el Mediterráneo.**

**La desaceleración en consumo de los hogares y exportaciones fue compensada parcialmente en el segundo trimestre por el avance del consumo público y, especialmente, de la inversión.**

**El consumo público, tras elevar dos décimas su tasa de crecimiento intertrimestral y crecer a un ritmo anualizado del 2,8% prevemos que suba en 2018 un 2,4%, un avance ocho décimas superior al de 2017.** Y en 2019, con la posibilidad de que confluyan elecciones municipales, generales y autonómicas, el avance del consumo final de las Administraciones Públicas podría ser incluso superior al esperado para 2018.

Por lo que se refiere a **la inversión, ésta fue la grata sorpresa del segundo trimestre, al crecer un 2,6% intertrimestral, más del triple que el trimestre anterior**, y ello gracias al fuerte aumento de la inversión en equipo y, concretamente, en material de transporte. **Y es este fuerte avance el que ha permitido que, pese a la importante desaceleración del consumo privado, la demanda interna se mantenga como eje principal del crecimiento de la economía española.**

**Por otra parte, prosigue la recuperación de la inversión en construcción, si bien atenuó 1,3 puntos el ritmo de crecimiento intertrimestral entre abril y junio, hasta el 1,1%.** El menor dinamismo fue debido a la inversión en vivienda, cuyo aumento, del 0,3%, se situó muy por debajo del observado en el primer trimestre (3,5%), mientras que la inversión en otros edificios y construcciones se aceleró seis décimas, hasta el 1,8%. Los indicadores coyunturales relativos a la inversión residencial se mostraron muy dinámicos. El número de compraventas de viviendas y el número de hipotecas constituidas para adquisición de vivienda crecieron en el segundo trimestre a tasas interanuales superiores al 10%, lo que intensificó el avance del precio de la vivienda hasta el 4,9% en términos reales.

Los indicadores cualitativos coyunturales de actividad global más recientes muestran una prolongación de la tendencia expansiva en trimestres venideros, aunque el ritmo de crecimiento se modera. Así, señalan hacia cierta expansión de la inversión en equipo, si bien más moderada que en la primera mitad del año. Mientras que el indicador cualitativo de clima de bienes de inversión recoge en el periodo julio-agosto un saldo negativo, después de nueve trimestres consecutivos en positivo, las matriculaciones de vehículos de carga, según la DGT, continúan mostrando una evolución fuertemente expansiva en julio, experimentando un avance interanual del 15,4%, incluso superior al de junio.

Las condiciones siguen siendo favorables para las decisiones de inversión, debido a los bajísimos tipos de interés, si bien el pulso de la demanda interna y, especialmente de la demanda externa, se ralentiza. La continuación del desapalancamiento de las empresas y la utilización de la capacidad productiva también son factores que deberían impulsar la formación bruta de capital en los próximos trimestres y que han permitido que prosiga la recuperación de la inversión en el sector de la construcción.

**Uno de los principales retos macroeconómicos del 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%, tal y como registraban nuestras previsiones en el anterior boletín, y aumentará el déficit estructural. La deuda pública también creció en el primer semestre de 2018. **Nuestra previsión es que el déficit público cierre el año en el 2,7%.**

**En el ámbito de comercio exterior es importante destacar el hecho de que la economía española ha perdido cuota de mercado real en el mundo, situándose en el 1,9% en el segundo trimestre,** como consecuencia de que el avance interanual de las exportaciones reales de bienes en el segundo trimestre (1%) fue inferior al registrado por el comercio mundial de bienes (3,7%, según el Central Planning Bureau de Países Bajos).

**En el segundo trimestre del año, el superávit de la balanza de bienes y servicios se situó en el 2,4% del PIB trimestral, 1,4 puntos inferior al del año anterior,** fundamentalmente debido al mayor déficit de bienes (2,2% del PIB, frente al 1,4% de un año antes) y al menor superávit de servicios (4,6% del PIB, seis décimas inferior al del mismo periodo del año anterior).

**Para el tercer trimestre, los principales indicadores de turismo exterior,** entre ellos las entradas de turistas y las pernoctaciones de extranjeros en hoteles nacionales, **muestran comportamientos negativos, con tasas interanuales en julio del -4,9% y -2,7%, respectivamente.**

La Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) amplió su saldo deudor en el primer trimestre de 2018 (último dato disponible), respecto al mismo periodo de 2017 un 0,3% hasta alcanzar 955.000 millones de euros, equivalente al 81,3% del PIB, que, sin embargo, es un porcentaje inferior en 2,9 puntos al del primer trimestre de 2017, debido al avance del PIB. **Con una deuda externa neta tan elevada, 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.

**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.**

En el capítulo de crédito bancario, el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos, en términos acumulados de los dos doce últimos meses aumentó en julio el 9,9% interanual, dos décimas menos que en junio. Esto es resultado de la evolución de los préstamos y créditos concedidos a sociedades no financieras, que crecieron en julio el 7,8% interanual, cuatro décimas menos que en junio. Por otro lado, el crédito hacia grandes empresas (importes superiores al millón de euros) ralentizó siete décimas su crecimiento interanual hasta el 7,8% en julio, el crédito dirigido a pymes (importes inferiores a un millón de euros) mantuvo el ritmo de avance interanual en el 7,2%. **No obstante, son las operaciones de crédito y préstamos a hogares las que más destacan por su crecimiento, con un aumento en julio del 18,2%, medio punto más que en junio, liderado por el crédito al consumo (20,4% interanual).**

**Teniendo en cuenta todo lo anterior, situamos nuestra previsión de crecimiento sobre la economía española en un crecimiento del 2,7% en 2018 y un 2,4% 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 13,2%, tal y como explicamos en el último apartado de este boletín relativo al Escenario 2018-2019.**

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 logrará en 2018 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 (2,9%).** El repunte del consumo en el primer trimestre y el buen ritmo de creación de empleo, especialmente en el primer semestre y el buen

dato de inversión del periodo abril-junio 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, hecho que está siendo visible en 2018 y que **se ampliará en 2019, año que prevemos un escaso avance del consumo privado del 1,1%.**

No obstante, en clave de demanda interna, lo anterior podría verse, en parte, compensado por un mayor avance del consumo público, ligeramente superior al 1,6% de 2017 (2,4% previsto para 2018 y 3,2% 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, más probable si coinciden las elecciones generales con las municipales y autonómicas, elevaría 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.

