

La economía española: evolución reciente y previsiones para 2017

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

La economía española se encuentra en un punto de inflexión. Durante los dos últimos años, el crecimiento ha sobrepasado el 3%, por encima de la mayoría de las previsiones y en torno al doble de la media de la eurozona. Los pilares de la recuperación económica se mantendrán en 2017: las empresas se encuentran en mejores condiciones financieras y de competitividad, las familias disponen de una creciente capacidad para consumir y adquirir vivienda y el superávit de la balanza por cuenta corriente hace sostenible el mantenimiento de tasas de crecimiento superiores a las del resto de países europeos. Sin embargo, los vientos de cola que favorecieron la recuperación se han agotado, el entorno externo es más incierto y la política presupuestaria será moderadamente restrictiva, por lo que se prevé una desaceleración a lo largo del año. Este artículo repasa la evolución reciente y examina las perspectivas de la economía española, teniendo en cuenta sus fortalezas y debilidades.

La economía española en 2016

El crecimiento de la economía española en 2016, con información todavía incompleta para el cuarto trimestre del año, se puede estimar en un 3,3%, una décima porcentual más que en el año anterior. El resultado, el más elevado de entre las principales economías de la eurozona, ha superado las previsiones, que en septiembre de 2015 apuntaban a una desaceleración hasta el 2,8%.

El crecimiento mayor de lo previsto ha procedido fundamentalmente del buen comportamiento del sector exterior, que en lugar de restar varias décimas al crecimiento como se esperaba, ha realizado una aportación positiva al mismo (gráfico 2.2). Las exportaciones han evolucionado de forma favorable. Las de bienes crecieron en torno a un 3,5%, por encima del crecimiento del comercio mundial de mercancías, de modo que la economía española ha vuelto a ganar cuota de mercado sobre las exportaciones mundiales.

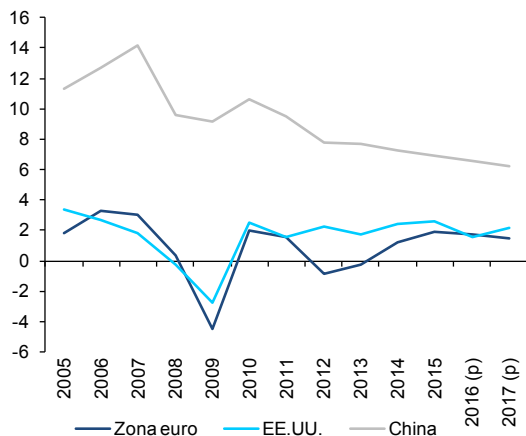
* Dirección de Coyuntura y Estadística de Funcas.

Gráfico 1

Economía mundial

1.1 - PIB

Variación trimestral anualizada en %



Nota: (p) previsiones

Fuente: FMI.

1.2 - PIB

Variación anual en %



Nota: (p) previsiones

Fuente: FMI.

Pero la sorpresa procedió fundamentalmente de las exportaciones de servicios turísticos. La llegada de visitantes extranjeros creció un 10%, la tasa más elevada de la serie histórica –que se inicia en 1995–. Sobre este resultado tan extraordinario han influido los atentados terroristas sufridos por varios países europeos y del Mediterráneo.

En el sector exterior el factor más destacado durante 2016 ha sido el reducido crecimiento de las importaciones, muy inferior al que cabría esperar de las elasticidades habituales respecto a la demanda nacional. Aunque todavía es pronto para extraer conclusiones, este comportamiento podría ser un indicio de que dicha elasticidad se está reduciendo, lo cual, en caso de confirmarse supondría un importante cambio estructural de la economía española.

No obstante, el factor más destacado ha sido el reducido crecimiento de las importaciones, muy

inferior al que cabría esperar de la aplicación de las elasticidades habituales con respecto a la demanda nacional. Todavía es pronto para extraer conclusiones al respecto, pero este comportamiento podría ser un indicio de que la elasticidad de las importaciones con respecto a la demanda se está reduciendo, lo cual, en caso de confirmarse, supondría un importante cambio estructural para la economía española. Este moderado crecimiento de las importaciones es el motivo fundamental de que la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB haya sido positiva en 2016 (gráfico 3.1).

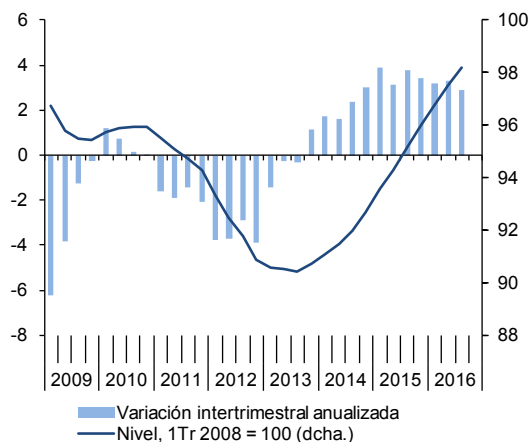
La demanda nacional aportó, según estimaciones preliminares, 2,9 puntos porcentuales al crecimiento. El consumo privado se aceleró ligeramente hasta aproximadamente el 3% (gráfico 2.3). El dinamismo del consumo ha vuelto a apoyarse, al igual que en el año anterior, sobre la recuperación del empleo, la ganancia de capacidad adquisitiva procedente de la caída del precio del petróleo, la reducción de la carga financiera derivada de un menor endeudamiento y del descenso de los tipos de interés, y la bajada de impuestos.

