

La economía española supera las expectativas, pero con un elevado endeudamiento

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

El comportamiento de la economía española está siendo mejor de lo esperado. Los últimos indicadores muestran la fortaleza de las exportaciones, como resultado de la recuperación de los mercados internacionales y de la favorable posición competitiva de las empresas españolas. Además, la desaceleración de la demanda nacional está siendo más suave que la inicialmente prevista. En conjunto, la economía española debería crecer un 3,2% en 2017 y un 2,8% en 2018. El principal factor de vulnerabilidad en esta fase de recuperación es el elevado endeudamiento público. Resulta crucial, por tanto, perseverar en el proceso de desapalancamiento antes de que el Banco Central Europeo normalice su política monetaria retirando sus excepcionales medidas de estímulo.

Entorno internacional

La economía mundial muestra síntomas de mejoría. Los Estados Unidos mantienen un crecimiento moderado, pese a algunas dudas que pesan sobre su sostenimiento, como el anuncio de medidas comerciales restrictivas. Por su parte, Japón sale de su largo periodo de letargo económico, fruto del *Abenomics*, una estrategia puesta en marcha por el primer ministro Shinzō Abe que combina estímulos monetarios y fiscales con reformas estructurales.

Las expectativas también han mejorado en Europa. Los índices de confianza de las empresas y de los consumidores han aumentado, lo que anuncia un repunte de la actividad en los próximos trimestres. Este resultado refleja en parte los efectos

de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE), con tipos de intervención negativos y compra de títulos de deuda pública y corporativa de hasta 60.000 millones de euros por mes. Los estímulos fiscales introducidos en varios países que disponían de margen presupuestario también han contribuido a la mejora general de la actividad, al igual que el leve abaratamiento del petróleo experimentado desde el inicio del año.

Por otra parte, algunos de los riesgos que habían surgido en los países emergentes se han atenuado. La transición de la economía china hacia un crecimiento asentado en la satisfacción de la demanda interna, y menos dependiente de las exportaciones de bienes industriales, ocurre de forma gradual. Los indicadores apuntan en la buena dirección en América Latina y parte de

* Funcas.

África, sobre todo en aquellos países que habían caído en recesión como Brasil y Nigeria.

Además, el comercio internacional, que se había estancado estos últimos años, se ha recuperado. Según la OCDE, los intercambios están progresando a un ritmo anual del 4,5%, prácticamente el doble que durante los dos últimos años. Esta evolución es especialmente importante para la economía española, cada vez más dependiente de las exportaciones.

Todo ello ha llevado a que el Fondo Monetario Internacional revise sus previsiones al alza. Según las últimas disponibles, correspondientes al mes de abril, el organismo internacional prevé un crecimiento del PIB mundial del 3,5% en 2017, cuatro décimas más que en 2016 y una décima más que en la anterior previsión, realizada en enero. Para 2018, los expertos pronostican un crecimiento del 3,6%, sin cambios con respecto a la estimación de enero. Se trata de una tasa que se acerca al promedio de crecimiento experimentado durante el periodo 1987-2007.

Pero a pesar de estas perspectivas más optimistas, persisten importantes zonas de riesgo. La arquitectura institucional de la eurozona no se ha completado, lo que reduce la capacidad de los países europeos, sobre todo de los más endeudados, para hacer frente a nuevas turbulencias. Asimismo, con la caída de varios bancos (más recientemente en España e Italia), han surgido dudas sobre la efectividad de los mecanismos europeos de supervisión del sistema financiero. Esta situación también muestra las dificultades para realizar la unión bancaria europea. Se espera que el BCE empiece a normalizar la política monetaria, lo que sin duda pondrá de manifiesto las debilidades de la eurozona.

Por otra parte, algunos países emergentes como Brasil y China han experimentado un incremento excesivo del crédito al sector privado que, en algunos casos, ha desembocado en burbujas inmobiliarias que amenazan con estallar. Además, han aparecido nuevos conflictos entre los países productores de petróleo, cuyo impacto en los mercados internacionales ha sido limitado hasta ahora.

Finalmente, se mantienen importantes riesgos políticos, entre ellos las incertidumbres respecto a la salida del Reino Unido de la Unión Europea y las amenazas proteccionistas que se han manifestado en tiempos recientes.

Evolución reciente de la economía española

El PIB creció un 0,8% en el primer trimestre de 2017, o un 3,3% en tasa anualizada —en adelante será en estos términos como se expresarán las tasas intertrimestrales—, lo que supone una aceleración con respecto al trimestre anterior. La tasa interanual fue del 3,0%. Este resultado está en línea con lo que se esperaba a la vista de los indicadores económicos del periodo, pero es superior a lo previsto en el momento en que se realizaron las anteriores previsiones, debido sobre todo a una aportación del sector exterior mayor de lo pronosticado.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento intertrimestral fue de 2,6 puntos porcentuales, mientras que la de la demanda exterior neta fue de 0,7 puntos porcentuales, en ambos casos por encima de las aportaciones observadas en el trimestre precedente.

El consumo privado moderó sensiblemente su ritmo de crecimiento en términos reales en comparación con el último trimestre de 2016, debido a la elevada inflación del periodo, aunque en términos nominales la tasa de crecimiento se mantuvo estable. En cualquier caso, este componente de la demanda ha experimentado, con altibajos, una trayectoria de desaceleración desde mediados de 2015, que se percibe claramente en los indicadores de consumo (gráficos 1.1 y 1.2). No obstante la información más reciente relativa al segundo trimestre apunta a que el agotamiento de esta variable podría haber tocado fondo, e incluso podría estar recuperando fuerza, lo cual sería resultado del elevado ritmo de creación de empleo.

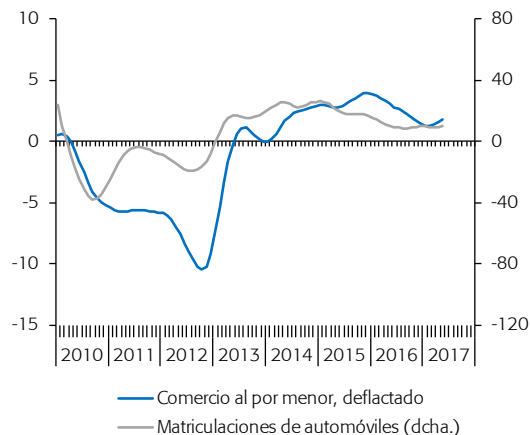
El consumo público, por su parte, se recuperó en el primer trimestre del descenso registrado el

Gráfico 1

Indicadores de consumo e inversión en bienes de equipo

1.1 - Indicadores de consumo (I)

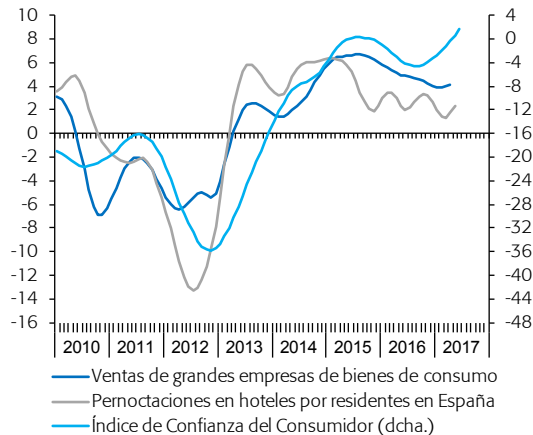
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía, INE, DGT y Funcas.