**La demanda exterior neta, por su parte, dejará de contribuir positivamente al crecimiento para restarle dos décimas, tanto en 2018 como 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 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. En este sentido, **la productividad aparente por ocupado, en términos de Contabilidad Nacional, creció el 0,2% en la primera mitad del año,** como resultado de un avance del 2,8% del PIB y de un aumento del 2,6% del empleo equivalente a tiempo completo.

**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. Por último, otro gran riesgo es 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*

### **Décimo aniversario de la quiebra de Lehman Brothers**

Hace una década la quiebra de la entidad estadounidense Lehman Brothers precipitó la peor crisis financiera global desde el crash de Wall Street en 1929 y la peor recesión mundial en ochenta años. La causa de la crisis, igual que en la Gran Depresión, fue el sobreendeudamiento mezclado con inflación de activos. La banca mundial tenía elevada exposición, bien directamente a la deuda de las diferentes burbujas inmobiliarias o bien indirectamente a través de los vehículos en la sombra que compraban activos con exposición a dichas burbujas.

La liberalización financiera y la globalización permitieron que el contagio fuera fulminante y en pocas semanas el comercio mundial se desplomó con más intensidad que en 1930. Gracias a las lecciones de la Gran Depresión, la política monetaria, la política fiscal y la política financiera, principalmente, la recapitalización del sistema bancario, actuaron con contundencia y con coordinación global, impidiendo un impacto mayor de la crisis. Pero aun así no pudieron evitar la peor recesión mundial en ochenta años, que ha dejado profundas cicatrices.



La duda, diez años después, es: ¿aprendimos la lección? ¿podemos volver a sufrir otra crisis de esa magnitud? La respuesta a la primera pregunta es que algo aprendimos, pero seguramente no lo suficiente. En España, las familias y las empresas han reducido significativamente su deuda y los bancos han saneado sus balances, aunque el proceso aún no ha terminado. Pero la deuda mundial en porcentaje del PIB está por encima de 2007. En EEUU la deuda de las familias ya está por encima de 2007 y los precios de la vivienda en las principales ciudades, también. **China tiene más deuda sobre PIB que EEUU y sus empresas son las más endeudadas del mundo.**

En definitiva, los desequilibrios globales se repiten, aunque con menor intensidad. EEUU llegó a tener un déficit exterior en 2006 del 6% de su PIB y en 2018 cerrará próximo al 3%. Pero el déficit público sigue en el 5% del PIB y la deuda pública bruta, en el 100% del PIB. En este escenario, el presidente estadounidense, Donald Trump, ha aprobado una bajada de impuestos que amplifica los desequilibrios globales y aumenta el riesgo de una crisis fiscal en el dólar, la moneda de reserva mundial. Esa política es inflacionista y añade presión sobre la Reserva federal para aumentar los tipos de interés. Las subidas de tipos en EEUU ya han provocado fuga de capitales en países emergentes y diversas crisis cambiarias, las más intensas: Argentina, Turquía, México, Brasil, Rusia y la India.

El ciclo expansivo en EEUU es el segundo más largo de su historia y aunque no hay señales contundentes de riesgo de recesión, ésta se debería producir en un periodo no muy lejano. **Las bolsas en EEUU vuelven a estar sobrevaloradas**, las volatilidades en mínimos y las primas de riesgo de bonos corporativos, también. Por lo tanto, la respuesta a la segunda pregunta es afirmativa. Podemos tener otra crisis financiera global, aunque todo apunta a que no sería tan intensa. No obstante, la prudencia es una virtud, ya que lo que aprendimos en 2008 fue que nuestros conocimientos sobre los fenómenos financieros siguen siendo muy limitados.

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

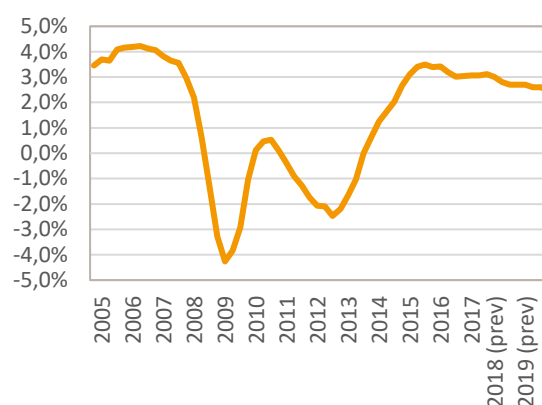
### **Demanda y producción**

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

Los datos de la contabilidad trimestral nacional del segundo trimestre, con series corregidas de estacionalidad y calendario (cvec) confirmaron el avance robusto de la actividad económica, observando un crecimiento del 0,6% intertrimestral, una décima inferior que los dos trimestres anteriores.

**La paulatina y previsible desaceleración de la economía española que apuntábamos en anteriores informes se está cumpliendo**, si bien el ritmo de ralentización, de momento, es 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 dos próximos trimestres, lo que permitiría cerrar 2018 con un avance interanual del PIB del 2,7%.

Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)



Fuente: CNTR.