Gráfico 2

Economía española: PIB y sus componentes

2.1 - PIB

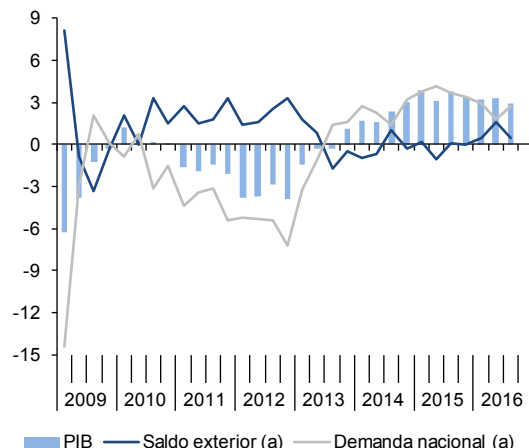
Variación en % y nivel



Fuente: INE.

2.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior

Variación trimestral anualizada en % y aportación en pp

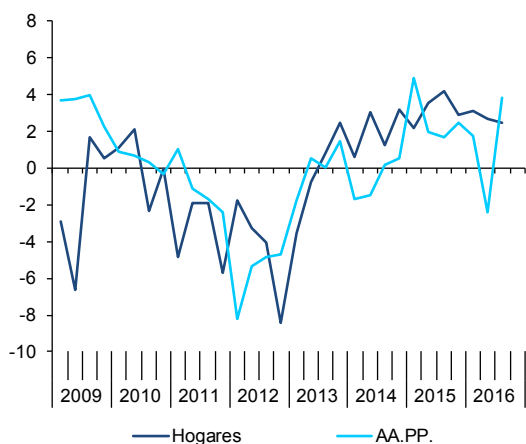


Nota: (a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales

Fuente: INE.

2.3 - Consumo

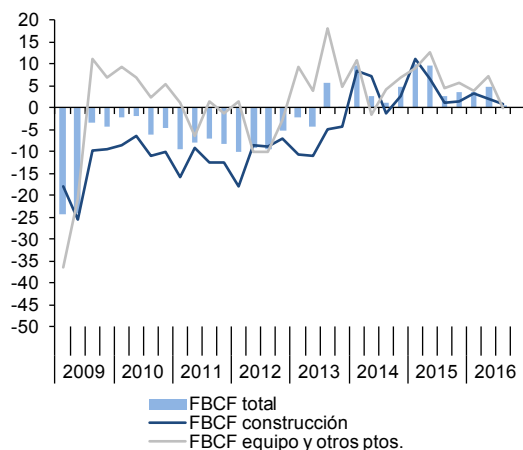
Variación trimestral anualizada en %



Fuente: INE.

2.4 - Formación bruta de capital fijo

Variación trimestral anualizada en %



Fuente: INE.

La inversión en bienes de equipo se ralentizó en 2016 con respecto al elevado ritmo de crecimiento registrado el año anterior (gráfico 2.4). Con todo, tras cuatro años consecutivos de ascensos, este es el único componente de la demanda nacional cuyo nivel ha superado el máximo histórico alcanzado antes de la crisis, tanto en términos reales como nominales. Su volumen representa el

10% del PIB, un porcentaje superior al observado en los años de expansión anteriores a la crisis. El crecimiento de este componente de la demanda se ha apoyado sobre la ganancia de competitividad en costes y la recuperación de la tasa de rentabilidad empresarial. Destaca la recuperación de esta última en el sector industrial, que, conforme a los resultados de la Central de Balances publicada

por el Banco de España, se situó en el conjunto de los tres primeros trimestres de 2016 en el 8,7%, el mayor nivel desde 2007.

La inversión en bienes de equipo es, tras cuatro años consecutivos de ascensos, el único componente de la demanda nacional cuyo nivel ha superado el máximo histórico alcanzado antes de la crisis, tanto en términos reales como nominales.

La inversión en construcción también sufrió una ralentización, procedente del componente no residencial, consecuencia de la contracción de la obra pública después de la expansión experimentada en 2015 debido al ciclo electoral. La inversión en construcción residencial, por el contrario, registró un avance algo superior al del año precedente.

El sector manufacturero moderó notablemente su ritmo de avance en 2016 con respecto al extraordinario resultado del año anterior, pese a lo cual ha sido el que más ha crecido junto con los servicios de mercado. La recuperación del VAB en

el sector de la construcción, apenas perceptible en 2015, ha ganado fuerza en 2016.

El crecimiento del empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, puede estimarse en un 2,9%, lo que representa un incremento de unos 495.000 empleos. El número de afiliados a la Seguridad Social, por su parte, aumentó un 3% —en media anual— que equivale a 513.000 nuevos afiliados.