1.2 - Indicadores de consumo (II)

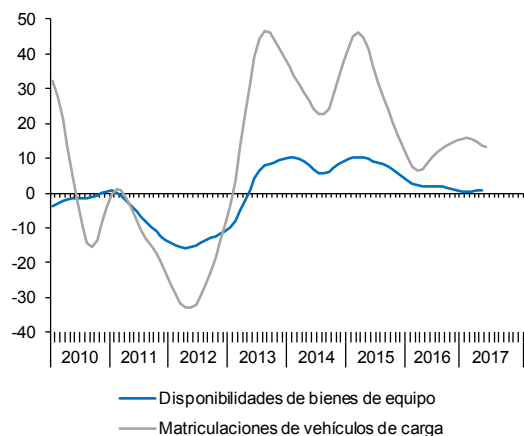
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) e índice, series suavizadas



Fuentes: Comisión Europea, INE, AEAT y Funcas.

1.3 - Indicadores de inversión en bienes de equipo (I)

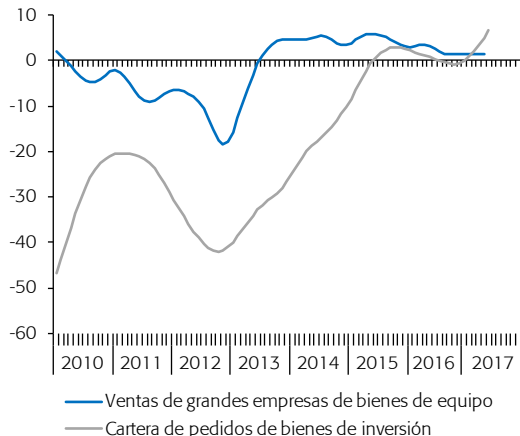
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuentes: Ministerio de Economía, Anfac y Funcas.

1.4 - Indicadores de inversión en bienes de equipo (II)

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



Fuentes: Ministerio de Industria, AEAT y Funcas.

trimestre anterior. Su ritmo tendencial de crecimiento es muy reducido; en términos interanuales y nominales, su crecimiento fue del 0,8%.

La inversión en bienes de equipo y productos de la propiedad intelectual registró un repunte muy notable, superior a lo esperado, que pudo ser consecuencia, al menos en parte, del traslado de planes de inversión desde el último trimestre

del pasado año, debido al cambio en la normativa del impuesto sobre sociedades en octubre, que elevó de forma inesperada los pagos a cuenta, obligando a las empresas a posponer gastos. También podría estar en parte reflejando la materialización de planes de inversión pospuestos a lo largo de todo 2016 debido a la incertidumbre política. En todo caso, los factores de fondo que justifican la fortaleza de esta variable son la recuperación de

la rentabilidad empresarial gracias a la ganancia de competitividad en costes, el saneamiento de los balances de las empresas y la fuerte expansión de las exportaciones. Los indicadores disponibles del segundo trimestre anuncian la continuación de su crecimiento, aunque a un ritmo menor al observado en el trimestre anterior (gráficos 1.3 y 1.4).

También la inversión en vivienda registró un ascenso considerable en el primer trimestre, consistente con la evolución de indicadores como el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector de la construcción o los visados de vivienda nueva (gráficos 2.5 y 2.6). La evolución de este último indicador anticipa la continuación de la fase expansiva de este componente de la demanda, impulsado por la creación de empleo y los bajos tipos de interés, así como por la escasez de viviendas que ya se observa en muchas áreas, y que se refleja en los ascensos de precios, tanto de la compraventa como del alquiler.

Las exportaciones totales crecieron a la tasa más elevada en diez años, debido al fuerte empuje tanto de las ventas de bienes como de servicios no turísticos. Las exportaciones turísticas también crecieron, pero a un ritmo más lento que las anteriores. Las importaciones de bienes crecieron, asimismo, de forma intensa, debido al fuerte ascenso de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo, variables con respecto a las

Los factores de fondo que justifican la fortaleza de la inversión en bienes de equipo son la recuperación de la rentabilidad empresarial, gracias a la ganancia de competitividad en costes, el saneamiento de los balances y la fuerte expansión de las exportaciones.

cuales presentan una elevada elasticidad. No obstante, el crecimiento de las exportaciones totales fue superior al de las importaciones en términos reales (gráfico 3.1), lo que dio lugar a la mencionada aportación positiva, y superior a lo esperado, del sector exterior al crecimiento del PIB. A precios corrientes, sin embargo, las importaciones crecie-

ron más que las exportaciones como consecuencia fundamentalmente del encarecimiento del petróleo (gráfico 3.1).

En suma, desde la perspectiva de la demanda, la aceleración del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2017 tuvo su origen en una mayor aportación de la demanda nacional, por la mayor inversión en construcción de vivienda y en bienes de equipo, así como en una mayor aportación del sector exterior, debido a la pujanza de las exportaciones de bienes y servicios no turísticos.

Desde la óptica de la oferta, la aceleración procedió de los sectores de construcción y de servicios. Cabe destacar que, dentro de estos últimos, el subsector de comercio y hostelería, es decir, el más ligado al turismo, sufrió un debilitamiento de su crecimiento según los resultados de la contabilidad nacional. No obstante, la llegada de turistas y el gasto turístico han seguido creciendo en los primeros cuatro meses del año a tasas incluso mayores a las ya históricas registradas en 2016, lo cual constituye otra de las sorpresas positivas de la economía al inicio de este ejercicio (gráfico 3.2). En general, los indicadores de actividad en el conjunto del sector servicios han presentado una tendencia de aceleración en el primer trimestre que se prolongaba al inicio del segundo (gráficos 2.3 y 2.4).

En cuanto al sector industrial, los indicadores han ofrecido, en el primer trimestre y al inicio del segundo, resultados mixtos (gráficos 2.1 y 2.2). Por una parte, el índice de producción industrial presentaba una evolución algo decepcionante, en línea con las ventas de grandes empresas industriales, aunque en buena parte era debido a las caídas registradas en el subsector energético. El índice solo de manufacturas evolucionó de forma algo más favorable que el índice total, a pesar de estar lastrado por la negativa evolución del sector de fabricación de automóviles. También ha sido más positivo el comportamiento del índice de cifra de negocios y del índice de gestores de compras (PMI).