El crecimiento económico continúa sostenido por la demanda nacional, cuya contribución al avance interanual del PIB aumentó una décima en el segundo trimestre, hasta situarse en 0,9 puntos porcentuales, mientras que la aportación de la demanda externa neta restó dos décimas al crecimiento, tras una aportación positiva de la misma cuantía en el trimestre anterior. Atendiendo a los componentes de la demanda, **cabe destacar el repunte de la inversión empresarial**, al tiempo que las exportaciones de bienes y servicios y el consumo privado perdieron dinamismo.

Dentro de la demanda nacional, el gasto en consumo privado real (hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) se desaceleró en el segundo trimestre seis décimas, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,2% y, en términos intertrimestrales, el avance del consumo privado se situó en el 0,2%, medio punto por debajo del anotado en el trimestre previo.

Así, el crecimiento del consumo privado se modera ligeramente, pero se mantiene robusto, debido al dinamismo del empleo, la elevada confianza de los consumidores y las favorables condiciones financieras, en un entorno en el que las familias han prolongado el proceso de desapalancamiento iniciado a mediados de 2010, **situándose la deuda de los hogares en el primer trimestre de 2018 en el 60,5% del PIB**, niveles similares a los de mediados de 2004, y casi tres puntos por debajo de la cifra observada hace un año.

El gasto en consumo final de las Administraciones Públicas se aceleró dos décimas en el segundo trimestre, hasta el 2,1% interanual y el 0,7% intertrimestral, según cifras de avance de la CNTR.

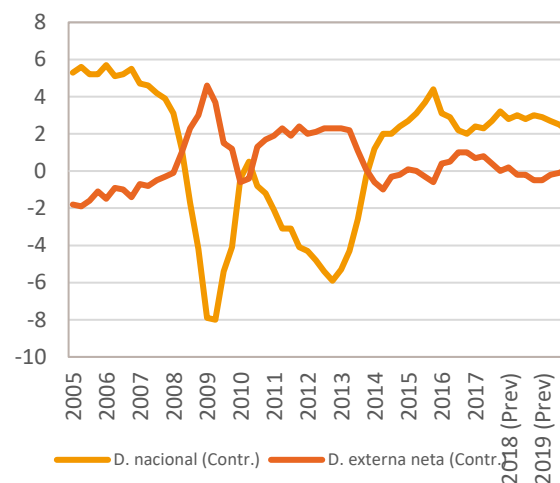
En lo relativo a la inversión, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) aumentó en el segundo trimestre el 5,6% en tasa interanual, debido al fuerte dinamismo de la inversión en equipo (7,7%) y al tono expansivo, tanto de la inversión en construcción (4,8%) como en productos de la propiedad intelectual (3,5%). En el segundo trimestre del año, el avance intertrimestral de la inversión fija total se situó en el 2,6%, superior en 1,8 puntos al del trimestre previo, siendo las condiciones financieras favorables, dado el buen pulso de la actividad nacional y la situación menos apalancada de las empresas.

El principal responsable del fuerte impulso de la inversión fue la inversión en equipo, que repuntó un 5,5% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre, frente a la caída del 1,6% del trimestre anterior, debido fundamentalmente al crecimiento de la inversión en material de transporte y, en menor medida, de la inversión en otra maquinaria.

Por componentes, el crecimiento económico prosigue apoyándose en la demanda nacional, principal motor del crecimiento, situándose su avance en 2,9 puntos porcentuales, una décima por debajo a la observada en el primer trimestre de 2018, pero por encima de la aportación media que registró en el conjunto de 2017. La contribución de la demanda externa neta fue negativa (-0,2%). En efecto, según cifras de la

Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el segundo trimestre de 2018 el sector exterior detrajo dos décimas al crecimiento intertrimestral del PIB, tras una aportación nula en el trimestre previo, resultado de una caída de las exportaciones de bienes y servicios superior a la de las importaciones.

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



Fuente: INE.

En comparación con las principales economías de la Unión Europea, la tasa intertrimestral de las exportaciones reales españolas (-1%) fue superior a la de Reino Unido (-3,6%) e inferior a la de Francia (0,2%), Alemania (0,7%) e Italia (-0,2%). En términos interanuales, el avance de las exportaciones fue de un 1,2%, un importante ajuste frente al crecimiento del 3,2% en el primer trimestre, pero aun así superior a lo observado en el Reino Unido (-1,8%) e Italia (0,9%), si bien estuvo por debajo del crecimiento de las exportaciones francesas (3,1%) y alemanas (3,3%).

Las exportaciones de bienes experimentaron un avance del 1% en el segundo trimestre del año, inferior en nueve décimas al del periodo anterior, mientras que los servicios se ralentizaron 4,6 puntos, hasta el 1,6%. En la comparativa intertrimestral, las exportaciones cayeron el 1% frente al incremento del 1,3% del trimestre previo, registrando descensos del 0,8% las de bienes y del 1,4% las de servicios.

El gasto de los hogares no residentes en el territorio económico disminuyó en el segundo trimestre de 2018 un 0,1% en tasa intertrimestral, frente al crecimiento del 2,3% del trimestre previo, mientras que todavía se situó en términos



positivos interanuales, con un aumento del 2,6%, la mitad que en el trimestre precedente. Para el tercer trimestre, las expectativas son a la baja, puesto que los principales indicadores de turismo exterior, entre ellos las entradas de turistas y las pernoctaciones de extranjeros en hoteles nacionales, ya mostraron en julio comportamientos negativos, con tasas interanuales del -4,9% y -2,7%, respectivamente.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos, por su parte, disminuyeron un 2,3% intertrimestral en el segundo trimestre, frente al crecimiento del 4,9% del primer trimestre.

Las importaciones de bienes y servicios, por último, en términos reales y según cifras del avance de la Contabilidad Nacional Trimestral, disminuyeron un 0,3% intertrimestral, tras el crecimiento del 1,3% del trimestre previo.

