

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Septiembre de 2017*



Departamento de Asuntos Económicos y Europeos  
Servicio de Estudios



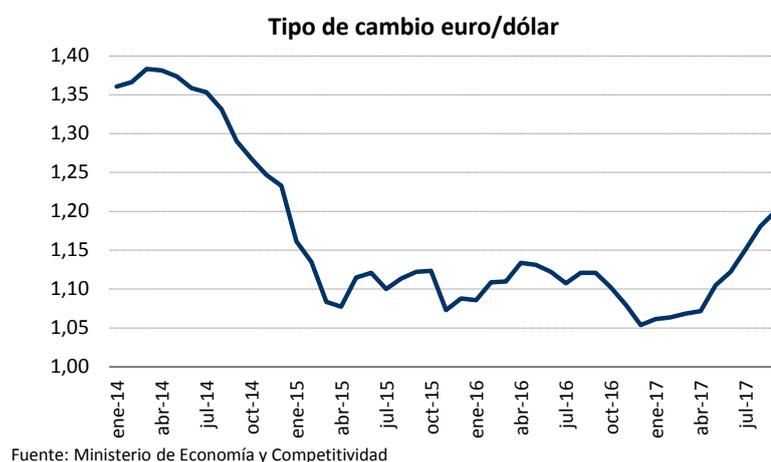
# ÍNDICE

<b>I.</b>	<b>PANORAMA ECONÓMICO</b>	<b>3</b>
<b>II.</b>	<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>	<b>6</b>
	II.1. ESTADOS UNIDOS	8
	II.2. EUROZONA	10
	II.3. MERCADOS FINANCIEROS	12
<b>III.</b>	<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>	<b>14</b>
	III.1. CRECIMIENTO Y PERSPECTIVAS	14
	<b>Recuadro 1:</b> “Resultados del proyecto Línea Abierta: la problemática de las empresas españolas de bienes y servicios para exportar al Mercado Único Europeo”	
	III.2. INFLACIÓN Y COMPETITIVIDAD	24
	<b>Recuadro 2:</b> “La industria española en las cadenas globales de valor”	
	III.3. MERCADO LABORAL	28
	<b>Recuadro 3:</b> “Actualidad Sociolaboral: conflictividad”	
	III.4. SECTOR PÚBLICO	32
	<b>Recuadro 4:</b> “Ajuste fiscal en España desde los máximos de déficit público alcanzados en 2009. Algunas consideraciones a futuro”	
	III.5. FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA	36
	<b>Recuadro 5:</b> “Evolución de la financiación empresarial a través del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)”	
<b>IV.</b>	<b>CUADRO DE PREVISIONES</b>	<b>41</b>

# I. PANORAMA ECONÓMICO

Tras el buen comienzo de año en los mercados financieros, la crisis geopolítica con Corea del Norte ha vuelto a tensionar las principales bolsas mundiales, que han frenado su escalada alcista, anotando caídas moderadas. En cambio, la demanda de valores refugio, como los bonos y el oro, ha aumentado. Así, la rentabilidad del bono americano y también de los bonos europeos cayeron, en el primer caso hasta el entorno del 2% y por debajo del 0,4% en el bono alemán, si bien su recorrido bajista parece que se está frenando. Por su parte, el oro ha alcanzado sus máximos niveles en lo que va de año (1.336 dólares onza).

También cabe señalar la apreciación del euro a lo largo del año 2017, que ha dibujado una tendencia al alza que le ha llevado a situarse en 1,2 dólares. La depreciación del dólar frente a la moneda de la zona euro se justifica por varios motivos: las menores expectativas de crecimiento de EE.UU. para 2017; una política económica menos activa de lo inicialmente esperado del gobierno de Trump; más recientemente, la menor inflación, que podrían retrasar una nueva subida de los tipos de interés de la Fed; y por último, el mayor dinamismo de crecimiento de la UEM.



A su vez, en la última reunión, el 7 de septiembre, el BCE no anunció movimientos para los tipos de interés, de los que se esperan que sigan en esos niveles por un período prolongado de tiempo. Tampoco hubo cambios para el programa de compra de activos, por lo que la institución seguirá comprando bonos a un ritmo de 60.000 millones hasta diciembre, incluso apuntó la posibilidad de alargar el programa de compras más allá de dicha fecha. Señaló, en palabras textuales, otoño como el momento en el que decidirían sobre *“la calibración de nuestros instrumentos de política monetaria”*. En este sentido, las previsiones de mercado apuntan a que en octubre podría anunciar el esperado *“tapering”*: una primera rebaja en el ritmo de compras a partir de diciembre, aunque habrá que ver cómo se comportan la inflación y la divisa.

El BCE estuvo cauto con el tema de la reciente fortaleza del euro. Por un lado, revisó al alza (3 décimas más), hasta el 2,2%, las previsiones de crecimiento del PIB para este año, aunque también señalaba que la reciente volatilidad del tipo de cambio añadía incertidumbre y requería de un seguimiento en lo que se refiere a sus implicaciones para la estabilidad de precios. Por otro lado, mantuvo intacta su previsión de inflación para 2017 (1,5%), aunque revisó a la baja la de 2018 (hasta el 1,2%) y 2019 (hasta el 1,5%), debido principalmente a esta apreciación del euro. Sobre este tema, en su informe de previsiones señala que, pese a la reciente apreciación del euro, al estar ligada a las expectativas de un crecimiento económico más favorable, su efecto depresor sobre los precios es sensiblemente menor, ya que se ve compensada por el vigor de la demanda interna.

En este escenario internacional, el crecimiento de la economía española en el segundo trimestre de 2017 sigue destacando entre los países de su entorno, con un avance trimestral del 0,9%, superando las tasas trimestrales que han alcanzado Alemania (0,6%), Francia (0,5%), Italia (0,4%) o Reino Unido (0,3%). En el conjunto de la zona euro el crecimiento trimestral fue del 0,6%. En tasa interanual, la economía española alcanzó un 3,1%. Tras esta positiva marcha de la economía se encuentran una serie de factores que están evolucionando mejor de lo esperado (exportaciones, creación de empleo y actividad del sector constructor) y que están compensando los elementos que podrían estar ralentizando la economía (precio del petróleo, política fiscal e incertidumbre política). Además, todavía se mantienen otros elementos de impulso, como los bajos tipos de interés y la prolongación de las medidas de política monetaria expansiva del BCE, que favorecen las condiciones financieras.

Adicionalmente al vigor mostrado por la actividad, uno de los aspectos más relevantes es que se mantiene un patrón de crecimiento equilibrado, donde la demanda interna aumenta levemente su aportación al avance del PIB hasta situarse en 2,4 puntos porcentuales y el sector exterior también contribuye positivamente, con 0,7 puntos porcentuales, en un contexto donde se han desacelerado tanto las exportaciones como las importaciones. Dentro de la demanda interna cabe destacar el vigor del consumo privado, que repuntó en tasa trimestral desde el 0,4% al 0,7%, aunque mantiene su ritmo interanual en el 2,5%. La notable creación de empleo y los bajos tipos de interés han favorecido esta evolución. Además, la inflación en estos meses se ha visto contenida con respecto a los primeros meses del año.

Por su parte, la inversión de bienes de equipo continúa configurándose como el componente más dinámico de la demanda interna en términos interanuales, con una tasa del 4,1%, si bien se comienza a apreciar cierto agotamiento en su ritmo de crecimiento debido, en parte, a la incertidumbre que afecta tanto a la situación económica mundial como a la nacional. La inversión en construcción, que ya venía mejorando en los trimestres anteriores, ha registrado de nuevo un notable avance en el segundo trimestre (3,0% en términos interanuales), aceleración que obedece al mayor crecimiento registrado en el segmento residencial, ya que el de otros edificios y construcciones muestra cierto deterioro.

El indicador de actividad de CEOE para el tercer trimestre señala un leve desaceleración económica (0,8%), en línea con algunos indicadores que ya se van conociendo en este periodo. Así, los afiliados a la Seguridad Social en julio y agosto marcan una tendencia hacia la moderación, con una tasa de crecimiento interanual del 3,5%, frente al 3,8% del segundo trimestre, aunque el ritmo de creación de empleo sigue siendo elevado. Además, otros indicadores como la matriculación de automóviles, el índice del comercio minorista o el IPI, también se han desacelerado en los últimos meses.

Aunque las primeras previsiones para la economía española en 2017 pronosticaban una continuidad de la tendencia de desaceleración seguida durante 2016, el repunte que ha registrado la actividad y el empleo en los primeros meses de 2017 hace prever un crecimiento similar al de 2016, pudiendo alcanzar una tasa del 3,2% este año y del 2,7% para 2018.

Por su parte, la inflación se ha reducido prácticamente a la mitad desde el inicio de 2017, donde se situó en el entorno del 3%. El efecto alcista de los precios del petróleo no es tan significativo como a comienzos de año, pero todavía condiciona la evolución de la inflación general. Con todo, las previsiones para final de año sitúan la tasa interanual del IPC en el entorno del 1%, nivel similar al que se anticipa para la inflación subyacente, a pesar de la suave tendencia al alza que registró desde el mes de abril.

**CUADRO MACROECONOMICO BASICO. ESPAÑA**

	PIB. Demanda. precios constantes (tasa de variación anual)							Previsiones*	
	2015	2016	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II	2017	2018
PIB	3,2	3,2	3,4	3,2	3,0	3,0	3,1	3,2	2,7
Gasto en consumo final	2,6	2,6	2,7	2,4	2,2	2,0	2,2	--	--
Hogares	2,8	3,2	3,4	3,0	3,0	2,5	2,5	2,5	2,4
ISFLSH	3,6	3,2	2,5	2,9	3,5	1,2	1,9	--	--
AA.PP.	2,0	0,8	0,7	0,8	0,0	0,5	1,3	1,1	0,9
Form. bruta de cap. fijo	6,0	3,1	3,4	2,6	2,2	3,9	3,4	3,9	3,7
Activos fijos Materiales	6,5	3,1	3,4	2,7	2,2	3,9	3,4	3,9	3,8
Equipo y act. Cultiv.	8,8	5,0	5,7	4,2	2,6	5,4	4,1	4,6	3,9
Construcción	4,9	1,9	1,8	1,6	1,9	2,9	3,0	3,4	3,7
Activos fijos Inmateriales	3,6	2,9	3,2	2,0	2,4	3,8	2,9	3,6	3,0
Demanda nacional (aport.)	3,3	2,8	2,9	2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,3
Exportaciones	4,9	4,4	6,5	2,9	4,4	7,3	4,5	5,9	5,0
Importaciones	5,6	3,3	5,4	1,0	2,3	5,7	2,8	4,1	4,0
Contribución d. Exterior	-0,1	0,4	0,5	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,5
<b>PIB. Oferta precios constantes (tasa de variación anual)</b>									
	2015	2016	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II		
VAB - Agric. y pesca	-2,9	3,4	2,7	3,1	2,9	4,4	4,1		
VAB - Industria	5,5	2,4	2,8	1,7	2,2	2,8	2,6		
Manufacturera	7,0	3,1	3,8	2,4	2,0	2,7	2,6		
VAB - Construcción	0,2	2,5	2,0	2,9	3,0	4,4	4,8		
VAB - Servicios	2,6	3,4	3,6	3,4	3,1	2,8	2,8		
<b>Empleo</b>									
	2015	2016	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II	jul.	ago.
EPA Ocupados	3,0	2,7	2,4	2,7	2,3	2,3	2,8		
EPA Parados	-9,9	-11,4	-11,2	-10,9	-11,3	-11,2	-14,4		
EPA Tasa de Paro	22,1	19,6	20,0	18,9	18,6	18,8	17,2		
SS - Afiliaciones	3,2	3,0	2,7	3,0	3,3	3,4	3,8	3,6	3,4
INEM - Paro Registrado	-7,5	-8,6	-7,9	-9,1	-9,4	-9,6	-10,9	-9,4	-8,5
<b>Precios y Salarios</b>									
	2015	2016	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II	jul.	ago.
IPC	-0,5	-0,2	-0,9	-0,2	1,0	2,7	2,0	1,5	
IPC Subyacente	0,6	0,8	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,4	
IPRI	-2,1	-3,1	-5,4	-3,3	1,2	6,9	4,8	3,2	
Salarios (conv. Colect.)	0,7	1,0	1,1	1,1	1,0	1,3	1,3	1,3	
Precio barril petroleo (\$)	52,1	43,3	45,2	45,6	48,7	53,4	49,3	48,5	52,0
<b>Sector Monetario y Financiero</b>									
	2015	2016	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II	jul.	ago.
Tipo BCE. Intervención	0,05	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor a 3 meses	-0,02	-0,26	-0,26	-0,30	-0,31	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33
Bonos a 10 años. España	1,74	1,39	1,52	1,08	1,31	1,63	1,55	1,60	1,48
Tipo cambio Dólar/Euro	1,11	1,11	1,13	1,12	1,08	1,06	1,10	1,15	1,18
<b>Sector Público</b>									
	2015	2016	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II		
Estado Ingresos no financ. (acum.)	7,7	-7,5	-17,6	-13,3	-7,5	-1,0	6,9		
Estado Pagos no financ. (acum.)	0,1	-5,2	-9,1	-6,2	-5,2	-7,2	-6,8		
Saldo caja (m.m)(acum.)	-14	-16	-21	-24	-16	-9	-13		

Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, Comisión Europea y Servicio de Estudios de CEOE

\* CEOE (sep-17)

## II. ECONOMÍA INTERNACIONAL

### *Continúa mejorando la economía mundial en el segundo trimestre del año*

En el segundo trimestre del año la actividad económica ha continuado afianzándose, apoyada en la expansión del comercio mundial y en el buen comportamiento de las economías avanzadas, principalmente. La Eurozona registró un crecimiento del 0,6% trimestral, una décima más que en el primer trimestre, favorecida por la moderación de la incertidumbre electoral y por la mayor pujanza de la demanda interna. También, Estados Unidos y Japón han ganado dinamismo, con crecimientos del 0,8% y del 1,0% trimestral, respectivamente, sensiblemente superiores al 0,3% y el 0,4% de los tres primeros meses del año. Así, el conjunto de los países de la OCDE ha impulsado su actividad, con un aumento del PIB del 0,7% trimestral, dos décimas más que en el primer trimestre.