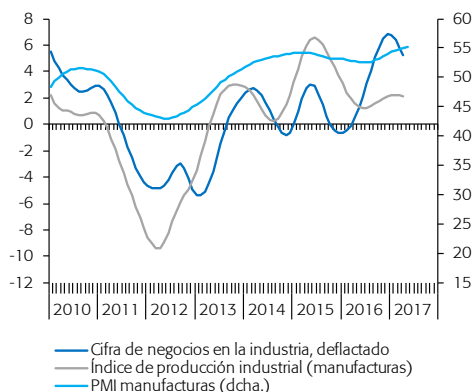
El número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aceleró su crecimiento hasta

Gráfico 2

Indicadores de actividad en la industria, servicios y construcción

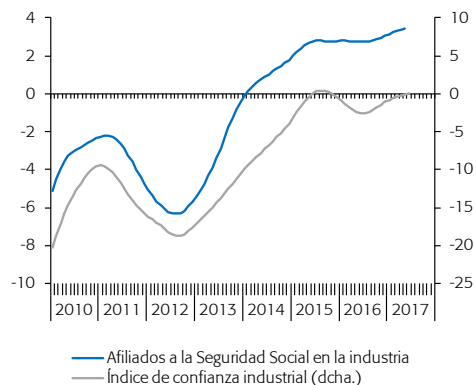
(Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) e índice, series suavizadas)

2.1 - Indicadores de actividad en la industria (I)



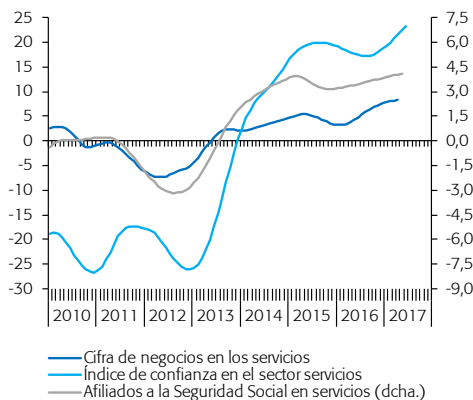
Fuentes: INE, Markit Economics Ltd y Funcas.

2.2 - Indicadores de actividad en la industria (II)



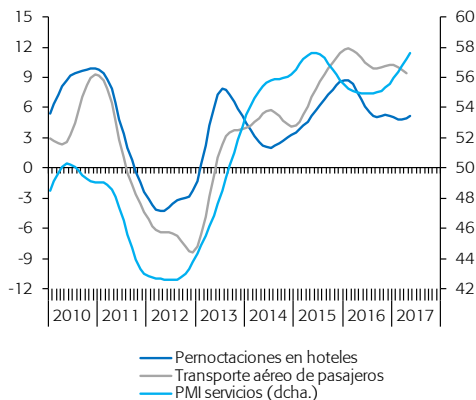
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo y Funcas.

2.3 - Agregados de la demanda nacional



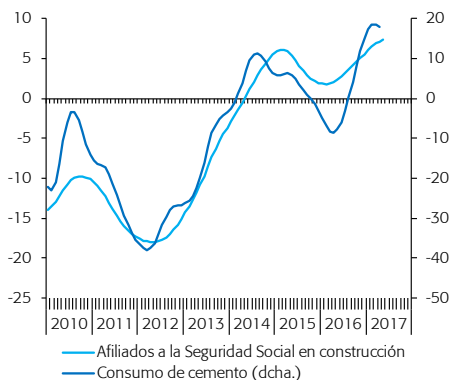
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo, INE y Funcas.

2.4 - Empleo y paro



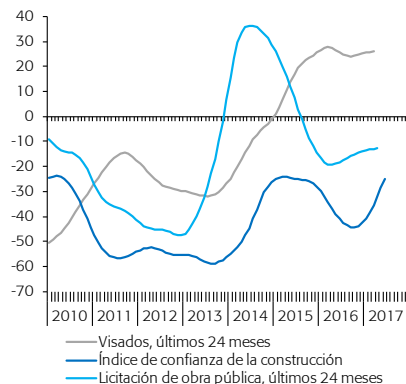
Fuentes: Comisión Europea, Ministerio de Empleo, INE y Funcas.

2.5 - Indicadores del sector de la construcción (I)



Fuentes: Ministerio de Empleo, OFICEMEN y Funcas.

2.6 - Indicadores del sector de la construcción (II)



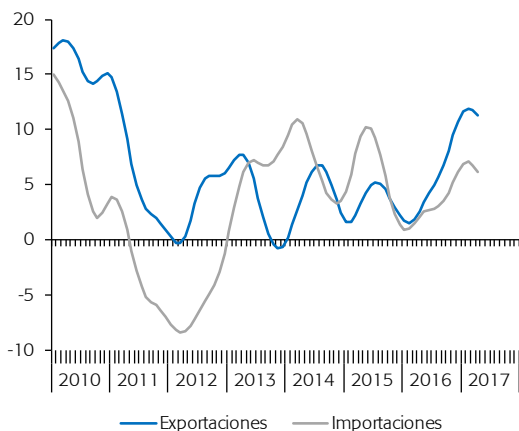
Fuentes: Ministerio de Fomento, SEOPAN, Comisión Europea y Funcas.

Gráfico 3

Sector exterior

3.1 - Exportaciones/Importaciones a precios constantes (Aduanas)

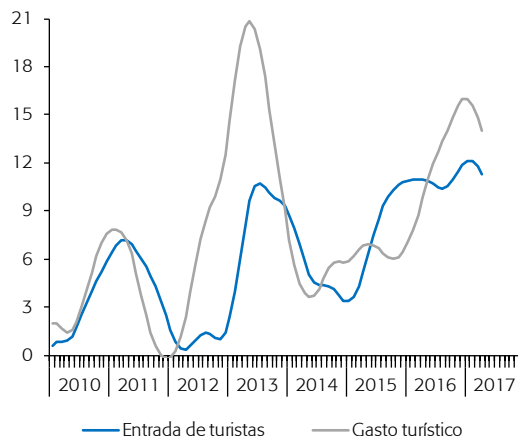
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: Ministerio de Economía.

3.2 - Turismo

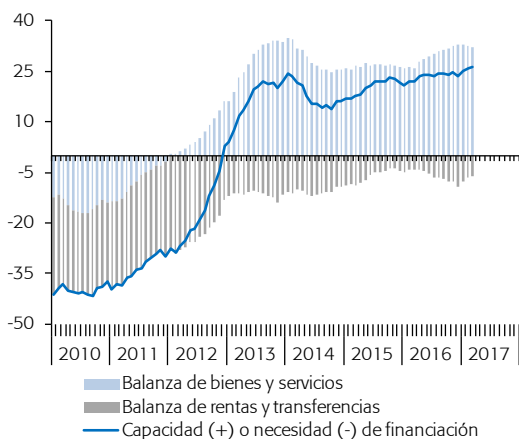
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3), series suavizadas



Fuente: INE.

3.3 - Balanza de pagos

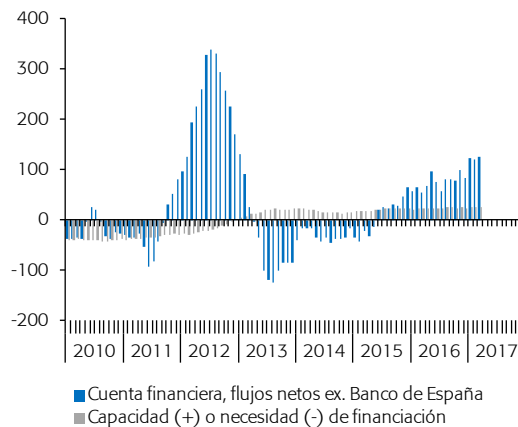
Miles de millones de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

3.4 - Balanza de pagos

Miles de millones de euros, suma móvil 12 meses



Fuente: Banco de España.

una tasa del 2,7%, lo que supone un aumento de la productividad del 0,6%, aunque en la industria manufacturera el ascenso de la productividad fue del 0,1%. Se observa en este último sector una tendencia a la ralentización en el ritmo de crecimiento de esta variable, lo que ha dado lugar a que sus costes laborales unitarios hayan comenzado a ascender, si bien, en tendencia, dicho aumento es por ahora inferior al del deflactor del sector.