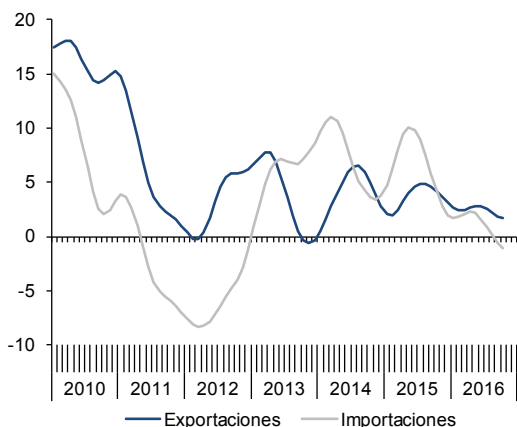
Según la *Encuesta de Población Activa*, el incremento medio del empleo en 2016 fue de 475.500 ocupados, algo menor de lo que indican las cifras de afiliación a la Seguridad Social o de Contabilidad Nacional. El número de desempleados se redujo en el promedio del año en 574.800, una cifra superior a la de nuevos empleos creados, debido a la reducción de la población activa. Como viene sucediendo desde 2010, este descenso de la población activa obedeció a la disminución de la población en edad de trabajar, aunque en 2016 también tuvo lugar una reducción de la tasa de actividad, que afectó a los jóvenes. La tasa de paro media anual se situó en el 19,6%. Siguiendo el patrón habitual de la economía española, la mayor

Gráfico 3

Sector exterior

3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)

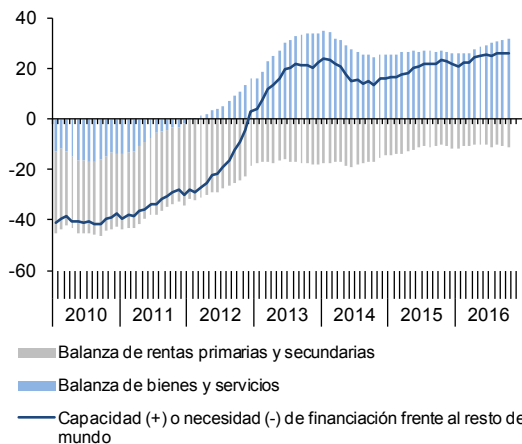
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía y Funcas.

3.2 - Balanza de pagos

Miles de mill. de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

parte del empleo asalariado creado en 2016 –el 56%– fue temporal (gráficos 4.1 y 4.2)

Las remuneraciones por asalariado crecieron algo menos que en el año anterior, un 0,2%, menos de lo pactado en la negociación colectiva (un 1,1%), pese a lo cual los salarios no registraron una pérdida de poder adquisitivo, ya que la tasa de inflación de los precios al consumo fue negativa. Este crecimiento de las remuneraciones salariales fue inferior al aumento de la productividad, de modo que los costes laborales unitarios registraron una ligera reducción, lo que significa que la economía española ha seguido ganando competitividad en costes (gráfico 5.1).

Según la Encuesta de Población Activa, el incremento medio del empleo durante 2016 fue de 475.500 ocupados y el número de desempleados se redujo en 574.800, de modo que la tasa de paro media anual se situó en el 19,6%.

La tasa de inflación media anual fue del -0,2%, en negativo por tercer año consecutivo, como con-

secuencia del descenso de precios de los productos energéticos, derivado, a su vez, de la caída del precio del petróleo. La tasa de inflación subyacente fue del 0,8%, mayor que el año anterior debido al impulso del consumo y a la ligera depreciación del euro. En los últimos meses del año se produjo un ascenso acusado de la tasa general de inflación, hasta el 1,6% en diciembre, debido al encarecimiento de los productos energéticos registrado en dicho periodo (gráfico 5.2).

La balanza de pagos por cuenta corriente registró hasta octubre un superávit de 15,6 miles de millones de euros, frente a 9,6 miles de millones contabilizados en el mismo periodo del año anterior. Se estima que al final de ejercicio el superávit ascendió al 1,8% del PIB (gráfico 3.2). La cuenta financiera hasta octubre, por el contrario, experimentó un empeoramiento en comparación con el mismo periodo del año anterior (gráfico 6.2).

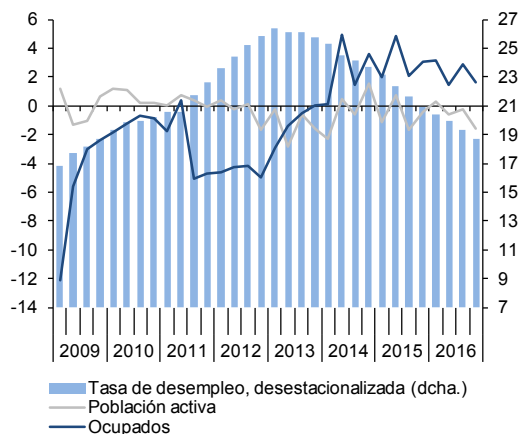
Las administraciones públicas –excluyendo las corporaciones locales– registraron hasta octubre un déficit de 29.900 millones de euros –sin ayudas a instituciones financieras–, un 2,68% del PIB, y 5.400 millones menos que en el mismo periodo

Gráfico 4

Mercado de trabajo

4.1 - Empleo y desempleo (EPA)

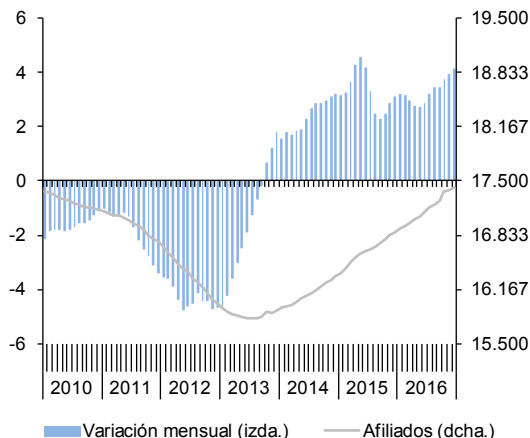
Var. trimestral anualiz. en %, series CVE, y porcentaje de la población activa



Fuentes: INE y Funcas.