### *El FMI mantiene sus previsiones de crecimiento del PIB mundial para 2017 y 2018*

En este contexto, el pasado mes de julio, el FMI actualizó sus previsiones de crecimiento para 2017 y 2018, manteniendo inalteradas las estimaciones de crecimiento mundial que publicó en abril. En ellas apunta que la economía seguirá mejorando durante el presente año, donde prevé que el PIB mundial se acelere hasta el 3,5%, tres décimas superior al de 2016, y que en 2018 se alcance el 3,6%. No, obstante, en esta actualización destaca la revisión a la baja del crecimiento esperado para Estados Unidos, dos décimas en 2017 y cuatro en 2018, debido a que consideran que la política fiscal no será tan expansiva como se pensó inicialmente y que el estímulo fiscal también será más moderado. En contraposición, se ha revisado al alza el crecimiento de varios países de la Eurozona, destacando España e Italia, con un aumento de cinco décimas para el presente año. También, se ha mejorado el crecimiento de Japón, aunque más tímidamente, mientras que para China se espera que el impulso fiscal se prolongue, por lo que se ha revisado al alza su crecimiento en una décima para 2017 y en dos décimas para el próximo año.

Previsiones de crecimiento del FMI (julio de 2017)					
	PIB			dif. con abril	
	2016	2017	2018	2017	2018
<b>Crecimiento mundial</b>	3,2	3,5	3,6	0,0	0,0
<b>Economías avanzadas</b>	1,7	2,0	1,9	0,0	-0,1
<b>Estados Unidos</b>	1,6	2,1	2,1	-0,2	-0,4
<b>Japón</b>	1,0	1,3	0,6	0,1	0,0
<b>Eurozona</b>	1,8	1,9	1,7	0,2	0,1
<b>España</b>	3,2	3,1	2,4	0,5	0,3
<b>Alemania</b>	1,8	1,8	1,6	0,2	0,1
<b>Francia</b>	1,2	1,5	1,7	0,1	0,1
<b>Italia</b>	0,9	1,3	1,0	0,5	0,2
<b>Reino Unido</b>	1,8	1,7	1,5	-0,3	0,0
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	4,3	4,6	4,8	0,1	0,0
<b>China</b>	6,7	6,7	6,4	0,1	0,2
<b>Comercio mundial</b>	2,3	4,0	3,9	0,2	0,0

Fuente: FMI, "World Economic Outlook Updated" Julio de 2017

### Se han equilibrado los riesgos a corto plazo, pero a medio y largo plazo siguen inclinándose a la baja

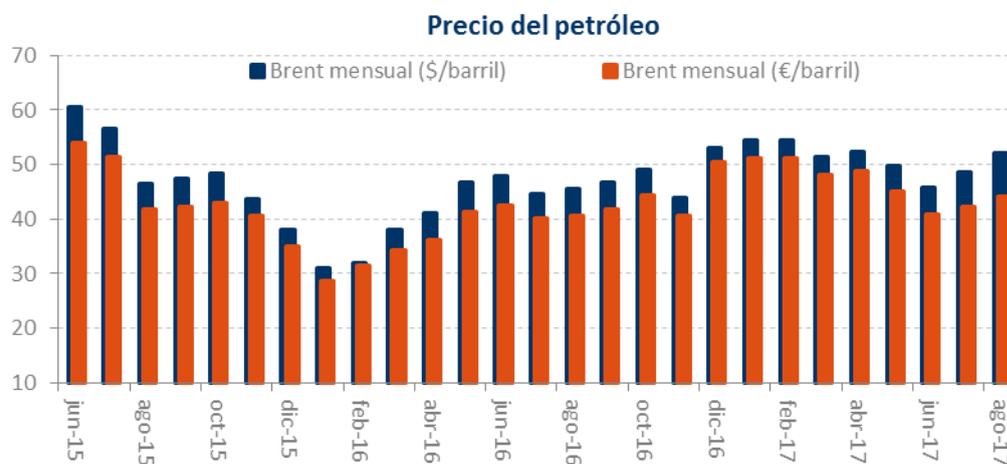
No obstante, estas previsiones siguen estando sujetas a riesgos que si bien se han equilibrado en el corto plazo, continúan inclinándose a la baja en el medio y el largo plazo. En el lado positivo, se señala que el crecimiento en Europa pudiera ser más vigoroso una vez que se ha atenuado el riesgo político, o que un estímulo fiscal en Estados Unidos generase un impulso en la economía mayor al estimado. Por el contrario, los riesgos a la baja pudieran venir de un mayor recorte en el gasto en Estados Unidos, de un aumento de la volatilidad de los mercados financieros en Europa, de una mayor incertidumbre política o por un estancamiento en las negociaciones para el Brexit, entre otros. También, se indica que un descenso del precio del crudo pudiera complicar aún más la situación de algunos países exportadores de materias primas, o el riesgo de que la normalización de la política monetaria estadounidense tensione la llegada de flujos de capital a países emergentes. A esto, habría que añadir un recrudecimiento de los riesgos geopolíticos, un aumento de las políticas proteccionistas o una abrupta desaceleración del crecimiento en China, que afectarían al comercio internacional.

### Los indicadores avanzados de actividad y confianza apuntan a que la actividad seguirá a buen ritmo

Para el tercer trimestre los indicadores PMI apuntan a una ligera desaceleración de la actividad, aunque esta seguirá a buen ritmo. Mientras, los indicadores de confianza se mantienen en niveles muy elevados.

### El precio del petróleo ha girado al alza en julio y agosto, aunque en euros el incremento es más moderado

En los meses de julio y agosto, el precio del petróleo ha girado nuevamente al alza, hasta los 52,04 \$/barril de promedio en el mes de agosto para el crudo Brent. Entre los motivos del incremento de los precios destacan la disposición de los países de la OPEP y de otros productores a mantener los recortes en la producción, el descenso de inventarios en Estados Unidos y las malas condiciones climatológicas del país que han afectado a algunas refinerías. No obstante, debido a la fortaleza del euro, que en lo que va de año se ha apreciado más de un 12% frente al dólar, el incremento del precio en euros ha sido más moderado, manteniéndose aún alejado de los niveles de los primeros meses del año.



Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad y Servicio de Estudios de CEOE

## II.1 EE.UU.

### *La economía estadounidense gana dinamismo en el segundo trimestre*

El dato revisado sobre el crecimiento de Estados Unidos en el segundo trimestre de 2017 muestra un avance del PIB del 0,8% trimestral, que equivale a un 3,0% anualizado, lo que supone el crecimiento más elevado desde el segundo trimestre de 2015. Esta notable mejoría de la economía se apoya en un mayor empuje del consumo privado, en el dinamismo que mantiene la inversión no residencial, en el aumento de la variación de existencias y en la mejoría del saldo comercial, donde las exportaciones crecen a mayor ritmo que las importaciones. En términos interanuales, la economía prosigue con la senda ascendente por cuarto trimestre consecutivo, alcanzando un crecimiento del 2,2%, dos décimas mejor que en el primer trimestre.

<b>Cuadro macroeconómico de Estados Unidos ( % de crecimiento intertrimestral)</b>							
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2T16</b>	<b>3T16</b>	<b>4T16</b>	<b>1T17</b>	<b>2T17</b>
<b>PIB</b>	2,9	1,5	0,6	0,7	0,4	0,3	0,8
<b>Consumo privado</b>	3,6	2,7	0,9	0,7	0,7	0,5	0,8
<b>Gasto público</b>	1,4	0,8	-0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,1
<b>Inversión privada</b>	5,2	-1,6	-0,7	0,6	2,1	-0,3	0,9
Residencial	10,2	5,5	-1,2	-1,1	1,7	2,7	-1,7
No residencial	2,3	-0,6	0,8	0,8	0,0	1,7	1,7
<b>Exportaciones</b>	0,4	-0,3	0,7	1,6	-1,0	1,8	0,9
<b>Importaciones</b>	5,0	1,3	0,1	0,7	2,0	1,1	0,4

Fuente: [www.freelunch.com](http://www.freelunch.com) y Servicio de Estudios de CEOE

### *El FMI revisa a la baja las previsiones de crecimiento en Estados Unidos hasta el 2,1% para 2017 y 2018*

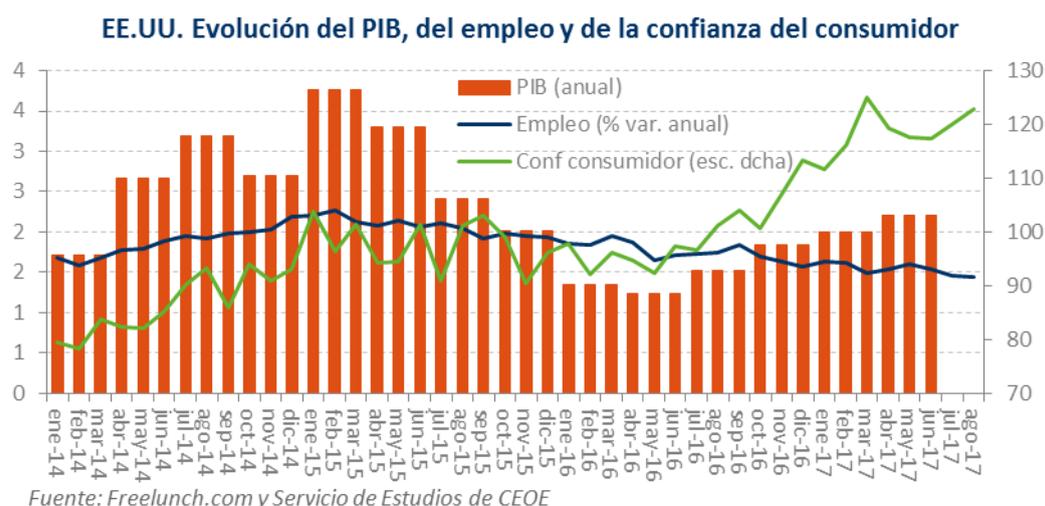
El FMI, en su actualización de previsiones, ha revisado a la baja sus estimaciones de crecimiento para Estados Unidos hasta el 2,1% para el presente año y para el próximo, frente al 2,3% y 2,5%, respectivamente, que anticipó el pasado mes de abril. Los motivos son la debilidad del crecimiento en el primer trimestre y, principalmente, el supuesto de que la política fiscal será menos expansiva de lo previsto hace unos meses, a lo que hay que unir la incertidumbre sobre qué medidas y reformas finalmente se van a acabar realizando y sobre los plazos necesarios para su implementación.