En el segundo trimestre del año, el superávit de la balanza de bienes y servicios se situó en el 2,4% del PIB trimestral, 1,4 puntos inferior al del año anterior, fundamentalmente debido al mayor déficit de bienes (2,2% del PIB, frente al 1,4% de un año antes) y al menor superávit de servicios (4,6% del PIB, seis décimas inferior al del mismo periodo del año anterior).

**Las perspectivas a medio plazo siguen siendo favorables, siendo nuestra previsión un avance del PIB del 2,7% y del 2,4% para el promedio de 2018 y 2019, respectivamente. Los principales indicadores parecen adelantar que la actividad económica seguirá fuerte en el tercer 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 0,6%.**

En el segundo trimestre, el aumento del número de ocupados fue el mayor incremento trimestral observado en la serie histórica de la EPA. Las buenas perspectivas laborales han conllevado un aumento de la población activa, con lo que la tasa de actividad se situó en el 58,5%, mientras que la tasa de desempleo descendió hasta el 15,3%. No obstante, el mercado de trabajo no fue capaz en los meses de julio y agosto de mantener el fuerte ritmo de crecimiento observado en el primer semestre.

Entre los indicadores adelantados vinculados con el consumo privado en el tercer trimestre de 2018 cabe destacar el aumento de las matriculaciones de automóviles, según ANFAC, del 31% en el periodo julio-agosto, más del triple que el del segundo trimestre, debido en parte al adelanto de las compras ante el cambio en la normativa de homologaciones de consumo y emisiones más restrictiva, que entró en vigor para todos los coches matriculados el pasado día 1 de septiembre y que ha provocado fuertes descuentos aplicados por los concesionarios para reducir los stocks de vehículos homologados con la anterior normativa. Por el contrario, las ventas de comercio al por menor, una vez eliminados el efecto del calendario laboral y precios, experimentaron en julio un descenso del 0,7%, frente al avance del 0,3% del mes previo.

A lo anterior habría que añadir el lento aumento de los salarios, que hace 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 2.602 euros, cifra superior en un 0,7% a la del mismo trimestre de 2017.

La inversión en equipo repuntó el 5,5% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre, frente a la caída del 1,6% del trimestre precedente, en gran parte debido al fuerte impulso de la inversión en transporte, que ha pasado de una caída del 6,6% en el primer trimestre del año a crecer un 11,3% en el segundo.

Los indicadores más recientes señalan cierta expansión de la inversión en equipo, si bien más moderada que en la primera mitad del año. Mientras que el indicador cualitativo de clima de bienes de inversión recoge en el periodo julio-agosto un saldo negativo, después de nueve trimestres consecutivos en positivo, las matriculaciones de vehículos de carga, según la DGT, continúan mostrando una evolución fuertemente expansiva en julio, experimentando un avance interanual del 15,4%, incluso superior al de junio.

Las condiciones siguen siendo favorables para las decisiones de inversión, debido a los bajísimos tipos de interés, si bien el pulso de la demanda interna y, especialmente de la demanda externa, se ralentiza. La continuación del desapalancamiento de las empresas y la utilización de la capacidad productiva también son factores que deberían impulsar la formación bruta de capital en los próximos trimestres y que han permitido que prosiga la recuperación de la inversión en el sector de la construcción.

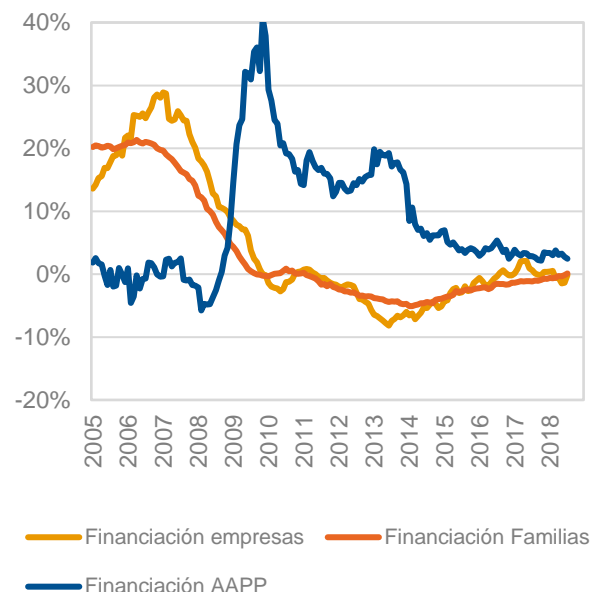
Por su parte, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, en volumen, y con datos corregidos de estacionalidad y calendario, se aceleró dos décimas en el segundo trimestre de 2018, hasta el 2,1% interanual.

### Actividad productiva y financiación

Desde el lado de la oferta, los grandes sectores de actividad muestran un comportamiento positivo, de expansión, en el segundo trimestre. El Valor Añadido Bruto (VAB), en volumen y con series corregidas de estacionalidad y calendario, creció en el sector de la construcción un 6,6% interanual, superior en seis décimas al del trimestre anterior. El sector servicios, por su parte, se desaceleró cuatro décimas hasta el 2,1%. El sector de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca aceleró su crecimiento 2,3 puntos hasta el 5,6% interanual. La industria, por último, también aceleró 0,2 puntos, hasta anotar un avance interanual del 3%.

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 conjunto, el stock de financiación al sector privado no financiero en España disminuyó el 0,2% interanual en julio, frente a la variación nula de junio. El saldo de crédito a hogares y empresas mantuvo un comportamiento distinto, al disminuir un 0,5% en el caso de las empresas en julio y aumentar, por segundo mes consecutivo, un 0,2% en la financiación a familias y aumentar un 2,5% en la financiación a las Administraciones Públicas, siendo este último dato el correspondiente al mes de junio.

Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual



Fuente: Banco de España.