Según la *Encuesta de Población Activa* (EPA), el desempleo siguió reduciéndose en el primer trimestre al mismo ritmo intenso del pasado año. La tasa de paro se elevó dos décimas porcentuales hasta el 18,8%, pero corregida de estacionalidad se redujo hasta el 18,1%. La población activa continuó presentando una tendencia descendente debido a motivos demográficos. La tasa de actividad también se mueve a la baja, debido a la

reducción de la misma en la población joven y hasta los 34 años. Por encima de dicha edad, la tasa de actividad está ascendiendo (gráficos 4.1 y 4.2).

Con respecto al segundo trimestre, las cifras de afiliación a la Seguridad Social señalan una aceleración en el ritmo de crecimiento del empleo, que procede concretamente del sector de servicios de mercado. El aumento del empleo en la construc-

ción se habría ralentizado desde la elevada tasa registrada el trimestre anterior, y en la industria el ritmo ha sido muy semejante al del primer trimestre. Asimismo, se aceleró el descenso del desempleo (gráficos 4.3 y 4.4).

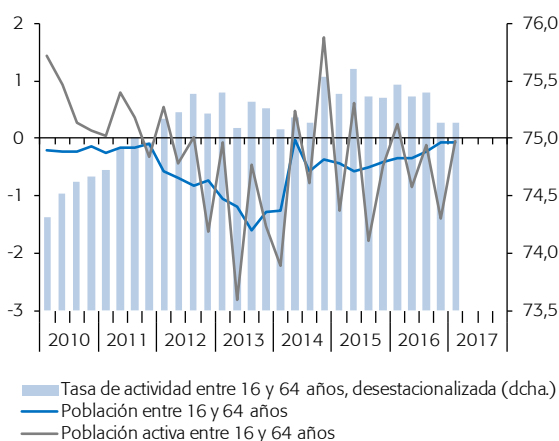
Conforme a estos datos de empleo, junto a los de otros indicadores económicos, el crecimiento del PIB podría haberse acelerado nue-

Gráfico 4

Mercado de trabajo

4.1 - Oferta de empleo

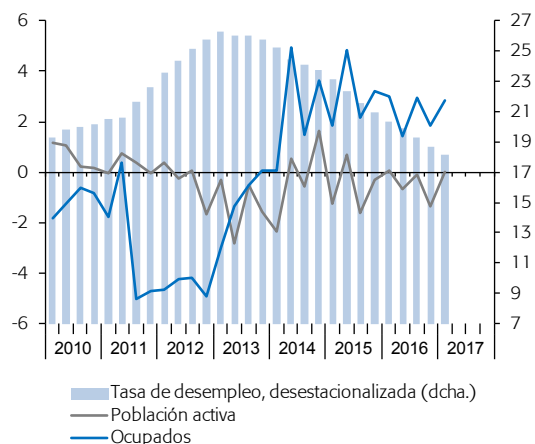
Variación trimestral en % y porcentaje de la población entre 16 y 64 años



Fuente: INE (EPA).

4.2 - Empleo y desempleo (EPA)

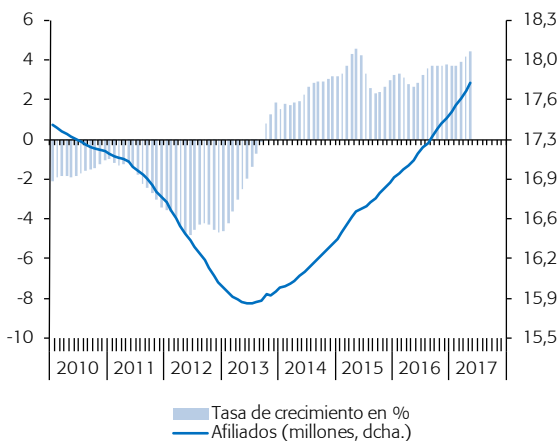
Variación trimestral en % y porcentaje de la población en edad de trabajar



Fuente: INE (EPA).

4.3 - Afiliados a la Seguridad Social

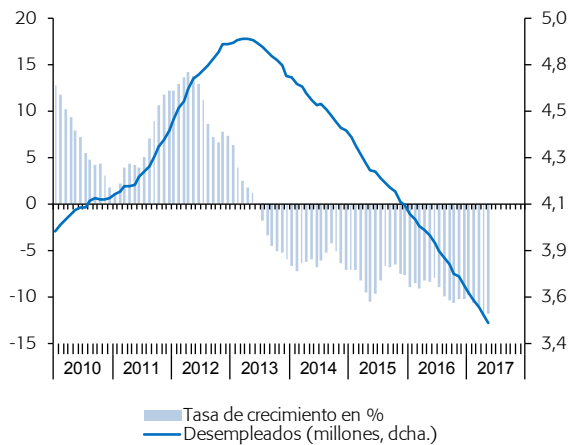
Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) y millones, series desestacionalizadas



Fuente: Ministerio de Empleo y Funcas.

4.4 - Desempleo registrado

Variación trimestral móvil anualizada en % (T 3/3) y millones, series desestacionalizadas



Fuente: Ministerio de Empleo y Funcas.

vamente en el segundo trimestre hasta una tasa cercana al 4% en términos anualizados. Resultado que, al igual que el obtenido en el primer trimestre, supera ampliamente las expectativas vigentes en los primeros meses del año, que apuntaban a una tendencia de desaceleración debido al agotamiento del efecto de algunos factores que habían impulsado la economía los dos últimos años. Pero el fuerte avance de la inversión, así como de las exportaciones, fruto de la mejoría del contexto externo, han proporcionado un nuevo e inesperado impulso, que se traduce en un mayor crecimiento de la actividad económica, del empleo y del consumo, haciendo que la economía, que se había desacelerado en la segunda mitad de 2016, vuelva a ganar fuerza.

La tasa de inflación se elevó al inicio del año hasta el 3% debido a factores transitorios, concretamente, a un efecto escalón en los precios de los combustibles, por las subidas que experimentó el precio del petróleo en el segundo semestre de 2016, así como un repunte de carácter puntual en el precio de la electricidad y de algunos productos agrícolas por las condiciones meteorológicas. Dichos efectos se revirtieron en los meses posteriores, de modo que la tasa de inflación de junio cayó hasta el 1,5%. La tasa subyacente se ha movido en torno al 1% (gráficos 5.1 y 5.2).