4.2 - Afiliados a la Seguridad Social

Miles, cifras desestacionalizadas

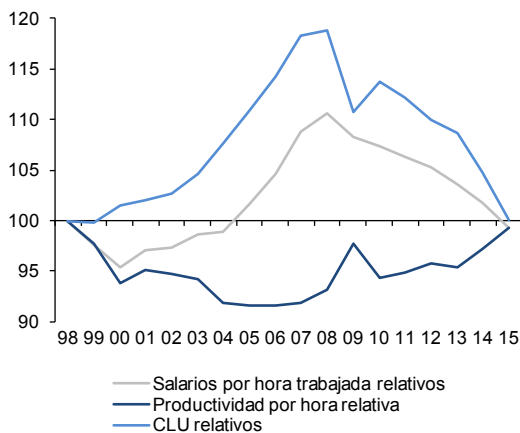


Fuentes: Ministerio de Empleo y Funcas.

Gráfico 5

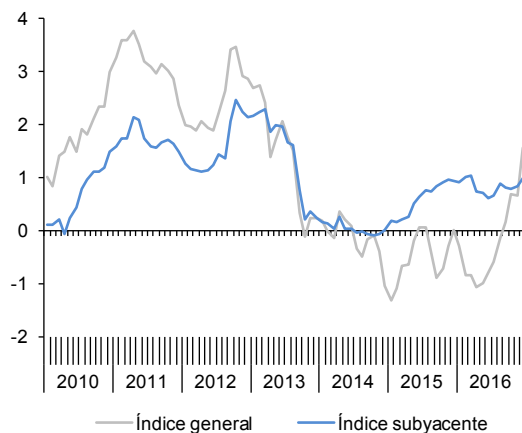
Precios y costes

5.1 - CLU relativos España/zona del euro en la industria Índices 1998=100



Fuentes: Eurostat y Funcas.

5.2 - Índice de precios de consumo Variación interanual en %



Fuente: INE.

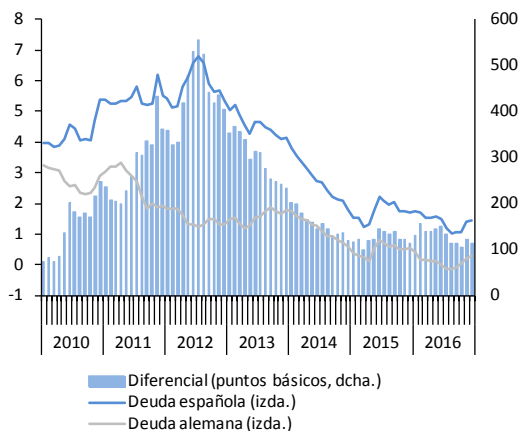
del año anterior. El objetivo para todo el año, y para el total de las administraciones públicas, se sitúa en el 4,6% del PIB, de modo que, pese a la estacionalidad negativa de los últimos meses del año, probablemente será cumplido, aunque hay que señalar que el objetivo inicial era el 2,8%, y en julio fue relajado por las autoridades comunitarias.

Destaca la positiva evolución del déficit de las comunidades autónomas, que hasta octubre ascendía al 0,3% del PIB, muy por debajo del objetivo del 0,7% establecido para todo el año. Esto obedece al incremento de sus ingresos derivado de la liquidación favorable del sistema de financiación correspondiente al año 2014, así como al

Gráfico 6

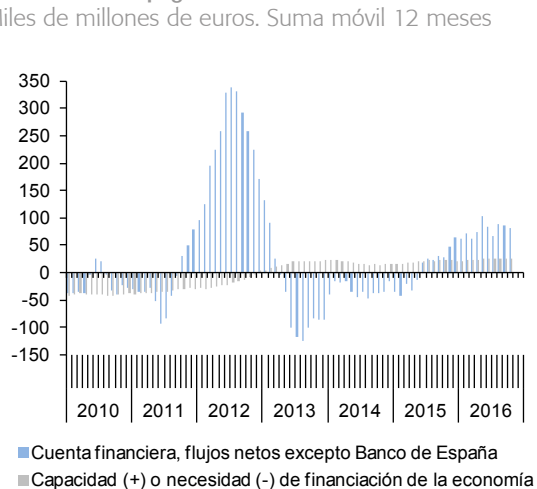
Indicadores financieros

6.1 - Rentabilidad bonos del Estado 10 años Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

6.2 - Balanza de pagos Miles de millones de euros. Suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

incremento de los pagos a cuenta correspondientes a 2016. También es destacable la recuperación de los ingresos por cotizaciones sociales de los fondos de la Seguridad Social, que hasta octubre crecían un 3,4%, cuando el año anterior su crecimiento apenas alcanzó el 1,8%. Por otra parte, la deuda pública al final del ejercicio se estima que ascendió a casi el 101% del PIB (gráfico 7.2).