En el capítulo de crédito bancario, el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos, en términos acumulados de los doce últimos meses, aumentó en julio el 9,9% interanual, dos décimas menos que en junio, como resultado de la evolución de los préstamos y créditos concedidos a sociedades no financieras, que crecieron en julio el 7,8% interanual, cuatro décimas menos que en junio. Mientras que el crédito hacia grandes empresas (importes superiores al millón de euros) ralentizó siete décimas su crecimiento interanual hasta el 7,8% en julio, el crédito dirigido a pymes (importes inferiores a un millón de euros) mantuvo el ritmo de avance interanual en el 7,2%. No obstante, son las operaciones de crédito y préstamos a hogares las que más destacan por su crecimiento, con un aumento en julio del 18,2%, medio punto más que en junio, liderado por el crédito al consumo (20,4% interanual).

Desde el lado de la oferta, la mejora del sector bancario se consolida. **La tasa de morosidad se situó en mayo en el 6,69%, dos puntos por debajo del mismo mes del año anterior.**

*La desaceleración del consumo privado se explica a partir de la ralentización en la creación de empleo y de la mayor inflación resultado de un barril de petróleo que en mayo alcanzo máximos no vistos desde noviembre de 2014*

**Precios**

El Índice de Precios de Consumo (IPC) correspondiente al mes de agosto, publicado por el INE, se elevó hasta el 2,2% interanual, tasa coincidente con la registrada en julio. Dicha estabilidad viene explicada por la aceleración de los precios de la electricidad que compensó la moderación de la inflación de carburantes y de turismo y hostelería.

La inflación subyacente (que excluye la alimentación no elaborada y los productos energéticos, elementos más volátiles del IPC), se moderó una décima en agosto, hasta el 0,8% interanual.

**Mercado laboral**

El mercado de trabajo se caracterizó en el segundo 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.

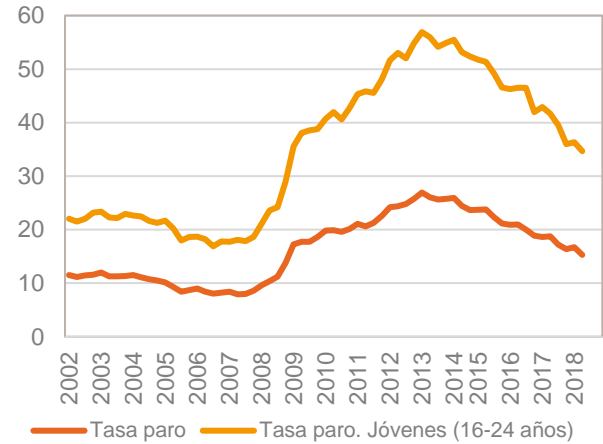
Según la EPA, publicada por el INE, el empleo de la economía española aumentó un 2,8% interanual, 3,1% si utilizamos como indicador las afiliaciones a la Seguridad Social. De este modo, la ocupación se aceleró cuatro décimas en el segundo trimestre de 2018, alcanzando los 19,3 millones de ocupados.

**Los últimos indicadores conocidos apuntan a una pérdida de impulso de la economía en el tercer trimestre.** El empleo también sufrió una notable desaceleración en los meses de verano, siendo el peor agosto de la última década en términos de afiliación. La caída de afiliados ha sido la más intensa en dicho mes desde 2008, un 1,1% mensual. En términos desestacionalizados la afiliación retrocedió por vez primera desde noviembre de 2013, con lo que **la evolución del empleo en lo que va de tercer trimestre anota una intensa pérdida de vigor**, con un crecimiento del 0,3% en julio-agosto respecto a abril-junio, que vio avanzar el empleo un 0,8% trimestral en el segundo trimestre.

Sin embargo, el empleo a tiempo parcial involuntario continuó descendiendo y la temporalidad dejó de aumentar en términos interanuales por primera vez desde el año 2013. Y mientras que la población activa crece un 0,5% interanual, continúa reduciéndose el paro de larga duración, definido como el número de personas

que lleva más de un año en situación de desempleo.

Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa

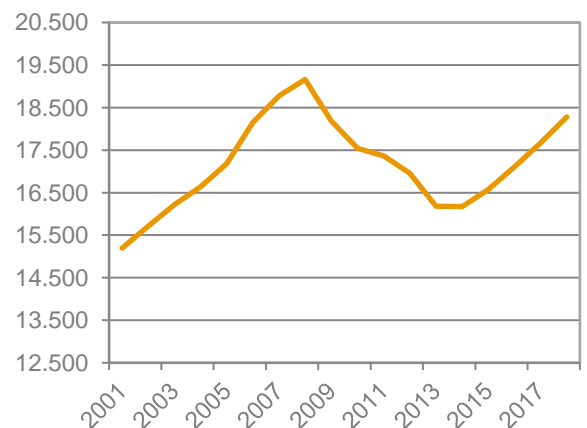


Fuente: INE

El número total de parados se situó en 3.490.000 personas. En el último año, el paro ha bajado en 424.200 personas, un descenso anual del 10,8%. La tasa de desempleo se situó en el 15,3% de la población activa (gráfico 4).

Atendiendo a la edad, cabe destacar el descenso del desempleo juvenil (16 a 24 años) del 4,7% interanual, situándose la tasa de paro juvenil en el 34,7%, siete 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, descendió en el segundo trimestre de 2018 un 15,3%

interanual, 2,7 puntos menos que el anterior trimestre según cifras de Eurostat, alcanzando un peso en el total de desempleados del 43,4%, 2,3 puntos por debajo de la del mismo periodo de 2017.

Por último, la Estadística de Convenios confeccionada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, con la información disponible hasta finales de agosto de 2018, muestra que el incremento salarial medio pactado se sitúa en el 1,7%, una décima por encima de 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 semestre de 2018 una capacidad de financiación frente al exterior de 1.146 millones de euros, frente a una capacidad de financiación de 6.747 millones en el mismo periodo del año anterior.