### *Los indicadores de confianza continúan elevados, mostrando una economía en clara expansión*

Los indicadores adelantados del tercer trimestre continúan mostrando signos positivos en la actividad, si bien el impacto de los desastres causados por el huracán Harvey, con efectos sobre la infraestructura energética del país, pudieran ralentizar el ritmo de crecimiento. No obstante, en agosto los índices de confianza permanecen en niveles muy elevados. El indicador que elabora el Conference Board, y mide la confianza de los consumidores, se situó en 122,9 puntos, el segundo mayor registro desde diciembre de 2000, tan solo por detrás del valor que alcanzó en marzo del presente año. Por su parte, los indicadores ISM de manufacturas y servicios aumentaron hasta los 58,8 y 55,3 puntos respectivamente, ampliamente por encima de los 50 puntos, y mostrando una economía en clara expansión.

## El mercado laboral continúa creando empleo y la tasa de paro aumenta una décima hasta el 4,4%

En el mercado laboral, el empleo sigue aumentando, con un promedio de 173 mil nuevos ocupados al mes en julio y agosto, cifra ligeramente inferior a los 187 mil empleos de media mensual que se crearon en el segundo trimestre del año. A pesar del buen comportamiento que sigue manteniendo el mercado de trabajo, en términos interanuales el ritmo de crecimiento continúa desacelerando aunque muy moderadamente. Por su parte, aunque la tasa de paro aumentó una décima en agosto hasta el 4,4%, se mantiene en ratios próximos al pleno empleo.



## La recuperación del mercado presenta signos de ralentización

Mientras, en el mercado residencial se aprecian signos de progresiva ralentización. En julio, el número de viviendas iniciadas retrocedió un 4,8% en términos mensuales y un 5,6% en términos interanuales. Incluso con medias móviles de un año, a pesar de que el crecimiento sigue siendo positivo, se aprecia una notable moderación del mismo. También, en julio retrocedió la venta de vivienda nueva en tasas próximas al 9% tanto mensuales como interanual. Con medias móviles de un año, el crecimiento sigue siendo claramente positivo, pero también se aprecia la pérdida de intensidad. Por su parte, el índice HMI, que mide la confianza de los constructores, se situó en 68 puntos en agosto, cuatro más que en julio, y permanece en niveles bastante elevados.

## La Reserva Federal también considera que la economía ha ganado dinamismo

El Beige Book de la Reserva Federal destacó que la economía del país había cobrado mayor dinamismo en el segundo trimestre, con un sólido aumento del consumo y de la inversión, al tiempo que el mercado laboral seguía fortaleciéndose. La Fed también señaló que la inflación, que en julio se ha situado en el 1,7%, se encuentra algo por debajo del objetivo del 2%, por el descenso de los precios de la energía y de la alimentación, y que esta situación pudiera ralentizar el ritmo en que se lleve a cabo la normalización de la política monetaria. Además, indicó que la reducción del balance pudiera iniciarse relativamente pronto, aunque se hará de manera gradual y si la economía evoluciona favorablemente, tal y como se espera.

## II.2 EUROZONA

### *La economía de la Eurozona acelera una décima su crecimiento trimestral, hasta el 0,6%*

En el segundo trimestre de 2017, el PIB de la Eurozona experimentó un crecimiento del 0,6% en términos trimestrales, una décima más que el registrado en el trimestre previo. En tasa interanual, el ascenso se situó en el 2,3%, lo que supone una mejora de tres décimas con respecto al dato anterior. El PIB aumentó en todos los países del área de la moneda común —para los que se hallan datos disponibles—, siendo los que experimentaron una mayor expansión, Holanda (+1,5 %), Estonia (+1,3%) y Letonia (+1,2%). De las principales economías de la Eurozona, España continúa liderando el crecimiento, con una tasa del 0,9% trimestral, seguida de Alemania (+0,6%), Francia (+0,5%) e Italia (+0,4%). El dato más modesto de todo el área fue para Portugal, que creció al 0,3% trimestral, idéntico registro que el obtenido, fuera de la Eurozona, por la economía de Reino Unido.

El análisis por componentes muestra que el mayor incremento en términos trimestrales estuvo basado en un renovado dinamismo de la demanda interna. Así, tras la moderación en el primer trimestre, tanto el consumo privado como el público experimentaron un crecimiento del 0,5%, lo que supone un exceso sobre el trimestre anterior de una y tres décimas respectivamente. A su vez, la inversión recupera tasas de crecimiento positivas (+0,9%) tras la contracción de tres décimas que sufrió en el registro previo. Por su parte, el sector exterior aporta solo una décima al crecimiento, después de que las exportaciones se incrementaran menos que en el trimestre anterior, y las importaciones aceleraran su ascenso.

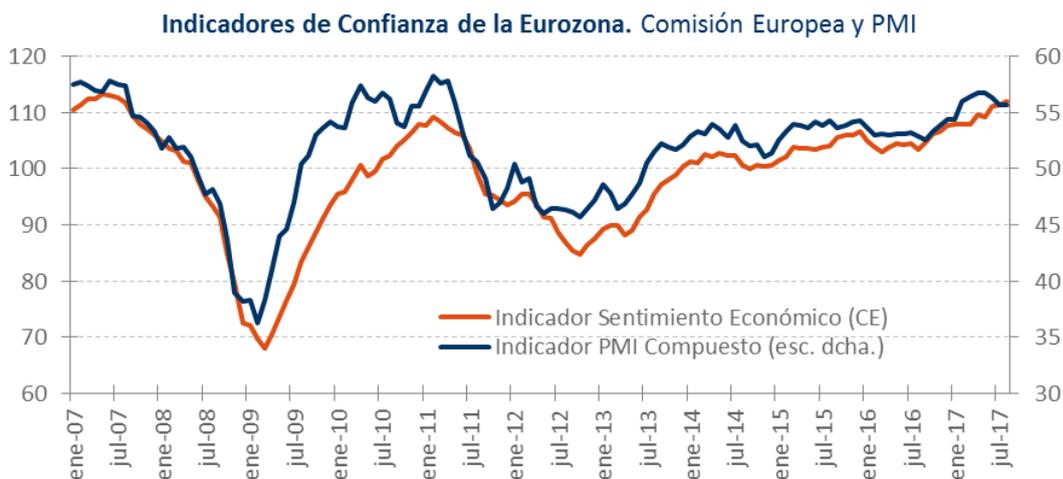
**Cuadro macroeconómico de la Eurozona (tasa intertrimestral en %)**

	2015	2016	3T15	4T15	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17	2T17
PIB	1,9	1,8	0,4	0,4	0,5	0,3	0,5	0,6	0,5	0,6
Gasto público	1,3	1,7	0,5	0,4	0,8	0,2	0,2	0,4	0,2	0,5
Consumo privado	1,7	2,0	0,4	0,5	0,7	0,3	0,3	0,6	0,4	0,5
Form. bruta de capital fijo	2,9	4,3	1,0	1,5	0,3	2,7	0,1	1,3	-0,3	0,9
Demanda interna	1,9	2,3	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,8	0,1	0,5
Export. de bienes y serv.	6,4	3,2	0,6	0,9	0,4	1,3	0,4	1,5	1,3	1,1
Import. de bienes y serv.	6,7	4,6	1,2	1,6	0,4	1,8	0,5	2,0	0,4	0,9

Fuente: Eurostat y Servicio de Estudios de CEOE

### *El sentimiento económico mejora a niveles de hace 10 años mientras que el PMI compuesto se modera*

El indicador de sentimiento económico para la Eurozona se situó en los 111,9 puntos en agosto, su nivel más alto desde el mismo mes de 2007. A diferencia de lo que ocurría en el segundo trimestre, donde todos los componentes del indicador evolucionaron positivamente, en lo que va de tercer trimestre el consumo y el comercio minorista experimentaron un comportamiento desfavorable, aunque compensado con creces con la buena evolución de los indicadores de industria, servicios y construcción. Por su parte, el PMI compuesto continuó en zona de expansión de la actividad si bien sus lecturas —idénticas— en julio y agosto (55,7) se moderan ligeramente respecto a los máximos de seis años marcados en el segundo trimestre (56,8 en abril y mayo). El menor ritmo de crecimiento del sector servicios se vio solo parcialmente compensado por la acelerada expansión en la actividad de manufacturas.



Fuente: Comisión Europea, Markit, Ministerio de Economía, Industria y Competitividad y Servicio Estudios CEOE

### *El BCE mejora sus perspectivas de crecimiento de la Eurozona para el presente año, y mantiene sin cambios las del 2018 y 2019*

El reciente dinamismo mostrado por la economía de la Eurozona ha llevado al BCE a revisar al alza sus estimaciones de crecimiento para 2017, hasta el 2,2%, manteniendo inalteradas las relativas a 2018 y 2019. Según la autoridad monetaria, un entorno de condiciones financieras favorables, apoyado en el mantenimiento de una política monetaria acomodaticia, la evolución positiva del mercado laboral y la mejora de los beneficios empresariales son factores que deberían impulsar la demanda doméstica. Por otro lado, a pesar de las buenas perspectivas para el comercio internacional, el componente externo podría reducir algo su contribución, lastrado por la fortaleza de la divisa.

### *La tasa de paro se sitúa en su nivel más bajo desde febrero de 2009*

La tasa de paro de la Eurozona en julio no se movió con respecto al mes anterior y continúa así en el que es su nivel más bajo desde febrero de 2009 (9,1%), lo que supone 9 décimas menos de desempleo en términos interanuales. A su vez, el número de parados en la Eurozona ya baja de los 15 millones, en concreto se situó en 14,8, y aunque en julio se registraron 73.000 desempleados más con respecto a junio, en términos interanuales el número de parados descendió en un 1,3 millones. Las previsiones del BCE apuntan a que la tasa de paro cerrará el año en el 9,1%, para descender hasta el 8,6% en 2018, y el 8,1% en 2019.

### *La inflación repunta dos décimas en agosto*

Según el dato adelantado de inflación para la Eurozona, en agosto el crecimiento anual de los precios se situó en el 1,5%, dos décimas por encima del registro del mes anterior, motivado por el mayor incremento del precio del componente energético, del 4%. No obstante, la inflación subyacente también repuntaría una décima, en este caso impulsada por el mayor crecimiento del precio de los alimentos elaborados, bebidas alcohólicas y tabaco, hasta el 1,3%. El BCE ha señalado que, pese a la reciente apreciación del euro, al estar ligada a las expectativas de un crecimiento económico más favorable, su efecto depresor sobre los precios debería ser sensiblemente menor, ya que se ve compensada por el vigor de la demanda interna. En este escenario, mantiene su previsión sobre la inflación en el 1,5% para 2017 y revisa ligeramente a la baja la estimación para 2018, desde el 1,3% hasta el 1,2%.

## II.3 MERCADOS FINANCIEROS

### *Las bolsas mundiales han presentado comportamientos mixtos durante el mes de agosto*

La evolución de las principales bolsas mundiales en agosto ha presentado comportamientos mixtos, influidas por las tensiones geopolíticas en Corea del Norte, la reunión de los principales banqueros centrales en Jackson Hole, las incertidumbres sobre las reformas políticas en Estados Unidos, la apreciación del euro y la evolución del precio del petróleo, principalmente. La mayoría de los índices europeos han presentado un moderado retroceso, mientras que en Estados Unidos, la buena evolución de algunos indicadores macroeconómicos ha permitido que sus bolsas muestren signos ligeramente positivos.

### *La reunión de banqueros centrales de Jackson Hole no anticipó cuáles serán las próximas medidas del BCE ni de la Reserva Federal*

La reunión que se celebró en Jackson Hole a finales de agosto no dejó ninguna pista sobre el próximo comportamiento de los principales bancos centrales. Yellen defendió los cambios introducidos en las regulaciones para prevenir futuras crisis, al tiempo que señaló que con la buena marcha de la economía y del empleo hay argumentos para una nueva subida de tipos, si bien, no concretó fechas y recalcó que se actuará en función de los datos macro que se vayan conociendo. Por su parte, Draghi tampoco anticipó nada sobre su política monetaria y se limitó a advertir de los riesgos del proteccionismo y a defender el libre comercio.