La renta disponible bruta de los hogares creció hasta el tercer trimestre del año un 2,6% con respecto al mismo periodo del año anterior, gracias al incremento de las remuneraciones salariales –consecuencia, a su vez, del aumento del empleo– y gracias también a la reducción de los pagos por intereses de la deuda. Su ahorro fue, un año más, superior a la inversión, de modo que los hogares registraron en el mismo periodo un saldo financiero superavitario equivalente al 1,2% del PIB.

Dicho superávit fue destinado, al igual que en los años anteriores, en parte a la adquisición de activos financieros y en parte a la reducción de deuda, cuyo volumen se situaba en el tercer trimestre en el 103,5% de la renta disponible bruta, casi cuatro

puntos porcentuales menos que un año antes (gráfico 7.1).

También las sociedades no financieras presentaron capacidad de financiación, equivalente al 2,9% del PIB, superior al registrado en el mismo periodo del pasado año a pesar del aumento de la inversión. El endeudamiento empresarial descendió hasta el 102,3% del PIB en el tercer trimestre, cinco puntos porcentuales menos que un año antes. Es decir, la inversión se financió íntegramente con el excedente empresarial, en lugar de mediante endeudamiento.

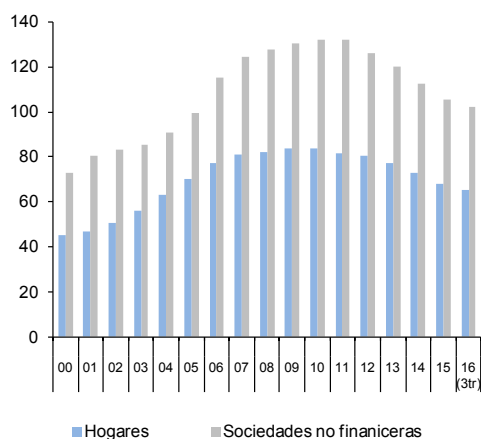
A diferencia de lo sucedido en la anterior etapa expansiva, el crecimiento más reciente no está siendo generador de desequilibrios, es decir, no se ha producido déficit exterior, ni aumento del endeudamiento privado, ni pérdida de competitividad en costes.

Los tipos de interés de la deuda soberana a 10 años descendieron en media anual hasta el

Gráfico 7

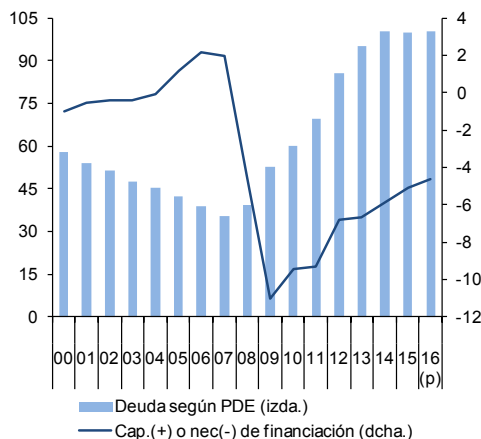
Endeudamiento y déficit

7.1 - Tasa de endeudamiento sector privado
Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España.

7.2 - Saldo (excluyendo ayudas a las entidades financieras) y deuda de las AA.PP.
Porcentaje del PIB



Nota: (p) Previsión

Fuentes: Banco de España y Fincas.

1,39%, frente al 1,74% registrado el año anterior, mientras que la prima de riesgo aumentó ligeramente hasta 125,5 puntos básicos. Durante los primeros meses del ejercicio, la rentabilidad de la deuda se movió al alza, coincidiendo con las tensiones sufridas en los mercados financieros internacionales, para descender posteriormente tras la decisión del Banco Central Europeo (BCE) de ampliar, tanto cuantitativa como cualitativamente, su programa de adquisición de activos financieros. Pero el triunfo de Trump en las elecciones norteamericanas provocó un notable incremento de los tipos a largo plazo de dicho país en anticipación a la política fiscal expansiva anunciada por el presidente electo, incremento que se trasladó a la deuda europea. La española cerró el ejercicio en torno al 1,35% (gráfico 6.1). Los tipos a corto plazo también se redujeron en 2016; concretamente, el euríbor a 3 meses descendió hasta una media anual de -0,26%.

En suma, el crecimiento del PIB en 2016 estuvo impulsado, en parte, al igual que en 2015, por una serie de factores extraordinarios, como la rebaja de impuestos, la caída del precio del petróleo y un nuevo descenso de los tipos de interés. A diferencia de lo sucedido en la etapa expansiva anterior a la crisis, ha sido un crecimiento no generador de desequilibrios, es decir, no se ha producido déficit exterior, ni un aumento del endeudamiento privado, ni una pérdida de competitividad en costes. Otro rasgo positivo es el importante papel que está desempeñando el sector industrial en esta recuperación. Resulta especialmente alentador el relativamente reducido avance de las importaciones en un contexto de vigorosa recuperación de la demanda interna. No obstante, un elemento de preocupación es el continuo ascenso del endeudamiento público, que se ha situado por encima del 100% del PIB. Finalmente, el crecimiento económico es muy intensivo en empleo, pero el patrón de elevada temporalidad, con unos efectos muy negativos en términos de productividad así como desde el punto de vista social, continúa siendo uno de

los rasgos predominantes del mercado laboral español.