La economía española presentó un superávit por cuenta corriente de 86 millones de euros, inferior al alcanzado en el primer semestre de 2017 (5.754 millones de euros). Este resultado se debe a una disminución del superávit de bienes y servicios y, en menor medida, a una ampliación del déficit de rentas primarias y secundarias. Ello debe representar motivo de preocupación para el Gobierno porque, de seguir la tendencia, la economía española dejaría de crecer sin desequilibrio externo. La erosión de la capacidad de financiación de la economía española supondría un problema de primera magnitud dada la elevada deuda externa. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital se incrementó en 69 millones, hasta los 1.061 millones de euros.

La balanza financiera, por su parte, experimentó salidas netas de capital por valor de 8.369 millones de euros, frente a las salidas netas de 2.648 millones de un año antes. Ello encuentra explicación a partir de unas salidas netas de capital (excluido el Banco de España) de 26.051 millones de euros, superiores al aumento de la posición neta deudora del Banco de España (17.682 millones).

El primer semestre de 2018 sirvió para que se moderase el superávit de bienes y servicios. Los intercambios con el exterior de bienes y servicios en el periodo enero-junio de 2018 dieron lugar a un superávit de 9.504 millones de euros, inferior en un 33,6% al registrado en el mismo periodo del año anterior. En comparativa nominal, las

exportaciones aumentaron un 2,5% y las importaciones, un 5,3%, tasas inferiores en 7,3 y 5,5 puntos, respectivamente, a las del primer semestre de 2017.

### **Sector público**

El déficit público continúa disminuyéndose favorecido por la positiva evolución de los ingresos. La ejecución presupuestaria del Estado en el primer semestre de 2018 se cerró con un déficit, en términos de Contabilidad Nacional, de alrededor del 1,86% del PIB, inferior al 2,34% del mismo periodo del año anterior. Esta mejora se debe a un aumento interanual de los recursos no financieros del 6,6%, superior al registrado por los gastos (3,7%).

Por el lado de los ingresos, la recaudación impositiva y las cotizaciones sociales crecieron con intensidad en términos interanuales (7,4% y 4,7%, respectivamente). Entre los impuestos destacan los avances de los ingresos por IRPF, Impuesto de Sociedades e IVA.

Por el lado de los gastos, los intereses continúan disminuyendo (-1,9% interanual), aunque a ritmo inferior al de meses anteriores. También el gasto en prestaciones por desempleo sigue reduciéndose (-0,7%), como consecuencia del descenso próximo al 3% del número de beneficiarios de la prestación, que se compensa en parte con el aumento de otros gastos asociados a políticas de empleo (otras subvenciones a la producción y bonificaciones en las cotizaciones de la Seguridad Social para el fomento del empleo y la formación de ocupados).

Por el contrario, se observa un aumento de la inversión y de la aportación al presupuesto de la UE por recursos IVA y RNB, que se incrementan el 26,3% y el 15,2% interanual, respectivamente.

El gasto en pensiones contributivas subió el 3% en tasa interanual, debido al aumento tanto del número de pensionistas (1,1%) como de la pensión media (1,8%, superior a la revalorización de las pensiones, debido a que en términos netos los nuevos pensionistas se incorporan con pensiones más altas).

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 junio los 1.162.946 millones de euros, lo que supone un aumento interanual del 2,4%, aunque inferior en tres décimas al registrado en mayo, y la situó en el 98,8% del PIB. En todo caso, 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.

*Nuestras previsiones apuntan a un crecimiento anual para 2018 y 2019 del 2,7% y del 2,4%, respectivamente*

## **Escenario 2018-2019: ligera desaceleración**

**La economía española tiene visos de adentrarse en una fase más madura del ciclo.** Tras tres años de fuerte crecimiento se atisba cierta desaceleración, como venimos advirtiendo en los últimos boletines. Una economía que superaba las predicciones de manera constante comienza a ver como, por primera vez, se corrigen a la baja las perspectivas de crecimiento. Aunque sigue manteniendo diferencial de crecimiento con respecto a la zona euro. La ralentización de la eurozona muestra que el contexto económico internacional es un factor notable a considerar en términos de desaceleración económica.

Detrás de esta desaceleración hay un frenazo del consumo de los hogares, que han pasado de crecer al 0,7% en el primer trimestre a hacerlo un 0,2% en el segundo, y un retroceso de las exportaciones (del 1% entre abril y junio). Otro dato a considerar es la caída del empleo en agosto y del número de turistas, del 4,9% en julio, el mayor descenso en ocho años.

**La principal señal de alarma la ha dado el empleo.** Tras más de medio millón de puestos de trabajo creados al año de media desde 2014 y una tasa de paro que ha caído del 26,9% en 2013 al 15,3% en el segundo trimestre de este año, **la capacidad de la economía española para seguir creando empleo a este ritmo comienza a mostrar signos de agotamiento.** El empleo crece más lentamente que en 2017. Si en julio y agosto de 2017, según datos de afiliados a la Seguridad Social y eliminando el efecto estacional, se crearon 45.000 empleos, en 2018 se han creado tan sólo 5.000. **La menor creación de empleo es uno de los principales causantes de la desaceleración del consumo de los**

**hogares que estamos viendo.** Conviene estar atentos al dato de septiembre, pues si los datos de afiliaciones a la Seguridad Social vuelven a ser malos, se confirmaría la mayor debilidad de la economía. **Si la desaceleración es más pronunciada se destruirá empleo, sobre todo, en el sector servicios.**

**En efecto, los motores artífices de la recuperación y el fuerte crecimiento de la economía española en los últimos trimestres, el consumo privado y las exportaciones, se han debilitado.** Al reducido ritmo de avance de los salarios; la ligera ralentización en el ritmo de creación de empleo; el final del gasto embalsado durante la crisis, que afloró en los primeros años de la recuperación pero que ya no está, y a la baja tasa de ahorro, se les añade ahora el mayor precio del petróleo, que se sitúa hoy un 44% por encima de los niveles observados hace un año, rozando los 80 Dólares por barril. La economía española es especialmente sensible por su histórica dependencia y por el amplio número de productos que se ven afectados, por lo que supone una caída importante sobre la renta disponible de las familias.