### *El BCE mantuvo sin cambios los tipos de interés y su programa de compra de deuda*

En la reunión del BCE, celebrada el 7 de septiembre, la institución mantuvo estables los tipos de interés y su programa de compra de activos. Además, Draghi reiteró que será probablemente en otoño cuando espera anunciar que decisiones se tomarán con respecto a la política monetaria para después de diciembre de 2017, que es hasta donde llega su actual programa de compra de deuda, a razón de 60.000 millones de euros al mes. Las previsiones del mercado apuntan a que se produzca una reducción progresiva de la compra de activos a partir de enero de 2018, que pudiera finalizar en julio o en septiembre de dicho año, y por tanto la primera subida de tipos pudiera tener lugar a finales de 2018 o en los primeros meses de 2019. No obstante, la revisión a la baja, en una décima, en las previsiones de inflación por parte del BCE para 2018 y 2019 hasta el 1,2% y el 1,5% respectivamente, pudiera alargar estos plazos.

### *El euro continúa apreciándose frente a las principales divisas y en los primeros días de septiembre se ha situado por encima de los 1,2 dólares*

Mientras, el euro continúa su proceso de apreciación frente a las principales divisas mundiales, especialmente frente al dólar. A finales de agosto, la moneda única se había revalorizado un 12,2% frente al dólar, un 6% frente al yen y un 7,4% frente a la libra con respecto a finales de 2016. En los primeros días de septiembre su cotización ha seguido al alza, situándose por encima de los 1,2 dólares, frente a los 1,05 dólares en que cotizó en diciembre de 2016. La buena marcha de la economía europea y las expectativas de los mercados de que en las próximas reuniones el BCE anuncie nuevos pasos para ir normalizando su política monetaria, contrastan con la incertidumbre sobre la política fiscal de Estados Unidos.

## CUADRO MACROECONOMICO INTERNACIONAL

	PIB a precios constantes (tasa de variación anual)							Previsiones*		
	2014	2015	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II	2016	2017	2018
España	1,4	3,2	3,4	3,2	3,0	3,0	3,1	3,2	2,8	2,4
Alemania	1,9	1,5	1,9	1,9	1,9	1,9	2,1	1,9	1,6	1,9
Francia	1,0	1,0	1,2	0,9	1,2	1,1	1,7	1,2	1,4	1,7
Italia	0,2	0,7	0,8	0,9	1,2	1,2	1,5	0,9	0,9	1,1
R.U.	3,1	2,2	1,7	2,0	1,9	2,0	1,7	1,8	1,8	1,3
EE.UU.	2,6	2,9	1,2	1,5	1,8	2,0	2,2	1,6	2,2	2,3
Japón	0,2	1,1	1,0	1,0	1,7	1,4	1,6	1,0	1,2	0,6
UE	1,8	2,1	1,8	1,9	2,0	2,1	2,4	1,9	1,9	1,9
UEM	1,4	1,9	1,7	1,7	1,9	2,0	2,3	1,8	1,7	1,8

	Indice de Precios de Consumo (tasa de variación anual)							Previsiones*		
	2014	2015	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II	2016	2017	2018
España	-0,2	-0,5	-0,9	-0,2	1,0	2,7	2,0	-0,3	2,0	1,4
Alemania	0,9	0,2	0,1	0,5	1,1	1,9	1,7	0,4	1,7	1,4
Francia	0,5	0,0	0,0	0,3	0,5	1,2	0,9	0,3	1,4	1,3
Italia	0,3	0,0	-0,4	0,0	0,1	1,3	1,5	-0,1	1,5	1,3
R.U.	1,5	0,0	0,4	0,7	1,2	2,1	2,7	0,7	2,6	2,6
EE.UU.	1,6	0,1	1,0	1,1	1,8	2,5	1,9	1,3	2,2	2,3
Japón	2,8	0,8	-0,3	-0,5	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,4	1,0
UE	0,5	0,0	-0,1	0,3	0,8	1,8	1,7	0,3	1,8	1,7
UEM	0,4	0,0	-0,1	0,3	0,7	1,8	1,5	0,2	1,6	1,3

	Tasa de paro (porcentaje de la población activa)							Previsiones*		
	2014	2015	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II	2016	2017	2018
España	24,5	22,1	20,1	19,3	18,7	18,2	17,3	19,6	17,6	15,9
Alemania	5,0	4,6	4,2	4,1	4,0	3,9	3,8	4,1	4,0	3,9
Francia	10,3	10,4	10,1	9,9	10,0	9,6	9,6	10,1	9,9	9,6
Italia	12,6	11,9	11,6	11,6	11,8	11,6	11,3	11,7	11,5	11,3
R.U.	6,1	5,3	4,9	4,8	4,7	4,5	4,4	4,8	5,0	5,4
EE.UU.	6,2	5,3	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	4,9	4,6	4,5
Japón	3,6	3,4	3,2	3,0	3,1	2,9	2,9	3,1	3,1	3,0
UE	10,2	9,4	8,7	8,4	8,3	8,0	7,7	8,5	8,0	7,7
UEM	11,6	10,9	10,1	9,9	9,7	9,5	9,2	10,0	9,4	8,9

	Tipo de interés a corto plazo (tres meses)						
	2014	2015	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II
R.U.	0,54	0,55	0,57	0,46	0,38	0,34	0,33
EE.UU.	0,12	0,23	0,56	0,70	0,77	0,92	1,08
Japón	0,09	0,08	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
UEM	0,21	-0,02	-0,26	-0,30	-0,31	-0,33	-0,33

	Tipo de interés a corto plazo (tres meses)						
	2014	2015	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II
Euro / Dólar	0,75	0,90	0,89	0,90	0,93	0,94	0,91

Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, Comisión Europea y Servicio de Estudios de CEOE

\*Previsiones de la Comisión Europea (primavera de 2017).

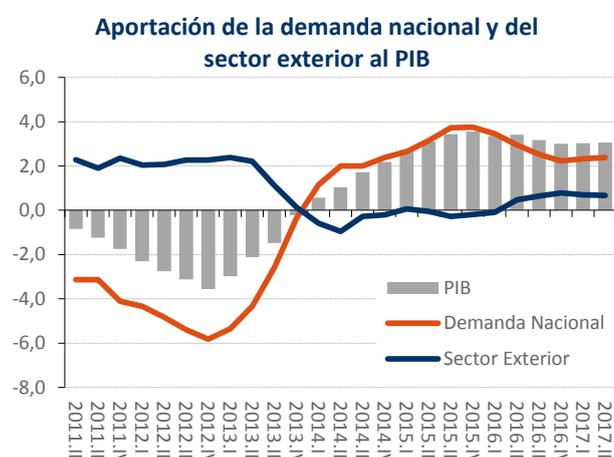
# III. ECONOMÍA ESPAÑOLA

## III.1. CRECIMIENTO Y PERSPECTIVAS

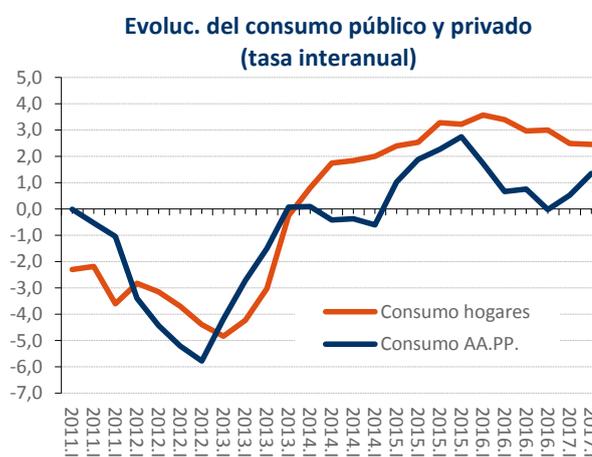
*En la primera mitad de 2017 la economía española ha mostrado un dinamismo mayor de lo esperado, debido a la favorable evolución de las exportaciones, de la construcción y del empleo*

En la primera mitad de 2017 la economía española ha mostrado un comportamiento más positivo que el esperado inicialmente. En el segundo trimestre, el PIB creció un 0,9% en tasa intertrimestral (una décima más que el trimestre anterior) y la tasa interanual se elevó hasta el 3,1%. En el tercer trimestre, los indicadores disponibles estarían apuntando a una ligera desaceleración.

A estas alturas del ejercicio puede afirmarse que los factores que podían pesar negativamente sobre el crecimiento en 2017 (precio del petróleo, política fiscal e incertidumbre política) están teniendo un impacto más limitado, permitiendo que la economía siga una inercia muy positiva. Además, la favorable evolución de otros componentes del PIB está manteniendo elevado el ritmo de avance de la economía. En este sentido, cabe destacar la aportación positiva del sector exterior, que refleja las ganancias de competitividad de los últimos años y la mejora de la demanda en nuestros principales mercados internacionales. Otro de los factores que están contribuyendo a la buena marcha de la economía española es la recuperación de la construcción, destacando la residencial, ligada a unas condiciones financieras favorables y a la creación de empleo. Todo ello, ha dado lugar a una revisión al alza de las perspectivas para 2017, tanto de los organismos nacionales como de los internacionales.



Fuente: INE y Servicio de Estudios de CEOE



Fuente: INE y Servicio de Estudios de CEOE

*En el segundo trimestre, la economía elevó su ritmo de avance hasta el 0,9% trimestral, continuando con la aceleración iniciada en el primer trimestre*

En el segundo trimestre de 2017, el PIB de la economía acelera su avance trimestral hasta el 0,9%, una décima más que en el trimestre anterior. En términos interanuales, la tasa se sitúa en el 3,1%, continuando con la aceleración iniciada en el primer trimestre. Además, continúa mostrando una composición muy equilibrada, ya que la demanda interna ha aportado 2,4 puntos porcentuales al crecimiento y el sector exterior 0,7 puntos, contribuciones muy similares a las del trimestre anterior.

El avance registrado por la economía española sigue destacando entre los países de su entorno, superando las tasas trimestrales que se han dado en Alemania (0,6%), Francia (0,5%), Italia (0,4%) o Reino Unido (0,3%). En el conjunto de la zona euro el crecimiento trimestral fue del 0,6%.

*El consumo de las familias se acelera ligeramente y continúa avanzando a buen ritmo, favorecido por la notable creación de empleo y la desaceleración de la inflación*

Dentro de los componentes de la demanda nacional, el consumo de los hogares ha mostrado una significativa aceleración en el segundo trimestre, elevando su tasa trimestral desde el 0,4% al 0,7% y manteniendo su avance interanual en el 2,5%. La notable creación de empleo y los bajos tipos de interés han favorecido esta evolución. Además, la inflación en estos meses se ha visto contenida con respecto a los primeros meses del año, lo que ha favorecido un mayor incremento de la capacidad de compra de los hogares.

Indicadores de Consumo e Inversión (tasa de variación anual)									
	2015	2016	16.III	16.IV	17.I	17.II	jun.	jul.	ago.
Matricul. de turismos	20,9	10,9	9,7	9,0	7,9	6,5	6,5	2,5	13,0
IPI B. de consumo (filtrado)	1,3	2,1	1,7	1,2	-0,2	1,2	-0,1	-0,5	
Import. B. de consumo	6,9	7,1	4,6	6,2	3,0	0,8	-1,8		
Índice vtas. comercio	2,7	2,8	2,9	3,2	2,7	4,2	4,2	2,0	
- deflactado por IPC	3,0	3,6	3,9	3,0	0,5	2,5	2,7	0,4	
Financiación a familias	-2,1	-1,3	-1,6	-1,3	-1,3	-1,1	-1,1	-1,4	
Confianza del consumidor	0	-4	-6	-3	-3	2	1	2	0
Conf. del com. minorista	14	12	12	12	11	12	14	13	9
Disponibilid. Bienes	6,9	2,6	0,4	1,6	-2,0	1,1	1,3		
Indicador sintético	4,6	3,6	3,4	3,3	2,8	3,0	3,1		
Capac. prod., b. consumo	73,6	75,6	74,6	76,6	73,6	72,5	17.III: 74,4		
IPI B. de equipo (filtrado)	7,2	3,9	3,4	-0,4	1,0	-0,3	0,8	1,9	
Disponibilid. Bienes	8,4	3,5	3,8	1,3	1,4	0,5	0,9		
Import. B. de capital	14,4	4,1	2,1	2,1	13,1	4,4	-2,2		
Matric. vehíc. carga (ANFAC)	35,6	11,4	10,6	6,3	20,8	8,7	8,6	17,7	
Financiación a empresas	-0,4	-0,2	0,7	-0,2	0,4	0,9	0,9	0,6	
Capac. prod., b. inversión	79,9	81,7	83,6	81,7	82,9	83,0	17.III: 84,2		
Indicador sintético equipo	13,5	5,7	6,5	4,4	7,0	6,2	8,4		

Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad y Servicio de Estudios de CEOE

Las expectativas de los consumidores y del comercio minorista mostraron una mejora adicional en el segundo trimestre de 2017, reflejando perspectivas más positivas en todos sus componentes, en especial el empleo y la economía general. Los primeros datos disponibles para el tercer trimestre continúan mostrando una evolución muy positiva de la confianza del consumidor, gracias a una percepción más favorable de la situación de la economía general y del hogar, al tiempo que las expectativas sobre el empleo registraban un menor optimismo. En lo que respecta al comercio minorista, las perspectivas siguen siendo muy favorables, aunque se aprecia un ligero empeoramiento en las expectativas sobre la evolución futura.