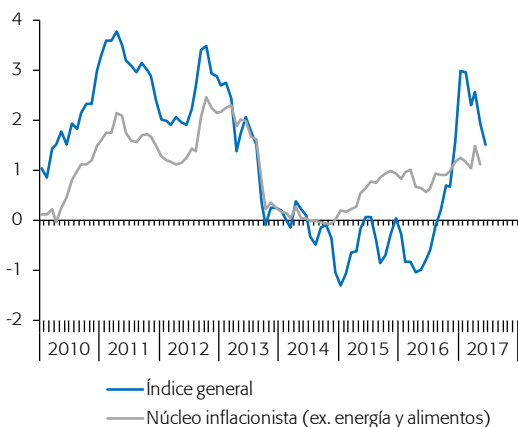
La balanza comercial registró hasta marzo un superávit sensiblemente inferior al observado en el mismo periodo del pasado año, debido a que las importaciones nominales crecieron más que las exportaciones, a causa fundamentalmente del encarecimiento del petróleo. Según los datos de Aduanas, el saldo comercial de bienes no energéticos mejoró en comparación con el ejercicio pasado. El empeoramiento de la balanza comercial no fue compensado por la reducción del déficit de la balanza de rentas primarias y secundarias, de modo que la balanza por cuenta corriente exhibió en el mencionado período un déficit de 857 millones de euros, frente al déficit de 508 millones registrado en el mismo periodo de 2016.

La tasa de ahorro de los hogares se ha movido a la baja desde el inicio de la recuperación. En 2016 se situó en el 7,7% de la renta disponible bruta. Al mismo tiempo, su inversión ha aumentado a lo largo de estos años, de modo que la capacidad de financiación de los hogares descendió en 2016 hasta el 1,9% del PIB, frente al 4% obtenido en 2013. Las sociedades no financieras, por el contrario, elevaron su tasa de ahorro, aunque también su inversión, de modo que en 2016 volvieron a presentar un excedente financiero del 2,8% del PIB (gráficos 7.1 y 7.2).

Gráfico 5

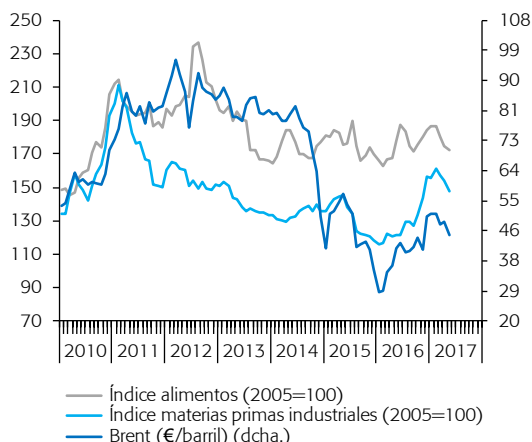
Indicadores de precios

5.1 - Índice de precios de consumo
Variación interanual en porcentaje



Fuente: INE.

5.2 - Precios materias primas en euros
Euros e índice



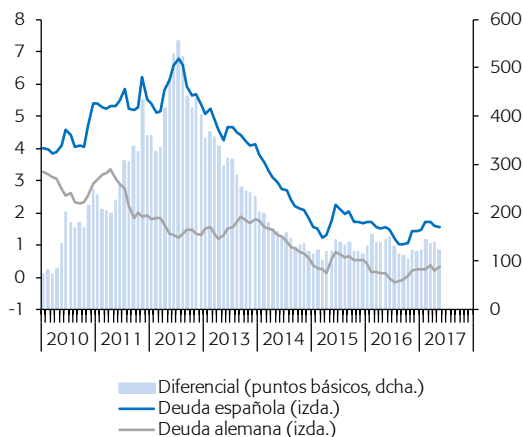
Fuentes: Ministerio de Economía y The Economist.

Gráfico 6

Indicadores financieros

6.1 - Rentabilidad Bonos del Estado 10 años

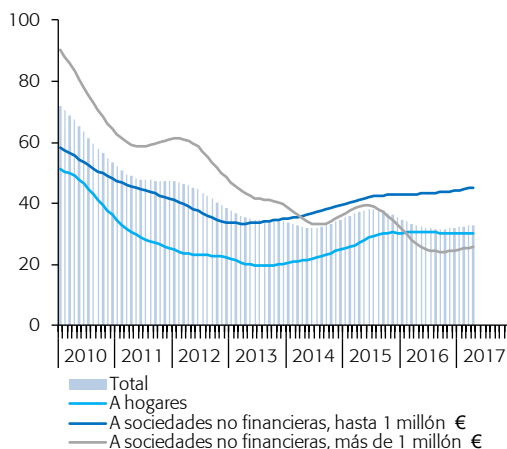
Porcentaje y puntos porcentuales



Fuentes: BCE y Banco de España.

6.2 - Crédito nuevo

Índice 2007=100, series desestacionalizadas y suavizadas



Fuentes: Banco de España.

El proceso de desapalancamiento de hogares y empresas continuó en 2016 aunque a un ritmo más lento que en los años anteriores (aún no existen datos para el primer trimestre de 2017). La de los primeros se redujo hasta el 102,5% de la renta disponible bruta, 32 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en 2007, mientras que la de las sociedades no financieras se situó en el 101,7%, 31 puntos porcentuales por debajo del máximo de 2011 (gráfico 7.4). Gracias a la reducción del volumen de deuda y a la caída de los tipos de interés, la carga que supone el pago de la misma ha seguido disminuyendo, contribuyendo a impulsar el consumo y la inversión. De hecho, el descenso experimentado en los últimos años por los pagos por intereses ha sido de tal magnitud, que en 2016 fueron, tanto en el caso de los hogares como de las empresas, inferiores incluso a los realizados en el año 2000, al inicio de la fase expansiva anterior, cuando las tasas de endeudamiento eran muy inferiores a las actuales.

No obstante, en el caso de los hogares, los intereses cobrados por los activos financieros también han descendido, y en 2016 su caída fue mayor incluso que la experimentada por los pagos, de modo que el efecto neto de las bajadas de tipos de interés sobre la renta disponible del conjunto

de los hogares ha sido negativo en dicho año. Pese a ello, el impacto final sobre el consumo probablemente fue positivo, ya que la tasa de ahorro de los hogares endeudados es inferior a la de los hogares con activos.

El crecimiento del PIB podría haberse acelerado nuevamente en el segundo trimestre de 2017 hasta una tasa cercana al 4% en términos anualizados. El fuerte avance de la inversión, así como de las exportaciones, han proporcionado un nuevo e inesperado impulso que se traduce en un mayor crecimiento de la actividad económica, del empleo y del consumo.