**Y en un entorno de menor crecimiento del empleo, para mantener el consumo privado se haría necesaria una subida de salarios.** En la medida en que la reducción del paro y la estrechez de algunos segmentos del mercado más cualificados permitan subidas salariales, dichas subidas alentarían el consumo. Si la velocidad de las subidas salariales es menos favorable, la desaceleración del consumo de las familias puede consolidarse en los próximos trimestres. **Y, aunque empiezan a verse mayores señales de dinamismo en cuanto al crecimiento de los sueldos** (la Encuesta Trimestral de Coste Laboral vuelve a mostrar una ligera subida intertrimestral tanto del coste laboral como salarial en el segundo trimestre y el rendimiento bruto medio de las grandes empresas también recogió subida interanual del 0,7% en julio), **y confiamos que esta tendencia se mantenga, no prevemos incrementos salariales de tal magnitud que sean capaces de devolver el consumo a las tasas de crecimiento del 3% observadas en 2015 y 2016.** Con una tasa de ahorro en mínimos históricos, los hogares españoles tendrán un margen adicional muy reducido para financiar un mayor consumo si su renta disponible no crece a tasas más elevadas. **Esperamos, por tanto, especialmente en 2019, una fuerte ralentización del ritmo de avance del gasto de las familias del 1,1%, año que coincidirá con**



**una política monetaria menos expansiva y un entorno europeo e internacional lleno de riesgos: la deriva proteccionista, las turbulencias recientes en determinados países emergentes, burbujas en algunos mercados financieros, el Brexit o el auge del populismo en algunos países europeos.**

**En clave exterior, un mayor precio del petróleo también pasará factura en 2018 al elevar el importe de las importaciones.** Además, las medidas proteccionistas ralentizaron el avance del comercio internacional en la primera mitad del año lo que tiene una elevada probabilidad de mantenerse o incluso empeorar en la segunda mitad del año. La reciente revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de la Eurozona por parte del Banco Central Europeo (BCE) afecta a las previsiones de crecimiento de las exportaciones españolas, que esperamos sean sensiblemente inferiores a las registradas en los últimos trimestres. **Todo ello nos ha llevado a reducir nuestra previsión de crecimiento para las exportaciones en 2018 a la mitad sobre la anterior previsión y hasta el 1,8% interanual, mientras que en 2017 avanzaron un 5%.**

**La caída del ritmo de crecimiento de las exportaciones en un contexto de encarecimiento del petróleo es preocupante, ya que implica una caída del saldo de la balanza por cuenta corriente.** La capacidad de financiación de la economía española ha caído, de hecho, en unos 5.000 millones de euros, circunstancia que dificulta la reducción de la abultada deuda externa, precisamente cuando el exceso de deuda a nivel internacional eleva también el riesgo de una nueva crisis financiera internacional, situación que, de producirse, mostraría la vulnerabilidad real de la economía española a episodios de inestabilidad financiera.

Somos ligeramente más optimistas para 2019 debido a la depreciación esperada del euro con respecto al dólar, que podría llevar a compensar, en parte, a un comercio internacional más debilitado por las medidas proteccionistas que vienen produciéndose. Una desaceleración mucho más suave del ritmo de crecimiento de la Eurozona prevista para 2019, de tan sólo dos décimas (hasta el 1,8%), con respecto a la observada en 2018, de medio punto, también debería contribuir a un crecimiento algo más generoso de las exportaciones españolas hacia los socios de la moneda única.

Las exportaciones están cayendo a un ritmo anualizado del 4% si atendemos a los datos del

segundo trimestre y apenas subieron un 2,2% interanual en el primer semestre, mientras que las importaciones avanzaron en dicho periodo un 2,4%. Si antes el consumo de los hogares (el cual representa más de la mitad del PIB) permitía compensar un enfriamiento coyuntural en el sector exterior, ahora el consumo privado se ve notablemente afectado por la subida de los precios del petróleo y de la electricidad, que han causado un repunte de la inflación a tasas por encima del 2%, lo que se traduce en una mayor presión sobre la renta disponible de las familias.

Con una previsión de inflación del 1,9% y del 1,7% para 2018 y 2019 respectivamente, **los hogares españoles seguirán perdiendo poder adquisitivo al caer sus salarios reales** y dificultando así que la demanda interna pueda compensar el enfriamiento de la demanda externa neta. El turismo, sector que cogió el testigo del sector de la construcción como motor de crecimiento y de empleo tras la crisis, se ha frenado en seco en los últimos meses, tanto por la desaceleración de la demanda europea como por la recuperación de otros destinos del Mediterráneo, como Turquía o Egipto. **El aumento de los precios y la mayor demanda de los turistas nacionales son insuficientes para lograr que los ingresos del sector sigan creciendo** al mismo ritmo que en años anteriores.

**La desaceleración en consumo de los hogares y exportaciones fue compensada parcialmente en el segundo trimestre por el avance del consumo público y, especialmente, de la inversión.**

**El consumo público, tras avanzar dos décimas su tasa de crecimiento intertrimestral y crecer a un ritmo anualizado del 2,8% prevemos que crezca en 2018 un 2,4%, avance de ocho décimas superior al de 2017.** Y en 2019, con la posibilidad de que confluyan elecciones municipales y autonómicas con las generales, el avance del consumo final de las Administraciones Públicas podría ser incluso superior al esperado para 2018.