Previsiones para 2017

Los pilares de la recuperación económica se mantendrán en 2017. Las empresas se encuentran en mejores condiciones financieras y de competitividad, lo que les permite aprovechar las oportunidades de inversión y exportación. En particular, el sector no financiero se ha desendeudado, además de disponer de excedentes de explotación relativamente elevados. Los costes laborales unitarios se han reducido con respecto a otros países como Alemania, cerrando la brecha que se había generado durante los años 2000-2007 (gráfico 5.1). El sector bancario, más saneado, está en condiciones de conceder créditos para alimentar el crecimiento y evitar la aparición de nuevas burbujas. Las familias, por su parte, disponen de una creciente capacidad para consumir y comprar vivienda, gracias a los ingresos provenientes del trabajo y al desendeudamiento que se ha producido en los últimos seis años.

Además, a finales de 2016, la balanza por cuenta corriente arrojaba un superávit sustancial, lo que hace sostenible el mantenimiento de tasas de crecimiento superiores a las del resto de países europeos. Esta situación favorable contrasta con fases anteriores de recuperación, limitadas por la situación de déficit en la cuenta corriente.

No obstante, se prevé una desaceleración durante el próximo año. En primer lugar, el entorno externo es más incierto. Se anticipa un crecimiento débil de los mercados de exportación. Y el riesgo es a la baja, dependiendo de las decisiones de política comercial del presidente electo de los EE.UU. (véase el recuadro). Por otra parte, el petróleo se ha encarecido y se pronostica que siga haciéndolo como consecuencia del reciente acuerdo alcanzado por los países de la OPEP. El precio medio del barril de Brent sería de 58 dólares en 2017, 15 dólares más que en 2016. El resultado es un deterioro significativo de

la relación de intercambio, un repunte de la inflación y una reducción del poder adquisitivo de los consumidores.

Las previsiones para 2017 apuntan a un crecimiento del PIB del 2,4%, un punto porcentual por encima de la eurozona. El empleo crecería así un 2% y la tasa de paro seguiría disminuyendo, aunque a menor ritmo, para alcanzar el 18,1% de media anual.

En segundo lugar, la política presupuestaria será moderadamente restrictiva, con el fin de cumplir con los objetivos de déficit público. Se prevé que la recaudación aumente en proporción del PIB, recorriendo el camino inverso a los dos últimos años. Las previsiones tienen en cuenta las medidas anunciadas de endurecimiento del impuesto de sociedades y de aumento de los impuestos especiales.

La política monetaria, por su parte, debería mantener su carácter ultraexpansivo, en consonancia con las decisiones del BCE de prolongar el programa de compra de títulos de deuda pública y corporativa (TLTRO II) y de tipos de intervención negativos. Sin embargo, la reducción del volumen del TRLTRO II, y sobre todo el repunte de la inflación, auguran una elevación gradual de los tipos de interés a largo plazo. Así pues, el rendimiento de la deuda pública a 10 años alcanzaría el 1,7% en 2017, tres décimas más que en 2016. La cotización del euro se mantendría a su nivel actual, en torno a 1,08 dólares.

Con todo, el PIB crecería un 2,4% en 2017, una décima más que en la anterior previsión y un punto porcentual por encima de la eurozona (gráficos 8.1 a 8.6 y cuadro 1). La desaceleración

proviene de la demanda interna, sobre todo del consumo privado. El consumo público también crecería algo menos que en 2016. Sin embargo la inversión seguiría una pauta contrastada: por una parte, se aceleraría la inversión en construcción, que se había desplomado por la crisis, y aprovechando la mejora de las condiciones el acceso al crédito; por otra parte, se desacelera la inversión en bienes de equipo. La aportación del sector exterior seguiría siendo ligeramente positiva, pese a la ralentización de las exportaciones, producto del débil contexto internacional y de un ligero aumento de la entrada de turistas, tras un año histórico.

La desaceleración tendrá un impacto en el mercado laboral en 2017. El empleo crecería un 2%, frente al 2,9% estimado para 2016. La tasa de paro seguiría disminuyendo, aunque a menor ritmo, para alcanzar el 18,1% de media anual.

Debido al encarecimiento del petróleo y la depreciación del euro frente al dólar, la inflación rozaría el 2%. Para los costes laborales unitarios se prevé una variación moderada, que permitirá mantener la competitividad en término de costes.

La balanza por cuenta corriente arrojará un sólido superávit, aunque en disminución por causa del aumento del precio de las importaciones. La deuda externa se reduce levemente, pero sigue representando un factor de vulnerabilidad.

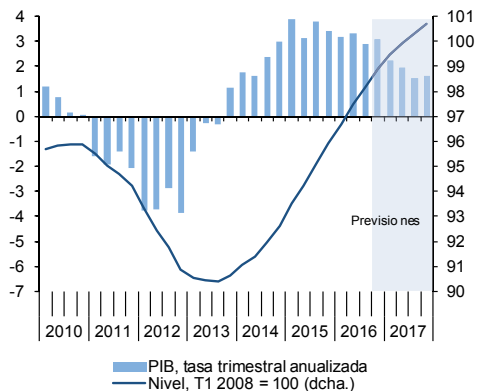
Por último, se espera que en 2016 el déficit de las administraciones públicas respete el objetivo fijado con las instancias europeas. Sin embargo, los ajustes no parecen suficientes para reducir el déficit hasta el objetivo del 3,1% del PIB en 2017. En la ausencia de nuevas medidas, y a la espera de la adopción de los Presupuestos Generales del Estado, se prevé una desviación de dos décimas para 2017.