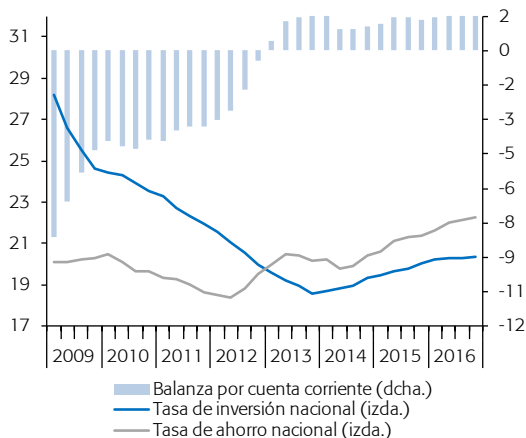
El déficit presupuestario de las administraciones públicas en el primer trimestre de 2017 se redujo hasta 4.287 millones de euros, un 0,37% del PIB, frente a 7.875 millones registrados en el mismo periodo del pasado año (gráfico 7.3). La mejora obedeció a la positiva evolución de los ingresos, mientras que los gastos se incrementaron ligeramente. Entre los primeros, destaca el favorable comportamiento de la recaudación por IVA y de las cotizaciones sociales, aunque los datos

Gráfico 7

Desequilibrios financieros

7.1 - Ahorro nacional, inversión nacional y balanza de pagos por cuenta corriente

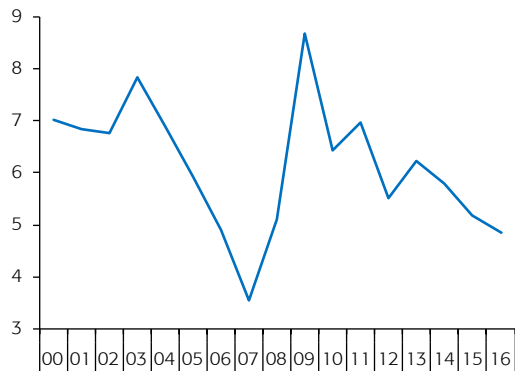
Porcentaje del PIB, medias móviles de 4 trimestres



Fuente: INE.

7.2 - Tasa de ahorro de los hogares

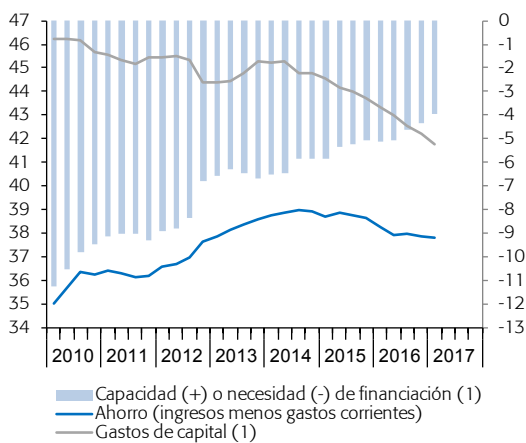
Porcentaje del PIB



Fuente: INE.

7.3 - Déficit público. Total AA.PP.

Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres

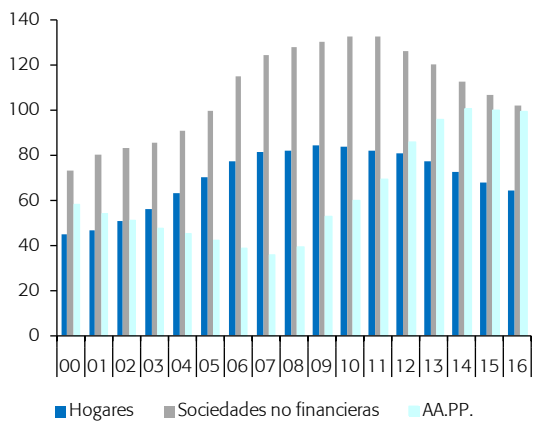


Nota: (1) Excluidas ayudas a instituciones financieras.

Fuente: INE.

7.4 - Deuda Bruta

Porcentaje del PIB



Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras).

de los primeros meses del año son muy volátiles y poco representativos. Por sectores, el descenso del déficit procedió de la Administración Central y las corporaciones locales, que compensaron el deterioro del resultado presentado por las comunidades autónomas y los fondos de la Seguridad Social. En el caso de estos últimos, el empeoramiento se debió a la reducción de las transferencias procedentes del Estado, ya que las cotizaciones

sociales crecieron más que el gasto en prestaciones sociales.

Previsiones 2017-2018

Para el conjunto del año, se prevé un crecimiento del PIB del 3,2%, cuatro décimas porcentuales más que en la anterior previsión. Esta

Cuadro 1

Previsiones económicas para España, 2017-2018

(Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	Datos observados				Previsiones Funcas		Variación de las prev. (a)	
	Media 1996-2007	Media 2008-2013	2014-2016	2015	2017	2018	2017	2018
1. PIB y agregados, precios constantes								
PIB, pm	3,8	-1,3	2,6	3,2	3,2	2,8	0,4	0,3
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-2,2	2,6	3,2	2,5	2,4	0,1	0,3
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,2	0,1
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,4	4,3	3,1	4,8	5,2	0,8	1,3
Construcción	5,9	-10,7	2,7	1,9	4,5	5,1	0,5	1,1
Construcción residencial	7,8	-12,5	4,3	3,7	6,7	6,6	1,6	1,9
Construcción no residencial	4,2	-8,7	1,4	0,4	2,5	3,6	-0,5	0,3
Equipo y otros productos	7,5	-2,2	6,0	4,3	5,2	5,3	1,1	1,4
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	4,5	4,4	6,4	5,5	1,6	0,8
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	5,1	3,3	4,7	5,0	1,2	0,9
Demanda nacional (b)	4,5	-3,1	2,7	2,8	2,5	2,5	0,2	0,3
Saldo exterior (b)	-0,7	1,8	-0,1	0,5	0,7	0,3	0,2	0,0
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	--	--	1.113,9	1.166,2	1.216,6	--	--
- % variación	7,4	-0,8	2,8	3,6	4,7	4,3	0,3	0,3
2. Inflación, empleo y paro								
Deflactor del PIB	3,5	0,5	0,2	0,3	1,5	1,5	0,0	0,1
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,8	-0,1	-0,2	2,1	1,3	0,0	0,0
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,3	2,3	2,9	2,8	2,4	0,4	0,4
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,0	0,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	-0,1
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,1	2,7	3,1	4,4	3,9	0,2	0,2
Excedente bruto de explotación	6,9	-0,3	2,4	4,4	4,5	4,4	0,6	0,6
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,3	0,1	0,0	1,4	1,4	-0,2	-0,2
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,3	-0,2	-0,4	1,1	1,0	-0,1	-0,1
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	22,0	19,6	17,1	14,6	-0,4	-1,2
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)								
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,8	21,4	22,3	22,9	23,5	0,1	0,3
- del cual, ahorro privado	18,6	23,0	24,1	24,4	24,0	23,5	0,1	0,0
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	20,0	20,4	20,7	21,4	0,0	0,3
- de la cual, inversión privada	23,0	19,2	17,8	18,5	18,8	19,4	0,0	0,2
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-3,3	1,4	1,9	2,2	2,1	0,1	0,0
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	1,8	2,0	2,5	2,5	-0,2	0,0
- Sector privado	-2,8	5,9	7,1	6,6	5,8	4,7	-0,2	-0,3
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	-8,6	-5,2	-4,5	-3,2	-2,2	0,1	0,3
-Déficit AA.PP. exc. ayudas a ent. financieras	--	-7,9	-5,1	-4,3	-3,2	-2,2	0,1	0,3
Deuda pública según PDE	52,2	67,2	99,9	99,4	98,1	96,1	-0,3	-1,0
4. Otras variables								
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,2	10,1	8,3	7,7	7,4	7,2	-0,1	-0,6
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	82,1	127,3	107,3	102,5	98,6	96,7	0,6	2,8
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	80,0	128,0	107,0	101,7	95,9	91,5	-0,3	-0,4
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,8	158,6	168,1	167,5	159,7	156,3	-0,2	-0,8
Euríbor 12 meses (% anual)	3,7	1,9	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,0	4,7	1,9	1,4	1,6	1,9	-0,2	-0,3

Nota: (a) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las anteriores. (b) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

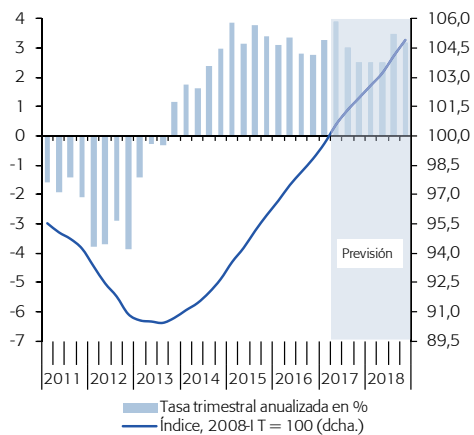
Fuentes: 1996-2016: INE y Banco de España; Previsiones 2017-2018: Funcas.