En este sentido, el índice de ventas del comercio minorista registró un mayor dinamismo en términos nominales en el segundo trimestre, que en términos reales también fue más elevado gracias al menor

avance de la inflación en este periodo. Así, en el segundo trimestre el ritmo de avance de las ventas del comercio se ha acelerado hasta el 4,2% en términos nominales, mientras que una vez deflactado por el IPC el crecimiento fue del 2,5%, frente al 0,5% registrado en el primer trimestre. Por componentes, los bienes no alimenticios fueron los que presentaron una mayor aceleración. El último dato disponible, correspondiente a julio, registra una significativa desaceleración, sobre todo en el componente de no alimentación. También las ventas interiores de bienes de consumo de las grandes empresas continúan registrando avances notables y mostraron un mayor dinamismo en el periodo abril-junio.

En lo que respecta a las matriculaciones de automóviles, en agosto las matriculaciones crecieron un 13,0%, frente al 2,5% del mes de julio, y en los ocho primeros meses del año se registraron 849.912 matriculaciones, un 7% más que en el mismo periodo de 2016. En lo transcurrido de 2017 se observa una ralentización de las ventas a particulares (2,1%), que está siendo en parte compensada por la favorable evolución de los segmentos de empresas (14,5%) y alquiladores (9,2%). Las cifras se sitúan todavía muy por debajo de los niveles pre-crisis y desde el sector de automoción se demandan planes de achatarramiento que incentiven la demanda de particulares y permitan acelerar el rejuvenecimiento del parque automovilístico.

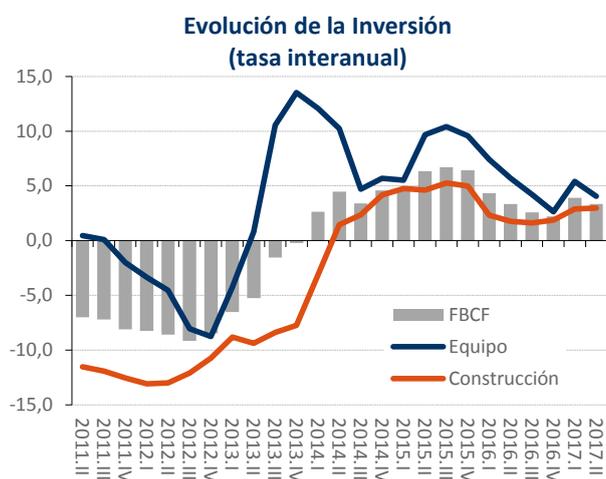
El índice de producción industrial de bienes de consumo, en línea con la favorable evolución del consumo, registró un avance del 1,2% interanual en el segundo trimestre, frente a la ligera caída del primero. Por componentes, los bienes de consumo duradero han mantenido un ritmo muy sólido, mientras que los bienes de consumo no duradero han mostrado una mejoría, al pasar de una caída en el primer trimestre a un avance positivo. En el mes de julio, único dato disponible para el tercer trimestre, el índice de producción de bienes de consumo ha registrado una caída del -0,9% debido al deterioro de la producción de los bienes de consumo no duradero. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo, que ya se habían desacelerado en el primer trimestre, han continuado su senda descendente, registrado un crecimiento de tan solo el 0,8% en el segundo trimestre.

### *La inversión en bienes de equipo sigue registrando crecimientos muy notables, aunque se observa cierta desaceleración*

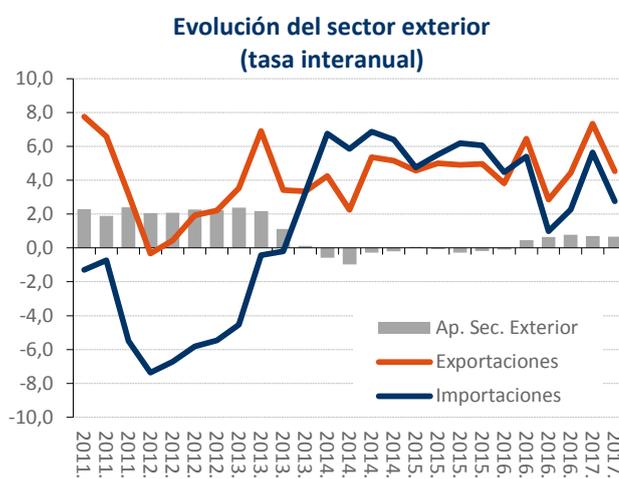
La inversión de bienes de equipo continúa configurándose como el componente más dinámico de la demanda interna en términos interanuales con una tasa del 4,1%, si bien muestra un menor crecimiento en este periodo. La favorable evolución de la economía, tanto española como internacional, la mejora de las expectativas y las condiciones financieras siguen apoyando su avance. Por componentes, tanto “otra maquinaria y bienes de equipo” como “material de transporte” han registrado una desaceleración en el segundo trimestre con respecto al primero. El indicador de producción de bienes de equipo ha mostrado una ligera caída en el segundo trimestre, lo que unido al menor crecimiento de las importaciones de bienes de capital, ha dado lugar a un crecimiento muy reducido de las disponibilidades de bienes de equipo en el segundo trimestre. Sin embargo, el dato de julio del Índice de producción industrial de bienes de equipo registra tasas positivas de nuevo. Por su parte, las matriculaciones de vehículos de carga, que habían comenzado 2017 con un notable dinamismo, creciendo un 20,4% en el primer trimestre, también presentan un crecimiento más moderado en este periodo.

El dinamismo de la inversión en equipo se está reflejando en una mayor demanda de crédito. En este sentido, el stock de crédito de las empresas comenzó a crecer de nuevo en el primer trimestre, con un

avance del 0,4%, que se ha visto acelerado en el segundo trimestre hasta el 0,9%. Según se desprende de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios publicada por el Banco de España, las condiciones de financiación continúan siendo favorables en el segundo trimestre, aunque se ha endurecido ligeramente la accesibilidad al crédito para las operaciones de largo plazo. Además, la demanda de crédito ha aumentado fundamentalmente por las pymes, mientras que en el caso de las grandes empresas apenas ha variado.



Fuente: INE y Servicio de Estudios de CEOE



Fuente: INE y Servicio de Estudios de CEOE

**La inversión en construcción continúa su senda de mejoría gracias a su segmento residencial, mientras que el componente de obra civil permanece prácticamente estancado**

La inversión en construcción, que ya venía mejorando en los trimestres anteriores, ha registrado de nuevo un notable avance en el segundo trimestre, registrando un aumento del 1,1% trimestral y un 3,0% en términos interanuales. Esta aceleración obedece al mayor crecimiento registrado en el segmento residencial, ya que el segmento de otros edificios y construcciones muestra cierto deterioro.

Los indicadores relativos a la inversión en construcción residencial mostraron, en general, una mejoría en el segundo trimestre de 2017, aunque son indicadores adelantados que se verán reflejados en los próximos trimestres. En concreto, la licitación ha registrado un crecimiento del 16,7%, debido tanto al avance en el segmento de edificación, casi del 30%, como del de obra civil que aumenta un 10,7%. Por tipo de administración, siguen siendo las administraciones autonómicas y locales las impulsoras de la actividad. Respecto a los visados de obra nueva, en los meses de abril y mayo el presupuesto de ejecución siguió creciendo a ritmos muy notables y la superficie a construir también.

Por su parte, las compra-ventas de vivienda, que mostraron un notable dinamismo en el primer trimestre de 2017, continúan registrando avances significativos con un aumento del 11,5%, aunque se desaceleran ligeramente con respecto al primer trimestre debido en su mayor parte a la desaceleración de las transacciones de vivienda usada (13,4%, frente al 18,1% del primer trimestre), lo que se ha visto parcialmente compensado por un mejor comportamiento de las transacciones de obra nueva, que crecen un 3,1% en el segundo trimestre, tras registrar en mayo y junio crecimientos de dos dígitos.

*La aportación del sector exterior se mantiene en 0,7 puntos porcentuales, al registrar tanto exportaciones como importaciones un menor crecimiento*

En lo que respecta al sector exterior, tras el repunte observado tanto en las exportaciones como en las importaciones en el primer trimestre, en el segundo trimestre se observa una clara desaceleración en ambas. En el caso de las exportaciones, ha sido el componente de bienes el que ha ralentizado su avance, mientras que los servicios, tanto turísticos como no turísticos, aumentan su dinamismo. Por su parte, las importaciones de bienes y las de servicios turísticos son las que moderan su ritmo de crecimiento. Con todo ello, la aportación al crecimiento del PIB se mantiene en 0,7 puntos porcentuales.

En lo que respecta al comercio exterior de bienes, según los datos de Aduanas correspondientes a los seis primeros meses de 2017, las exportaciones españolas de mercancías aumentaron un 10,0% frente al mismo periodo de 2016, un 9,6% en términos reales al aumentar los precios de exportación un 0,4%. Las importaciones, por su parte, aumentaron un 11,8% con respecto al primer semestre de 2016, aunque en términos reales aumentaron tan sólo un 5,4% al incrementarse sus precios un 6,1%. Con estos datos, el déficit comercial se situó en 11.088,4 millones de euros, un 40,7% superior al registrado en el mismo periodo de 2016. El saldo no energético arrojó un superávit de 262,2 millones de euros, frente a los 99,4 millones de 2016 y el déficit energético se incrementó un 42,3%, impulsado por el aumento del precio del petróleo.

En comparación con otras áreas geográficas, en el primer semestre de 2017 las exportaciones españolas crecieron un 10,0% interanual, frente a los valores registrados en la zona euro (7,7%) y en la Unión Europea (7,9%). Por países, también fueron superiores a los crecimientos de las exportaciones alemanas (6,1%), italianas (8,0%) o francesas (3,5%), pero inferiores a las de Reino Unido (18,3%), que se han visto favorecidas por la depreciación de la libra.

Por destino, las exportaciones españolas a la UE y la zona euro aumentaron en un 9,6% y 10,1%, respectivamente, y las dirigidas a destinos extracomunitarios mostraron un incremento del 11,0% en los primeros seis meses de 2017, con lo que el peso de las exportaciones a la zona euro sobre el total se redujo ligeramente (52,2% del total). El superávit comercial con la UE aumentó en la primera mitad de 2017 hasta los 10.030,5 millones de euros, frente a los 7.067,3 millones del mismo periodo del año anterior. Los sectores que más contribuyeron al crecimiento de las exportaciones fueron: productos energéticos (2,9 puntos), bienes de equipo (1,8 puntos), alimentación, bebidas y tabaco (1,7 puntos) y productos químicos (1,2 puntos).

*El incremento de los precios de las importaciones en la primera mitad de 2017 eleva el déficit en la balanza de bienes, lo que disminuye el superávit de la balanza por cuenta corriente y la capacidad de financiación de la economía frente al mismo periodo de 2016*

Según los datos de avance mensual de Balanza de Pagos publicados por el Banco de España, en los primeros seis meses de 2017 se registró un superávit por cuenta corriente de 3,6 miles de millones de euros, frente al superávit de 5,8 miles de millones del año anterior. Este empeoramiento se debe principalmente al resultado menos positivo de la balanza de bienes y servicios, cuyo superávit se redujo de 14,5 miles de millones a 11,1 miles de millones, a pesar de mejorar el saldo de Turismo y viajes. Por su

parte, la balanza de rentas primaria y secundaria registró un déficit ligeramente inferior (-7,5 miles de millones, frente a los -8,8 miles de millones del año anterior).

El saldo agregado de las cuentas corriente y de capital (que determina la capacidad o necesidad de financiación de la economía) fue positivo en el periodo enero-junio por 4,6 miles de millones, frente al saldo positivo de 6,3 miles de millones del mismo periodo de 2016.