Gráfico 8

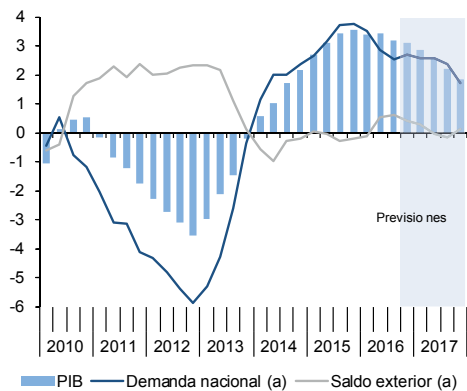
Previsiones Funcas para 2016-2017

Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario

8.1 - PIB

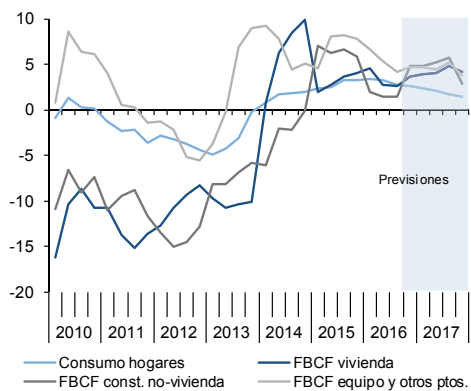


8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior

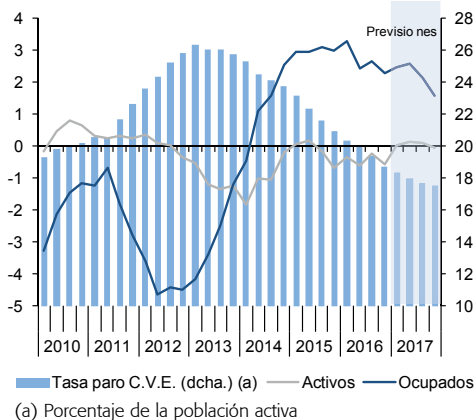


(a) Aportación al crecimiento del PIB en puntos porcentuales

8.3 - Agregados de la demanda nacional

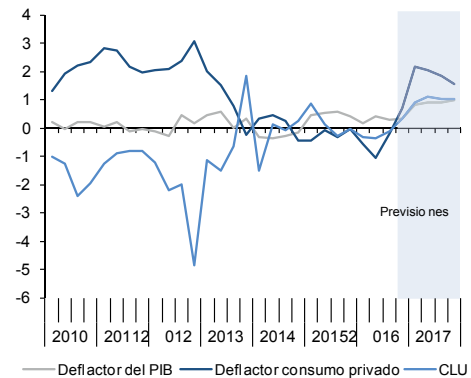


8.4 - Empleo y paro

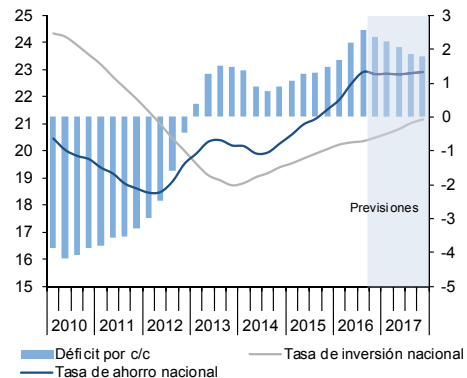


(a) Porcentaje de la población activa

8.5 - Inflación



8.6 - Ahorro, inversión y déficit c/c (% PIB., MM4)



Fuentes: INE y Funcas (previsiones).

Cuadro 1

Previsiones económicas para España, 2016-2017

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados		Previsiones Funcas			
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	2014	2015	2016	2017
1. PIB y agregados, precios constantes						
PIB, pm	3,8	-1,3	1,4	3,2	3,3	2,4
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-2,2	1,6	2,9	3,0	1,9
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,7	-0,3	2,0	1,2	1,1
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,4	3,8	6,0	4,0	4,5
Construcción	5,9	-10,7	1,2	4,9	2,9	4,5
Construcción residencial	7,8	-12,5	6,2	3,1	3,4	4,3
Construcción no residencial	4,2	-8,7	-2,6	6,4	2,4	4,6
Equipo y otros productos	7,5	-2,2	6,6	7,2	5,2	4,5
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	4,2	4,9	4,0	3,1
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	6,5	5,6	3,1	3,2
Demanda nacional (b)	4,5	-3,1	1,9	3,3	2,9	2,3
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	-0,5	-0,1	0,4	0,1
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	--	1.037,0	1.075,6	1.114,8	1.151,9
- % variación	7,4	-0,8	1,1	3,7	3,6	3,3
2. Inflación, empleo y paro						
Deflactor del PIB	3,5	0,5	-0,3	0,5	0,3	0,9
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,8	0,2	-0,2	-0,2	1,9
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,3	1,1	3,0	2,9	2,0
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,0	0,3	0,2	0,4	0,4
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,1	1,3	3,8	3,5	3,5
Excedente bruto de explotación	6,9	-0,3	0,1	2,7	3,9	2,6
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,3	0,0	0,4	0,2	1,4
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,3	-0,3	0,2	-0,1	1,0
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	24,4	22,1	19,6	18,1
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)						
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,8	20,4	21,4	22,3	22,3
- del cual, ahorro privado	18,6	23,0	23,9	24,0	24,7	23,4
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	19,4	20,1	20,5	21,2
- de la cual, inversión privada	23,0	19,2	17,2	17,6	18,2	18,9
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-3,3	1,0	1,3	1,8	1,1
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	1,5	2,0	2,3	1,7
- Sector privado	-2,8	5,9	7,5	7,1	7,1	5,0
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	-8,6	-6,0	-5,1	-4,8	-3,3
- Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	--	-7,9	-5,9	-5,1	-4,6	-3,3
Deuda pública bruta	52,2	67,1	100,4	99,8	100,5	100,9
4. Otras variables						
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,2	10,1	9,0	8,2	8,1	7,9
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,1	127,3	112,6	106,9	101,0	94,5
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	80,0	128,0	112,6	105,4	99,2	92,9
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,8	158,6	167,7	168,5	166,0	162,2
Euribor 12 meses (% anual)	3,7	1,9	0,5	0,2	0,0	0,0
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,7	2,7	1,7	1,4	1,7