Gráfico 8

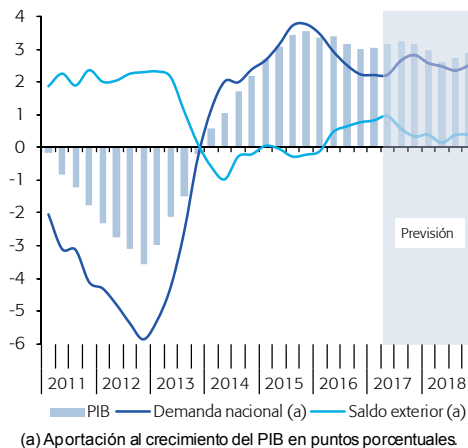
Previsiones para la economía española 2017-2018

(Variación interanual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

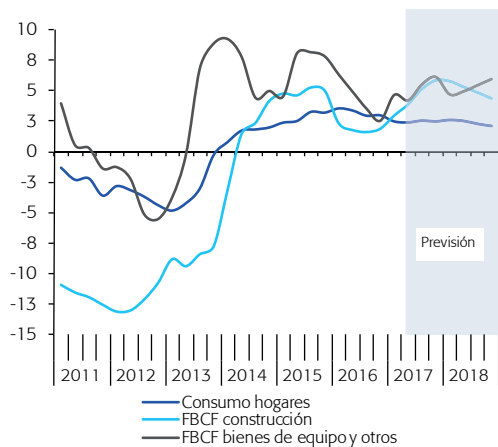
8.1 - PIB



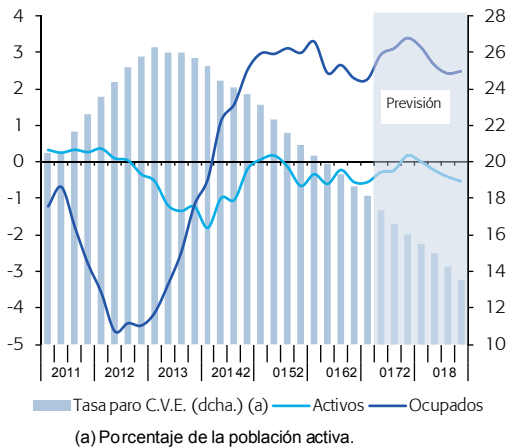
8.2 - PIB, demanda nacional y saldo exterior



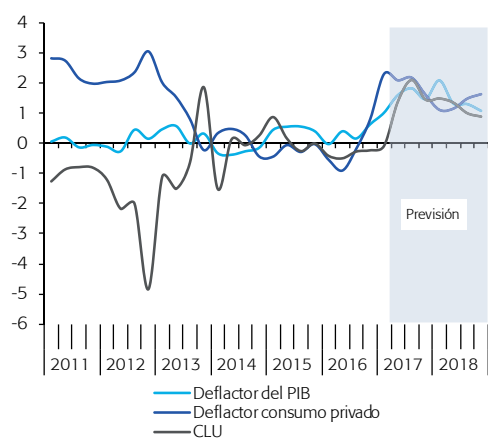
8.3 - Agregados de la demanda nacional



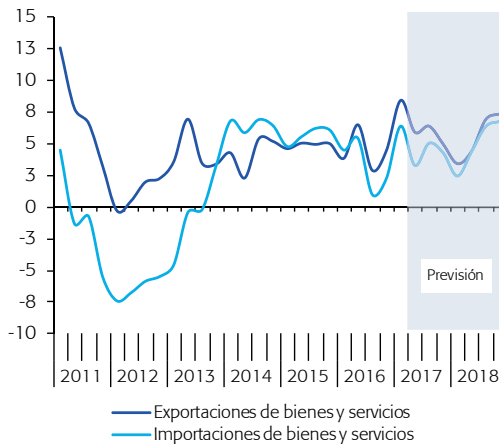
8.4 - Empleo y paro



8.5 - Inflación



8.6 - Comercio exterior



Fuente: INE (CNTR) y Funcas (previsiones).

revisión significativa refleja un comportamiento del sector exterior más dinámico de lo esperado. Las exportaciones de bienes aceleran su crecimiento, aprovechando la recuperación de los mercados mundiales y el posicionamiento competitivo favorable de las empresas españolas. Además, se anticipa una buena temporada turística, tanto en flujo de entradas como en gasto por turista. La exportación de servicios no turísticos también debería mantener una senda positiva. Se pronostica una aceleración de las importaciones, más en línea con lo que cabría esperar teniendo en cuenta la evolución de la demanda. Con todo, la aportación al crecimiento del sector exterior alcanzaría 0,7 puntos, es decir dos décimas más que en la anterior previsión (cuadro 1 y gráficos 8.1 y 8.2).

El empleo aumentará un 2,9% en 2017 y un 2,4% en 2018, lo que dejará la tasa de paro en este último año por debajo del 15% de la población activa.

Por otra parte, la desaceleración de la demanda nacional en 2017 será menos acusada de lo inicialmente previsto y su aportación al crecimiento del PIB será de 2,5 puntos porcentuales. El consumo privado se incrementará algo más de lo anteriormente previsto. Esta revisión se debe al impacto de la mayor creación de empleo sobre la renta disponible de los hogares y a la reducción de la tasa de ahorro. La formación bruta de capital fijo intensificará su crecimiento. Los hogares, que disponen de más ingresos, se han animado a invertir en vivienda aprovechando el abaratamiento del crédito. Las empresas también se están decantando por invertir sus excedentes en la compra de bienes de equipo y en la modernización de sus capacidades de producción (gráfico 8.3).

Se mantiene la previsión de un repunte de la inflación, que se situará en torno al 2% en 2017, como consecuencia del alza del precio del petróleo con respecto al año anterior. El deflactor del PIB, por su parte, experimentaría un aumento algo inferior, en torno al 1,5% (gráfico 8.5). Así pues, se anticipa una inflación subyacente moderada.

El empleo aumentará un 2,9%, medio punto más que en la anterior previsión, y la tasa de paro disminuirá hasta una media anual del 17% (gráfico 8.4). Una parte del repunte de la inflación se trasladará a los salarios, que se incrementarán un 1,4%.