*La buena marcha de la economía durante los primeros meses de 2017, está dando lugar a una revisión al alza de las previsiones por parte de las diferentes instituciones*

La economía española ha mostrado una evolución muy positiva durante la primera mitad de 2017 y las perspectivas apuntan un crecimiento todavía robusto en el resto del ejercicio. La fortaleza del consumo privado, en línea con la notable creación de empleo, y la recuperación del sector constructor, junto con el favorable comportamiento del sector exterior, está permitiendo que la economía continúe creciendo a buen ritmo y la desaceleración se haya ido retrasando hasta la segunda mitad de 2017. Además, las previsiones apuntan a una desaceleración muy gradual, ya que todavía se mantienen otros elementos de impulso como los bajos tipos de interés y la prolongación de las medidas de política monetaria expansiva del BCE, entre otras, que harán que el crecimiento en 2018 siga siendo elevado

Por todo ello, las perspectivas para 2017 y 2018 han mejorado y las previsiones para la economía española de las instituciones nacionales e internacionales siguen revisándose al alza. En este sentido, el Gobierno, que ya tuvo que revisar sus previsiones para 2017 en menos de un mes, entre los PGE-2017 y la Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020, de nuevo ha corregido al alza su estimación hasta el 3,0% en el mes de julio y, previsiblemente, en el cuadro macro que acompañe los PGE-2018 su previsión será todavía mayor.

Previsiones para la economía española										
	Consenso Funcas		Gobierno		Comisión Europea		Banco de España		CEOE	
	(jul-17)		(jul-17)		(may-17)		(jun-17)		(sep-17)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
PIB	3,1	2,7	3,0	2,6	2,8	2,4	3,1	2,5	3,2	2,7
Consumo Privado	2,6	2,4	2,6	2,4	2,5	2,0	2,7	2,0	2,5	2,4
Consumo Público	0,9	1,1	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	1,1	0,9
FBCF	4,3	4,2	3,9	3,6	3,4	3,9	3,7	4,6	3,9	3,7
Equipo	5,2	4,7	4,2	3,5	3,9	3,7	3,6	5,1	4,6	3,9
Construcción	3,6	3,9	3,9	4,0	3,0	3,9	4,0	4,9	3,4	3,7
Aportación Sector Exterior	--	--	0,5	0,4	0,4	0,3	0,6	0,3	0,7	0,5
Exportaciones	6,9	4,9	6,5	5,4	5,7	4,8	6,9	4,9	5,9	5,0
Importaciones	5,6	4,5	5,4	4,7	4,8	4,4	5,8	4,5	4,1	4,0
Empleo	2,7	2,3	2,8	2,6	2,3	2,1	2,9	2,3	2,8	2,5
Tasa de Paro	17,3	15,4	17,4	15,4	17,6	15,9	17,3	15,4	17,1	14,9
Precios de Consumo	2,0	1,5	--	--	2,0	1,4	2,0	1,3	1,9	1,1
Balanza por CC(% PIB)	1,8	1,7	1,6	1,5	1,6	1,6	--	--	1,7	1,6

Fuente: Funcas, M<sup>º</sup> de Economía, Industria y Competitividad, Comisión Europea, Banco de España y Servicio de Estudios de CEOE

También en el mes de julio, el FMI publicó una actualización de sus perspectivas de la economía mundial en la que elevaba su previsión para la economía española en cinco décimas para 2017, hasta el 3,1%, y tres décimas para 2018, hasta el 2,4%. En lo que respecta a los analistas nacionales, según el último Panel de Funcas, correspondiente al mes de julio, el promedio para 2017 se sitúa en el 3,1% y ya se sitúa en el 2,7% el promedio de previsiones para 2018. En el mes de junio, el Banco de España publicó su informe de previsiones, y también revisó al alza la estimación del 2,8% que realizó en marzo, hasta situarla en el 3,1%.

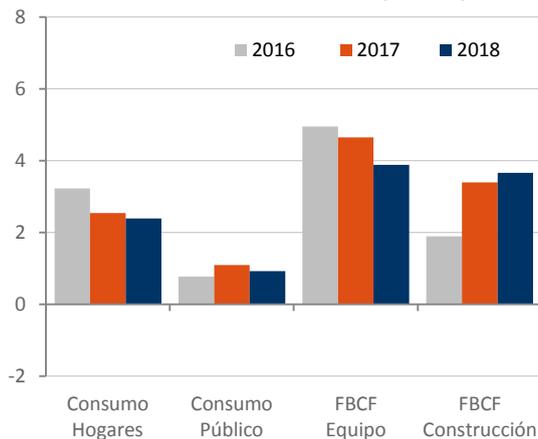
**CEOE mantiene sus estimaciones de crecimiento para la economía española en el 3,2% para 2017, y en el 2,7% para 2018**

CEOE mantiene su previsión de crecimiento del PIB para 2017 en el 3,2%, considerando la favorable evolución de la economía en la primera mitad del ejercicio y previendo una desaceleración muy gradual en lo que resta de 2017 y durante 2018. Para 2018, se prevé que la actividad se desacelere hasta el 2,7%. Con este escenario de previsión, España continuará creciendo más que la media de la Eurozona, y de hecho será el país que más crezca entre los principales países que comparten el euro.

**En la segunda mitad de 2017 se espera que la economía continúe manteniendo crecimientos muy elevados, con lo que el crecimiento será similar al de 2016**

La demanda interna continuará siendo el principal motor del crecimiento, aunque moderará su aportación positiva al PIB en 2017 y 2018. La inversión en bienes de equipo será el componente más dinámico, debido a las condiciones financieras favorables, a las mejores perspectivas de crecimiento de la economía española y mundial y la menor incertidumbre política. En cuanto a la inversión en construcción, se espera un notable repunte para 2017, que se mantendría en buena medida en 2018, con lo que su crecimiento superará el 3% en ambos años.

**Evolución de los componentes de la demanda interna (tasa ia)**



Fuente: INE y CEOE

**Evolución de los componentes de la demanda externa (tasa ia)**



Fuente: INE y CEOE

El consumo privado moderará su ritmo de crecimiento en 2017 y 2018, hasta el entorno del 2,5%. Aunque la notable creación de empleo y los bajos tipos de interés continúan impulsando el consumo, el incremento de la inflación en 2017 reducirá la capacidad de compra de su renta disponible.

El sector exterior continuará mostrando una aportación positiva al crecimiento del PIB, tanto en 2017 como en 2018. Las favorables expectativas para la economía mundial, incluyendo Europa, nuestro principal socio comercial, impulsarán las exportaciones. Mientras, las importaciones también mostrarán un mayor crecimiento en 2017 y 2018 frente a 2016, pero lo harán en menor medida que las ventas al exterior.

Tal y como ya venía adelantando CEOE desde los primeros meses del año, el repunte en la inflación del inicio de 2017 fue temporal y el incremento de los precios de consumo se ha ido moderando a lo largo del ejercicio. La inflación subyacente sigue su leve tendencia ascendente, si bien a tasas contenidas, con lo que, de no producirse grandes cambios en el precio del petróleo, es previsible que la inflación general finalice el año en el entorno del 1%. De esta forma, la media anual sería el 1,9% en 2017, y se reduciría hasta el 1,1% en 2018. En este escenario se contempla que el precio del petróleo sea algo superior a los 50 \$/barril en 2017 y 2018, y que no se produzcan subidas impositivas.

El menor superávit del saldo de bienes y servicios hará que el saldo de la balanza por cuenta corriente, aunque se mantenga en positivo, disminuya ligeramente con respecto a 2016, con un superávit equivalente al 1,7% del PIB en 2017 y algo inferior en 2018.

*Este escenario de previsión no está libre de riesgos que pueden hacer variar las previsiones tanto al alza como a la baja y a los que se debe prestar especial atención*

Entre los **riesgos al alza** cabe señalar:

- Un impacto mayor al previsto de las medidas adoptadas por el BCE en la mejora de las condiciones financieras y, en consecuencia, en la reactivación de la inversión y del crédito en Europa.
- Una política económica que fortalezca la competitividad y productividad de la economía española y con ello impulse el ciclo de recuperación y empleo.
- Seguir con el proceso de moderación salarial en España, que tan beneficioso ha sido para el aumento de la competitividad y el empleo.
- Una mejora adicional de las perspectivas de la economía mundial.

Los **riesgos a la baja** son:

- Incertidumbre política, sobre todo en lo asociado al proceso del Brexit, que debilite la confianza y la inversión, así como el efecto que pueda tener en el turismo y en las exportaciones.
- Repunte del precio del petróleo, que afectaría tanto a la renta disponible de las familias como a los costes de las empresas, perjudicando nuestro saldo comercial.
- Que a partir de 2017 se produzca un freno notable o una reversión del proceso de reformas estructurales en España.
- Que las subidas de tipos de interés en los EE.UU. puedan generar turbulencias en los mercados financieros.
- Riesgos geopolíticos.

### **Recuadro 1: RESULTADOS DEL PROYECTO LÍNEA ABIERTA: “LA PROBLEMÁTICA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DE BIENES Y SERVICIOS PARA EXPORTAR AL MERCADO ÚNICO EUROPEO”**

El pasado 17 de julio se presentaron los resultados del proyecto Línea Abierta en su fase XIV. Un proyecto que la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE) realiza en colaboración con la Secretaría de Estado de Comercio y el Instituto de Comercio Exterior (ICEX) desde 1993.

Este proyecto persigue dos objetivos fundamentales: 1) recoger información sobre los principales problemas que obstaculizan la actividad de las empresas españolas en el Mercado Único Europeo; y 2) buscar la solución a estos problemas en colaboración con las autoridades competentes de las Administraciones nacionales o comunitaria.

Con esta iniciativa se pretende que las empresas españolas puedan aprovechar al máximo el acceso ilimitado a cerca de 500 millones de consumidores y a más de 20 millones de empresas de la Unión Europea y vean en el Mercado Único la plataforma de expansión hacia un mundo más globalizado. Para España, la Unión Europea es el principal destino de los bienes y servicios, con una cuota del 66,3% en 2016. En consecuencia, es primordial que nuestras empresas puedan realizar su actividad exportadora en el Mercado Único con la máxima garantía de cumplimiento del principio de la libre circulación de mercancías y de la aplicación de la Directiva relativa a los servicios en el mercado interior. A pesar de todos los beneficios que conlleva y de lo mucho que se ha avanzado en su integración y funcionamiento, el Mercado Único todavía encuentra barreras a la libre circulación tanto de bienes como de servicios.

En la decimocuarta fase se ha trabajado con un universo de 10.000 empresas representativas de cada uno de los sectores, tanto de mercancías como de servicios, que se extiende por todas las Comunidades Autónomas de España. Esta base de datos ha sido proporcionada por el ICEX. En esta edición, hay que destacar dos novedades; la primera, la nueva clasificación de los sectores económicos para su homogeneización con las estadísticas de comercio exterior del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad; y la segunda, un mayor grado de respuesta de las empresas españolas, sobre todo, las que exportan servicios.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que no todas las quejas manifestadas por las empresas españolas tienen la misma trascendencia e importancia. A lo largo del Informe se diferencia entre tres categorías de trabas en función de su gravedad:

- **Obstáculos comerciales:** Medidas exigidas por ley en los mercados de los Estados miembro de destino y que suponen un incumplimiento de la normativa que regula el Mercado Interior de la Unión Europea.
- **Problemas:** Aquellas medidas desproporcionadas, discriminatorias o injustificadas, exigidas por los mercados de los países de destino, y que, a pesar de no incumplir la normativa del Mercado Único, suponen un obstáculo al comercio o sitúan a la empresa exportadora española en desventaja respecto de su cliente comunitario. También se incluyen en este grupo las dificultades muy recurrentes.
- **Dificultades:** Problemas de menor entidad pero que son motivo de mayor complicación empresarial que la que se derivaría si se operara en el mercado nacional.

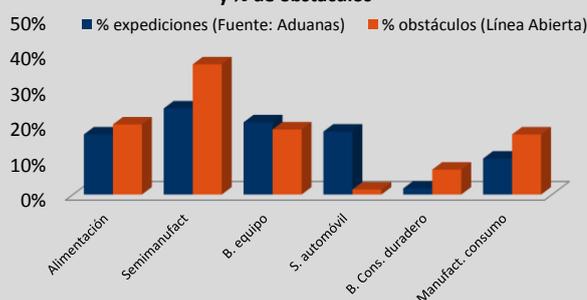
#### **Conclusiones del informe**

##### **Mercancías:**

1. De las 900 empresas entrevistadas, 153 han encontrado 430 trabas que afectan al comercio intracomunitario de sus productos. Es decir, solo el 17% de las empresas entrevistadas ha encontrado alguna traba en su actividad exportadora. Dichas trabas se dividen en 71 obstáculos comerciales, 212 problemas y 147 dificultades, lo que supone que 1 de cada 8 empresas tiene problemas y 1 de cada 23 empresas detecta obstáculos comerciales dentro del Mercado Único.
2. Los obstáculos comerciales que más trabas suponen para las empresas españolas son los relativos a las normas técnicas. Dichos obstáculos suponen más del 70% de todos los detectados, destacando aquellos que se refieren a la falta de armonización, que obliga a la empresa a tener que cumplir con las normas de cada Estado miembro al que se dirija el producto, y los derivados de la ausencia de reconocimiento de los certificados u homologaciones obtenidos en España.