Nota: (b) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

Fuentes: 1996-2015: INE y Banco de España; Previsiones 2016-2017: Funcas.

Recuadro -- El impacto económico de la elección de Donald Trump

Durante su campaña, el presidente electo prometió inversiones públicas en infraestructura y recortes de impuestos con el fin de mejorar la competitividad y reindustrializar el país. Se anticipa una reducción del impuesto sobre las rentas más altas y sobre las sociedades, cuya tasa, del 35% a nivel federal, es relativamente elevada. Se otorgarán ventajas fiscales a las empresas que repatrien su actividad y sus beneficios. Y se espera una reducción en el impuesto sobre las rentas más altas. Además, el candidato mantuvo un discurso de corte proteccionista: endurecimiento de la política comercial con respecto a países de bajo coste como China y México; incentivos para producir y exportar desde los EE.UU.; restricción de la entrada de extranjeros y expulsión de inmigrantes ya establecidos.

Este programa no está exento de ambigüedades, por ejemplo las iniciativas presupuestarias chocan con el objetivo de reducción de la deuda pública. Asimismo, parece difícil conciliar los recortes fiscales y sociales por una parte, y la prometida lucha contra las desigualdades por otra. Y la introducción de barreras arancelarias conllevaría medidas de retorsión, que lastarían las exportaciones.

Lo más probable es que, a corto plazo, las medidas de estímulo fiscal aumenten unas décimas el crecimiento económico de los EE.UU. Más allá, el impacto de las medidas de Trump es muy incierto. La deuda pública crecerá con toda seguridad, lo que provocará una reacción del Congreso, que pretende contener el endeudamiento. Se anticipa un repunte de la inflación, que provocará tensiones entre la política de estímulos de Trump y los objetivos de la Reserva Federal. Aumentarán los tipos de interés durante este año.

En cuanto al paro, que se sitúa en torno al 4,7%, le queda poco margen para disminuir. Las restricciones a la inmigración no van a ayudar. Los inmigrantes ocupan puestos de trabajo en sectores como los servicios a las personas, hostelería, restauración y comercio, para los cuales escasea la mano de obra local.

Por otra parte, se anticipan cambios importantes en las condiciones de acceso a la protección social. Prueba de ello, el cuestionamiento de la reforma sanitaria *Obamacare* y de los programas de asistencia a las familias con hijos. Queda por ver cómo reaccionará una opinión pública sensible al tema de las desigualdades.

El riesgo de sobrecalentamiento de la economía estadounidense es real. El encarecimiento del petróleo, la baja tasa de paro junto con las presiones salariales que han empezado a surgir, y las medidas de estímulo económico así como en materia de inmigración apuntan a un repunte de la inflación. Esta podría acercarse al 3%, nivel a partir del cual la Reserva Federal podría actuar con cierta contundencia, lo que acabará provocando nuevas turbulencias en los mercados internacionales.

En el ámbito internacional, queda por ver si las declaraciones del candidato Trump se moderan una vez en la presidencia. De lo contrario, se abriría un periodo de des-globalización. Lo más probable es que la mayoría de las medidas proteccionistas no se pongan en marcha y que el activismo político se centre en la política fiscal y la inmigración. Todo ello provocaría un aumento de tipos de interés en los EE.UU., mayores entradas de capital y una apreciación del dólar. Las economías de los países emergentes de América latina y Asia son las más vulnerables ante estos cambios. Las consecuencias para Europa serían relativamente limitadas.

Recuadro -- El impacto económico de la elección de Donald Trump *(continuación)*

Sin embargo, la economía europea y mundial se resentiría gravemente de la guerra comercial que provocaría la imposición de medidas proteccionistas.

En este contexto, conviene fortalecer la eurozona, debilitada por la situación del sistema

bancario italiano, el escaso crecimiento de la demanda interna, y la ausencia de una verdadera capacidad de acción a nivel europeo para hacer frente a posibles crisis. En España, un amplio consenso en torno a las pensiones, la financiación autonómica y las políticas de empleo sería especialmente útil en un entorno tan incierto.