**La inversión, por su parte, fue la agradable sorpresa del segundo trimestre, al avanzar a un ritmo anualizado del 10,4%,** fundamentalmente explicado por el fuerte impulso observado en la variable de bienes de equipo y, más concretamente, de material de transporte. Si bien la formación bruta de capital fijo no va a ser capaz de mantener ese crecimiento en trimestres venideros, en un contexto de desaceleración de exportaciones, creemos que el buen dato del

segundo trimestre podría llevar el crecimiento interanual a cifras similares o ligeramente superiores a las observadas en 2017, ligeramente superiores al 5% interanual.

En 2019 el vigor de la inversión volvería a ser ligeramente superior al de 2018 pero esta vez el empuje residiría más en el repunte de la inversión en construcción frente a maquinaria y bienes de equipo. Resta ver cómo se ven condicionadas las expectativas empresariales, tanto en lo que queda de año, como, fundamentalmente, de cara a 2019, teniendo en cuenta los siguientes factores: el clima actual de inestabilidad política caracterizado por un Gobierno en minoría; la ausencia de reformas estructurales desde hace años; la desaceleración del PIB; la guerra comercial abierta; el frenazo en la economía europea, el Brexit; la delicada situación política en Italia, y el final de la compra de bonos por parte del BCE proyectado para final de este año.

**La retirada de estímulos por parte del BCE encarecerá la financiación de la deuda española**, actualmente en el 98,8% del PIB, **circunstancia que supondría un nuevo freno al crecimiento de la economía y complicaría el ajuste presupuestario** que hasta ahora había venido apoyado por la rebaja del coste de los intereses. Aunque **prevemos tipos de interés para las operaciones principales de financiación al 0% durante todo 2019**, especialmente si se observa una mayor volatilidad, el fin de las compras netas de activos unido a episodios de inestabilidad en los mercados financieros podrían tensar los tipos a medio y largo plazo.

**En los próximos trimestres es crucial que la política fiscal ayude a la política monetaria, de forma que se evite cualquier señal distinta de la disciplina fiscal y el cumplimiento de los compromisos adquiridos con Bruselas.** Con la economía desacelerándose, el déficit estructural más alto de la Unión Europea, deuda pública en torno al 100% del PIB y con la necesidad de emitir el próximo año deuda pública por el equivalente al 20% del PIB en un entorno de mayor inestabilidad financiera internacional, es muy arriesgado abordar una política fiscal expansiva.

La buena noticia es que España saldrá del Protocolo de Déficit Excesivo a finales de 2018, aunque no cumpla con el objetivo del 2,2%, ya que el déficit público se situará por debajo del 3%, cerrando un procedimiento que se abrió en 2009. A partir del año próximo, entrará en una fase preventiva (Mecanismo Preventivo), que tiene por

objeto consolidar a medio plazo el saneamiento de las cuentas públicas. Y este cambio implicará que, a partir de ese momento, los avances de España se medirán a través de indicadores estructurales, que reflejan tendencias consolidadas de las cuentas públicas, independientemente de medidas puntuales o vaivenes coyunturales en la economía.

En definitiva, la preocupación de Bruselas ya no es el PIB o el déficit público nominal sino las medidas concretas de ajuste estructural que presente el presupuesto. A lo anterior se suma el buen dato de recaudación fiscal de los siete primeros meses del año. **Los ingresos tributarios crecieron a un ritmo interanual del 5%, subiendo en el mes de julio hasta el 8%. Aunque la desaceleración es un hecho**, fundamentalmente debido al menor crecimiento en Europa, la subida del precio del petróleo y la menor llegada de turistas por abaratamiento de costes de nuestros competidores en el Mediterráneo, **de momento ésta continúa siendo gradual. Y la prima de riesgo sigue en niveles bajos, significativamente por debajo del bono italiano y portugués.**

**Entre los principales riesgos para la economía española en los próximos meses 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 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, así como por las pérdidas de producción y empleo en otros sectores.

En un contexto cercano al pleno empleo, los aranceles impuestos por Trump difícilmente incrementarán la contratación en los sectores del acero o del aluminio dentro de EE UU. Todo lo contrario, perjudicarán la demanda y el empleo de

las empresas americanas 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 venía 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 condicionarán 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 2,4%. 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, 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.

Este cambio debería 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

No obstante, **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, con los tipos de interés en el rango del 1,75%-2%, 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.

**No obstante, el dato reciente de moderación de la inflación subyacente en Estados Unidos hasta el 2,2% conlleva cierta relajación en las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Ello debería**

**suponer un foco de incertidumbre global menos, por el momento.**

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. Como vienen insistiendo diversas instituciones internacionales, como el FMI, se hace necesario avanzar en la unión fiscal y bancaria en la Eurozona si se quiere dar estabilidad a la región ante shocks asimétricos de demanda o crisis financiera internacional.

**A todo lo anterior se debe añadir la complacencia y la ausencia de reformas en una economía necesitada de ellas y que el 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.

En definitiva, **la economía española modera su tasa de crecimiento, si bien ésta sigue siendo notablemente fuerte, y esperamos un crecimiento del PIB del 2,7% este año y del 2,4% en 2019.** Resistiendo la desaceleración mejor que sus socios de la Eurozona, sigue creciendo por encima de la media. Si el crecimiento potencial de la economía española se sitúa en una horquilla entre el 1% y el 1,5%, **una desaceleración del crecimiento del PIB hacia niveles próximos al 2% en los próximos años no debería ser motivo de preocupación. Sí debería preocupar la actual vulnerabilidad financiera de la economía española así como corregir importantes desequilibrios tales como los elevados niveles de déficit y deuda, la baja productividad o la alta tasa de desempleo.** Debería invitar al optimismo el hecho de que la economía española haya sido capaz de crecer generando empleo, manteniendo el superávit por cuenta corriente al tiempo que lograba el desapalancamiento de familias y empresas. En la capacidad de mantener ese modelo de crecimiento con menor endeudamiento público reside una de las claves para abordar con garantía el futuro.

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



**F**●**OCUS**

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

902 10 10 33

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

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