En 2018, se anticipa una desaceleración del crecimiento del PIB hasta el 2,8% debido a la reducción de la aportación del sector externo. Se estima que las exportaciones de bienes y servicios seguirán ganando cuota de mercado, pero a un ritmo más moderado que durante los primeros años de la recuperación. Además, las importaciones deberían recuperar un crecimiento en consonancia con la evolución de la demanda (lo que supone una elasticidad próxima a 2). La aportación de la demanda nacional al crecimiento será semejante a la esperada para 2017, con una ligera ralentización del consumo privado en términos reales –que será más acusada en términos nominales– como consecuencia del menor ascenso del empleo. El consumo público también puede reducir ligeramente su ritmo de crecimiento, mientras que la inversión se acelerará. El empleo moderará su crecimiento hasta un 2,4%, lo que dejará la tasa de paro por debajo del 15%.

Se pronostica una mejora notable en el déficit público. Para el conjunto de las administraciones públicas, el déficit se reducirá en 2017, fruto de la congelación del gasto que conlleva la prórroga presupuestaria y de las medidas fiscales adoptadas a finales de 2016, hasta el 3,2% del PIB, una décima por encima del objetivo. En 2018 alcanzará el 2,2% del PIB, en línea con el objetivo.

Persistencia de un elevado endeudamiento

En el plano interno, la deuda pública se mantiene como uno de los principales elementos de vulnerabilidad. Para 2017, se prevé que alcance el 98,1% del PIB, un nivel elevado en comparación con otros países europeos y cerca de tres veces más que antes de la crisis (gráfico 7.4 y cuadro 1).

La adopción en 2012 por el BCE de un arsenal de medidas monetarias excepcionales ha facilitado la reducción del coste de la deuda y de las primas de riesgo. De tal manera que el aumento de la deuda pública apenas ha repercutido sobre los pagos por intereses. En 2016, el tipo de interés sobre las obligaciones del Tesoro a 10 años no llegaba al 1,4%, frente al 5,9% en 2012. La prima de riesgo con respecto al bono alemán se sitúa en torno a 120 puntos porcentuales, frente a cerca de 430 puntos en 2012 (gráfico 6.1). No obstante, con la normalización esperada de la política monetaria, se incrementarán las cargas financieras que soportan los presupuestos públicos.

La consecuencia será constreñir aún más el margen de maniobra de la política presupuestaria, que desde la desaparición de la moneda nacional, es el principal pilar de la política macroeconómica. La contracción del margen de maniobra se refleja en la caída acusada del gasto público no comprometido, es decir el componente del gasto público sobre el cual el gobierno ostenta algún elemento de discrecionalidad. Este se estima como la diferencia entre el gasto público total y el gasto comprometido, es decir el pago de intereses y la protección social (partidas presupuestarias que

evolucionan en función de parámetros sobre los cuales el gobierno dispone de muy poca capacidad de influencia a corto plazo).

El margen de maniobra de la política presupuestaria es reducido, por cuanto el gasto público no comprometido alcanzará en 2017 el 20,7% del PIB, el mínimo de la serie histórica. Esto limita la capacidad para invertir en educación, I+D, infraestructuras y otros bienes públicos indispensables para aumentar la productividad.

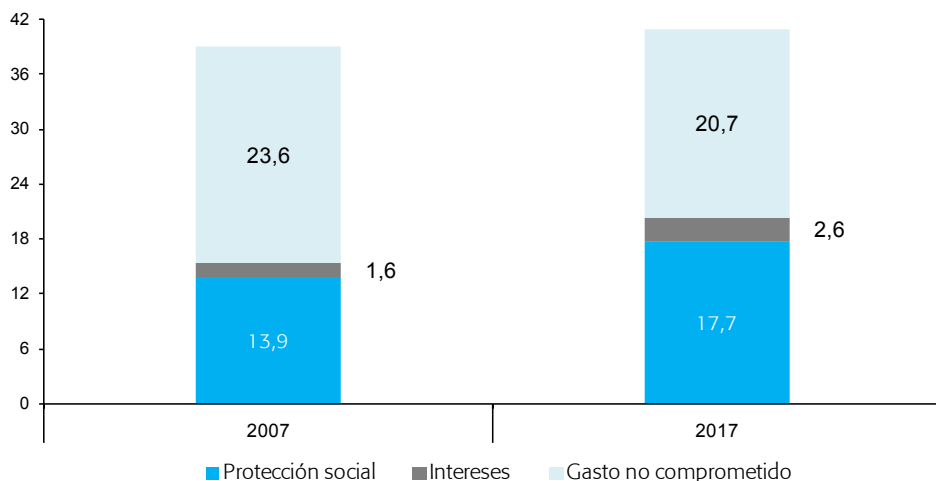
Para 2017, se estima que el gasto público no comprometido alcanzará el 20,7% del PIB, el mínimo de la serie histórica (gráfico 9). Así pues, el país dispone de un espacio reducido para invertir en educación, investigación y desarrollo, infraestructuras y otros bienes públicos, indispensables para aumentar la productividad y lograr una transición exitosa hacia la economía digital.

Además, el previsible repunte de los tipos de interés disminuirá la rentabilidad de los activos en cartera de los bancos. En efecto, las entidades

Gráfico 9

Gasto público no comprometido

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat, IGAE y Funcas.

están sobreexpuestas a la deuda nacional, como consecuencia de la fragmentación financiera que persiste en la eurozona.

En cuanto a la deuda de los hogares, su posición ha mejorado notablemente desde el estallido de la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, todo apunta a que el proceso de desendeudamiento se ha detenido. En primer lugar, los hogares se han animado a consumir por encima de lo que permite el aumento de sus ingresos. El resultado es una caída de la tasa de ahorro, que se prevé continuará durante el horizonte de previsión (gráfico 7.2 y cuadro 1). En segundo lugar, la compra de vivienda mediante crédito bancario se ha incrementado, aprovechando los bajos tipos de interés.

Con todo, en 2017, los pasivos de los hogares representarían todavía el 98,5% de su renta bruta disponible, o el 61,6% del PIB. Este es un nivel relativamente elevado según un estudio reciente del Banco de Pagos Internacionales, que estima que el umbral a partir del cual el endeudamiento de los hogares plantea un riesgo de sostenibilidad es del 60% del PIB. Los hogares se exponen al impacto de la normalización de la política

monetaria sobre sus cargas financieras, sobre todo teniendo en cuenta que los préstamos hipotecarios se realizan principalmente a tipo de interés variable.

Sin embargo, las empresas no financieras siguen desapalancándose. En la medida en que recurren al crédito, lo hacen en condiciones más estables que en el caso de los hogares.

Con todo, conviene no caer en la autocomplacencia. La situación exige más contundencia en el esfuerzo de corrección de los desequilibrios en las cuentas públicas, una vigilancia estrecha de los procesos de sobreendeudamiento de los hogares, sobre todo aquellos que consiguen préstamos hipotecarios a tipos variables, y más audacia en la reducción del paro de larga duración. Finalmente, el fortalecimiento del marco institucional de la eurozona ayudaría a afianzar la recuperación y reduciría los riesgos sobre la sostenibilidad del endeudamiento, tanto de las administraciones públicas como de los hogares. En este sentido, es importante concluir el proceso de unión bancaria y crear un instrumento de gestión macroeconómica para la eurozona.