3. Los obstáculos relacionados con los envases y embalajes ocupan el segundo lugar por orden de importancia, suponiendo casi el 15% del total de obstáculos, todos ellos causados por falta de armonización en el etiquetado de determinados productos.
4. Los sectores con mayor número de obstáculos son: Semimanufacturas (36,6%), Alimentación (19,7%), Bienes de equipo (18,3%), Manufacturas de consumo (16,9%) y Bienes de consumo duradero (7%). En total suman el 98,5% de todos los obstáculos encontrados.
5. Los obstáculos relacionados con el funcionamiento del Mercado Único están concentrados principalmente en los Estados hacia los que se dirigen la mayor parte de los productos españoles: Francia (45,1%), Alemania (18,3%), Reino Unido (7%), Italia (5,6%) y Suecia (4,2%). Entre los cinco Estados suman más del 80% de todos los obstáculos recogidos.
6. Las empresas españolas que más obstáculos han denunciado pertenecen a Comunidad Valenciana (21,1%), Castilla y León (14,1%), Cataluña (11,3%), Aragón (11,3%) y Madrid (9,9%). Entre las cinco suman casi el 68% de todos los obstáculos.
7. El 73% de las empresas entrevistadas, opina que han aumentado sus oportunidades de negocio dentro de la Unión Europea, debido principalmente a la búsqueda de oportunidades fuera de España.
8. Los problemas más importantes para las empresas españolas son los relacionados con: las normas técnicas exigidas por los clientes; los retrasos en los pagos y las trabas administrativas y fiscales.

**Exportaciones de mercancías (cuota por sectores UE-28) y % de obstáculos**



#### Servicios:

1. De las 500 empresas entrevistadas, 34 han encontrado alguna traba en la prestación de sus servicios dentro del Mercado Interior. En total suman 123 trabas, divididas en 16 obstáculos comerciales, 61 problemas y 46 dificultades, lo que supone que 1 de cada 21 empresas tiene problemas y 1 de cada 69 empresas encuentra obstáculos comerciales.
2. Los principales obstáculos comerciales están relacionados con la libre prestación de servicios, representando más del 62% de los obstáculos totales. En segundo lugar destacan los relativos a la libertad de establecimiento, con un 25% del total de obstáculos comerciales.
3. Los sectores con mayor número de obstáculos comerciales son: Servicios de construcción (31,3%), Servicios de medio ambiente (31,3%) y Servicios de instalación y mantenimiento de equipos (18,8%).
4. La mitad de los obstáculos comerciales se han encontrado en aquellos Estados miembro con mayor importancia para nuestro mercado, es decir, Alemania y Francia, ambos con un 25%.
5. Madrid (65,6%), que concentra las grandes empresas de servicios de exportación, es la Comunidad Autónoma que más obstáculos ha encontrado, seguida a distancia de Cataluña.
6. El 79,4% de las empresas entrevistadas, opina que han aumentado sus oportunidades de negocio dentro de la Unión Europea, debido principalmente a la búsqueda de oportunidades fuera de España y a los cambios en la política comercial de su empresa.
7. Los problemas más numerosos están relacionadas con la libre prestación de servicios, la normativa técnica y los relativos a las operaciones comerciales y contratos, debidos a retrasos en los pagos, o a la exigencia de tener una cuenta bancaria en destino.

**Exportaciones de servicios no turísticos (cuota por países UE-28) y % de obstáculos detectados**



## III.2. INFLACIÓN Y COMPETITIVIDAD

En lo transcurrido de 2017, la inflación española ha registrado una clara tendencia descendente desde el 3,0%, registrado en enero y febrero, hasta el 1,5% registrado en junio y julio. Esta evolución ha venido marcada por el componente energético del IPC, fundamentalmente por los precios de carburantes y lubricantes, que reflejaban un precio del petróleo muy superior al registrado un año antes. A medida que pasaban los meses, este diferencial con el año anterior fue disminuyendo, reduciendo su impacto sobre la inflación general. Al mismo tiempo, la inflación subyacente ha registrado tasas muy contenidas, en torno al 1%, sin que se observen presiones inflacionistas en ninguno de sus componentes. Según el indicador avanzado publicado por el INE, en el mes de agosto la inflación se situará en el 1,6%.

Según el último dato disponible, correspondiente al mes de julio, la inflación se mantuvo en el 1,5%, la misma tasa que el mes anterior. Esta contención en su incremento anual fue el resultado de un aumento de la inflación subyacente, que se situó en el 1,4%, dos décimas más que en el mes de junio, que se vio compensado con el descenso de los precios de los alimentos sin elaborar y de la electricidad.

### *Aumenta ligeramente el diferencial positivo con la zona euro*

El Índice de Precios de Consumo Armonizado se situó en el 1,7% en julio, una décima más que en el mes anterior, y el índice promedio de la Unión Económica y Monetaria y se mantuvo en el 1,3%, por lo que el diferencial positivo aumenta una décima, hasta 0,4 puntos porcentuales.

Índice de Precios de Consumo (tasa de variación anual)									
	2015	2016	16.III	16.IV	17.I	17.II	may.	jun.	jul.
IPC. Índice general	-0,5	-0,2	-0,2	1,0	2,7	2,0	1,9	1,5	1,5
Sin Energía ni alim. no elab.	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,0	1,2	1,4
Alimentación	1,2	1,3	1,5	0,5	1,4	1,1	1,2	0,9	0,3
Sin elaborar	1,8	2,3	3,5	1,0	4,1	2,5	2,8	1,4	-1,0
Elaborada	0,9	0,8	0,7	0,3	0,2	0,4	0,4	0,7	1,0
Bienes Industriales	-2,7	-2,4	-2,4	0,9	5,0	2,4	2,5	1,2	1,5
No Energéticos	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7	0,2	0,1	0,2	0,3
Energía	-9,0	-8,4	-8,6	1,6	15,3	8,0	8,3	3,7	4,1
Carburantes y lubric.	-12,1	-6,8	-7,0	3,4	15,9	5,6	4,9	0,4	1,9
Servicios	0,7	1,1	1,0	1,3	1,2	1,9	1,7	1,9	1,9
Alquiler de Vivienda	-0,5	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
Transporte	-4,5	-2,0	-2,0	2,6	7,5	3,8	3,4	1,8	2,4
Turismo y Hostelería	1,1	0,9	0,7	1,0	1,5	3,1	2,4	3,0	3,0

Fuente: INE y Servicio de Estudios de CEOE

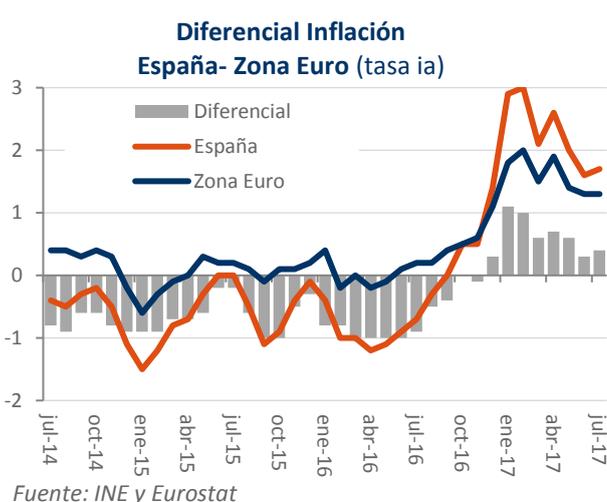
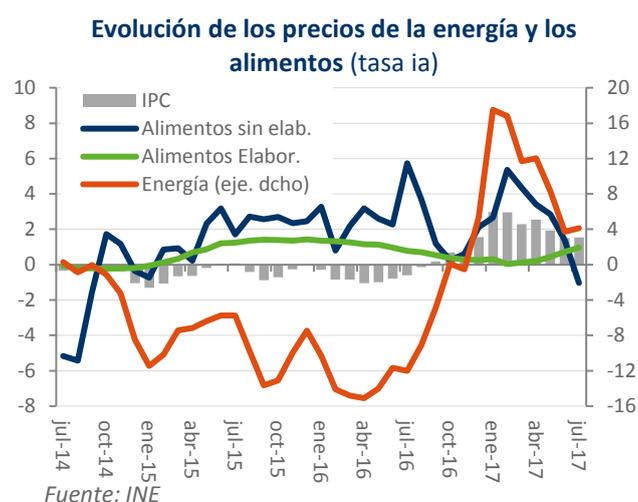
### *La inflación subyacente, aunque se acelera ligeramente, continúa mostrando una variación contenida en todos sus componentes*

La inflación subyacente, a pesar de acelerarse hasta el 1,4%, continúa mostrando una variación muy moderada, reflejando una gran estabilidad de precios en el núcleo de la inflación. Dentro de sus componentes, los Bienes industriales sin productos energéticos registran un repunte de una décima hasta el 0,3% y los Alimentos con elaboración, bebidas y tabaco se aceleran tres décimas hasta el 1%. Los Servicios son los que registran un mayor incremento, con un 1,9% de variación, aunque han mantenido prácticamente su tasa interanual respecto a junio. El auge del turismo en España, tanto internacional como

nacional, y la habitual temporada estival se reflejan en la rúbrica de turismo y hostelería, que se eleva hasta el 3% interanual.

Los precios de los Alimentos sin elaboración retroceden un 1% interanual, debido al descenso en julio de los precios de las frutas, frente a la notable subida que registraron en julio del pasado año.

Los productos energéticos han sido, durante los primeros meses de 2017, los principales impulsores de la inflación y todavía lo continúan siendo, aunque con menor intensidad, por el diferencial de los precios del petróleo con el año anterior, registrando incrementos interanuales notables en sus componentes de carburantes y lubricantes (1,9%), electricidad (6,2%) y gas (10,7%).



*El efecto alcista de los precios del petróleo no es tan significativo como a comienzos de año, pero todavía condiciona la evolución de la inflación general y lo seguirá haciendo los próximos meses*

El precio del petróleo había mostrado una tendencia ligeramente descendente durante la primera mitad del año, desde los 54\$/barril de los primeros meses del año hasta situarse en torno a los 45/46\$/barril en junio. Sin embargo, en el mes de julio y agosto el precio del barril Brent ha vuelto a superar los 50\$/barril, niveles ligeramente superiores a los del mismo periodo del año anterior. De este modo, los precios energéticos se imponen todavía como el principal elemento inflacionista del índice general, con un avance del 4,1%. En lo transcurrido de septiembre, el precio del barril de petróleo se sitúa en torno a los 53\$/barril, lo que de mantenerse supondría un incremento del 13,2% con respecto a septiembre de 2016. En euros, el aumento será algo más contenido (5,8%), debido a la depreciación del dólar en los últimos meses.

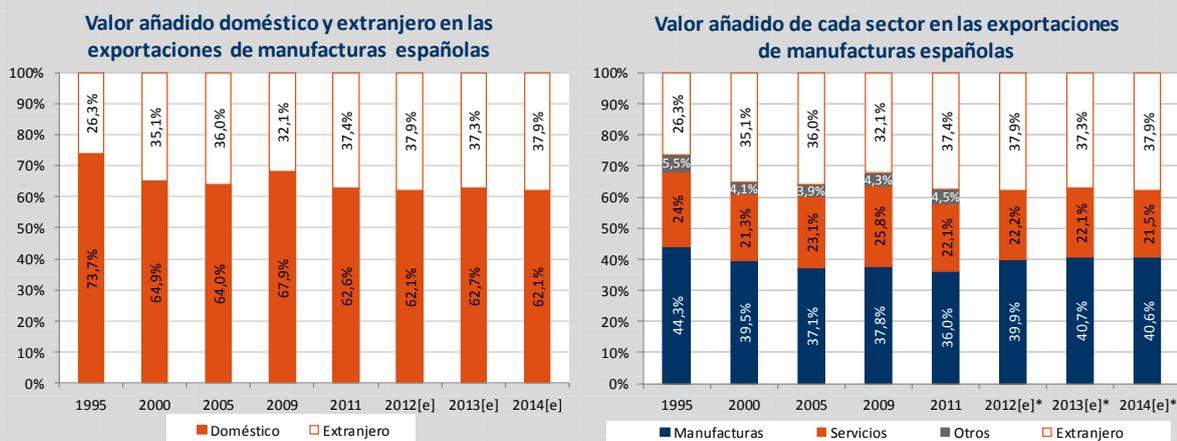
*En lo que resta de 2017, de mantenerse los precios del petróleo en niveles similares a los actuales, la inflación continuará su senda descendente*

En lo que resta de 2017, la inflación seguirá muy condicionada por la evolución de los precios del petróleo, ya que se espera que la inflación subyacente siga mostrando una evolución muy moderada. En los próximos meses, si el petróleo se mantiene en los niveles actuales, el incremento anual de sus precios se irá reduciendo gradualmente. Así, la inflación continuará la senda de desaceleración seguida a lo largo del ejercicio, finalizando el año en tasas similares a la subyacente.

## Recuadro 2: LA INDUSTRIA ESPAÑOLA EN LAS CADENAS GLOBALES DE VALOR

El progreso de la tecnología y las comunicaciones, junto con la reducción de los costes de transporte y la mayor liberalización y apertura de los intercambios comerciales, ha provocado en las últimas décadas cambios en la producción y el comercio internacionales. Uno de estos cambios ha sido la fragmentación internacional de los procesos productivos, incrementándose el comercio de productos generados en **cadena global de valor (CGV)**. Esto es, bienes con procesos productivos cuyas diferentes etapas se llevan a cabo en varios países, en un sucesivo intercambio de bienes intermedios que son transformados y posteriormente reexportados a otros países. La creciente importancia de las CGV hace que los indicadores tradicionales para medir intercambios comerciales puedan aportar una imagen desvirtuada a la hora de analizar, por ejemplo, el impacto que las medidas adoptadas en otros países pueden tener sobre la economía del país analizado o el efecto sobre la economía doméstica de los cambios en la demanda externa, ya que los efectos de arrastre se filtran a otros países a través de las CGV.

En este recuadro se realiza un análisis de la participación de la industria española en las CGV a partir de la información de la base de datos **Trade in Value Added (TiVA) de la OCDE**, que recientemente ha publicado sus primeras estimaciones para los años 2012, 2013 y 2014.



Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos TiVA de la OCDE

\* Estimaciones. Las estimaciones sólo permiten desagregar servicios y valor añadido extranjero, por lo que el apartado "manufacturas" recoge la suma de "manufacturas" y "otros"

Uno de los principales indicadores que sirve para analizar la importancia y evolución de las cadenas globales de valor en la economía de un país es **valor añadido doméstico en las exportaciones (VAX)**, es decir, el porcentaje del valor de las exportaciones que se corresponde realmente con valor añadido por el país en cuestión, sustrayendo el valor importado desde el extranjero para elaborar los bienes a exportar.

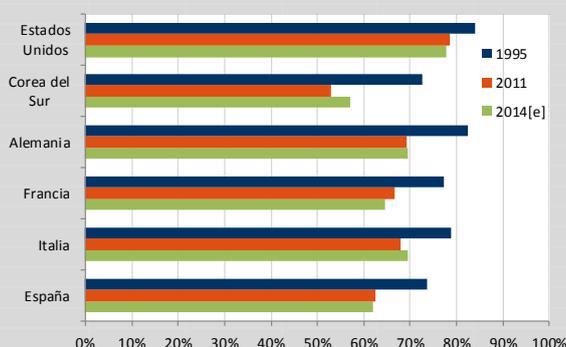
Como se puede ver en el gráfico anterior, el valor añadido doméstico incluido en las exportaciones de manufacturas españolas ha mostrado una senda bajista desde el 73,7% del año 1995 hasta el 62,1% de la última estimación correspondiente a 2014. La tendencia fue claramente descendente entre 1995 y 2005, sufriendo un repunte en 2009 debido a las dificultades que experimentó el comercio mundial en aquel año como consecuencia de la crisis global. Posteriormente, la tendencia se habría frenado o al menos ralentizado notablemente.

Por otro lado, el valor añadido doméstico incorporado en las exportaciones de la industria manufacturera no necesariamente tiene que haber sido incorporado por la propia industria manufacturera. Hasta que el bien es exportado puede pasar por múltiples etapas que incluyen otros sectores adyacentes al mismo que también incorporan valor añadido en la cadena.

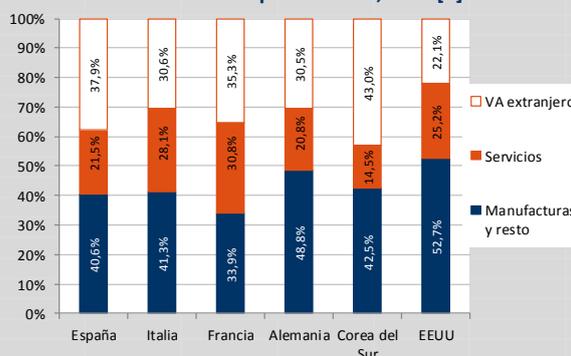
En este sentido, si desagregamos el valor añadido doméstico en los sectores que lo generan, con independencia de que haya sido finalmente el sector de manufacturas el responsable de exportarlo, se observa una trayectoria descendente en la aportación de valor añadido tanto en el componente de manufacturas como en el de servicios a favor del valor añadido extranjero, lo que sugiere una sustitución de parte de las etapas de producción, almacenaje y distribución internas por externas. Esta tendencia fue bastante acusada hasta 2012, donde la aportación doméstica al valor añadido se situó en el 62,1% y la del valor añadido extranjero en el 37,9%. Las estimaciones para

el periodo 2012-2014 no permiten desagregar entre manufacturas y otros sectores, pero se aprecia un estancamiento o clara ralentización en este proceso de sustitución de procesos nacionales por extranjeros.

**Valor añadido doméstico en las exportaciones de manufacturas por países**



**Valor añadido a las exportaciones de manufacturas por sectores, 2014 [e]**



Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos TiVA de la OCDE  
 [e] Estimaciones. Las estimaciones sólo permiten desagregar servicios y valor añadido extranjero, por lo que el apartado “manufacturas” recoge la suma de “manufacturas” y “otros”

Al comparar con otros países, se comprueba como el patrón de comportamiento descrito para las exportaciones españolas es compartido por la mayoría de economías desarrolladas, si bien desde distinto punto de partida y con diferente grado de intensidad. En todos los casos se observa una clara tendencia descendente entre 1995 y 2011, que se ha frenado e incluso revertido en los siguientes años hasta 2014.

Dentro de los principales países europeos analizados, Alemania se sitúa como la economía que presenta un mayor porcentaje de valor añadido doméstico incorporado en sus exportaciones de manufacturas, con un 69,6% de valor añadido doméstico en 2014, siendo superada, una vez que se amplía el horizonte de estudio al plano internacional, por Estados Unidos. Además, el país norteamericano experimentó una menor reducción de este componente para el período analizado que las principales economías europeas, pasando de aportar un 84% del valor de sus exportaciones de manufacturas de manera doméstica en 1995 a hacerlo en un 77,9% en el año 2014. Por otro lado, Corea del Sur, que ya partía de niveles inferiores en este indicador, ha experimentado, además, una mayor pérdida relativa de valor añadido en sus exportaciones de manufacturas que el resto de países analizados, pasando del 72,6% al 57,0% en 2014, a pesar de haber revertido la tendencia en los últimos años.

Al desagregar el valor añadido doméstico aportado por los sectores de manufacturas (“manufacturas y resto”) y servicios también se observan algunas diferencias significativas, aunque hay que señalar que en todos los países estudiados se observa una disminución del porcentaje de valor añadido por el sector de manufacturas a sus exportaciones causado por el progresivo incremento del valor añadido extranjero. Esta evolución, en el caso de Italia y Francia también puede explicarse, en parte, por un aumento del peso del sector servicios.

Italia y Corea del Sur presentan un porcentaje de valor añadido del sector de manufacturas a sus propias exportaciones muy similar al español, aunque el primero destaca por un mayor peso del sector servicios, en detrimento del valor añadido extranjero, mientras que el país asiático presenta un patrón justamente inverso, con un menor peso del sector servicios y una mayor participación del valor extranjero en la generación de valor de sus exportaciones de manufacturas. Alemania y Estados Unidos presentan una mayor participación del sector manufacturero a la hora de generar valor añadido para sus propias exportaciones, mientras que la aportación del sector servicios está en línea con la de la economía española.

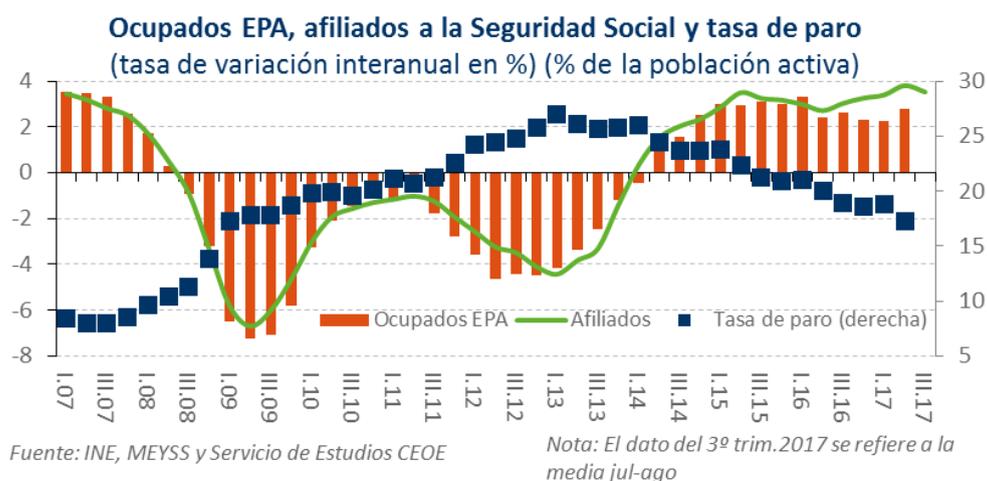
De todo lo anterior, se puede concluir que el intenso proceso de sustitución de valor añadido doméstico por valor añadido extranjero vivido hasta 2011 ha experimentado una clara ralentización e incluso una reversión en los últimos años. Este hecho ha podido verse influido por las reformas estructurales llevadas a cabo a partir de la crisis de 2009 y que ha dado lugar a ganancias de competitividad en algunos países desarrollados, como España, que hacen menos atractiva la fragmentación internacional de los procesos productivos.

### III.3. MERCADO LABORAL

*La EPA del segundo trimestre reflejó una aceleración en el ritmo de creación de empleo de la economía española, siendo el sector privado su principal impulsor*

Los resultados de la EPA del segundo trimestre reflejaron la tendencia positiva del mercado laboral. El ritmo de creación de empleo en términos interanuales se intensificó hasta el 2,8%, lo que supone que el número de ocupados aumentó en 512.300 personas en un año. Además, hay que destacar que más del 98% del empleo creado en el último año fue en el sector privado, con una tasa interanual del 3,3%. En el sector público también se creó empleo, a un ritmo del 0,3% interanual, tras dos trimestres de caídas. Así, el número de ocupados alcanzó los 18,8 millones de personas, una cifra no vista desde el año 2010.

En un trimestre que suele ser favorable para el mercado laboral por razones estacionales, la ocupación creció en términos trimestrales en 375.000 personas, lo que supone un incremento superior al que se produjo en el segundo trimestre de 2016. Mientras, el número de parados descendió en 340.700 personas y se situó por debajo de los 4 millones de personas por primera vez desde 2008 (en concreto, en 3.914.300 personas). Desde el segundo trimestre de 2016, el número de desempleados bajó en 660.400 personas. La tasa de paro descendió hasta el 17,2%, la más baja desde finales de 2008.



*El dinamismo de la actividad económica permitirá que entre 2017 y 2018 haya unos 940.000 nuevos ocupados, mientras que la tasa de paro bajará en estos dos años, hasta el 14% a finales de 2018*

En línea con el notable impulso que está registrando la actividad económica en 2017, la recuperación del mercado laboral continuará este año, manteniéndose un ritmo de creación de empleo similar al registrado el año pasado, con una tasa del 2,7%, en términos EPA, y del 2,4% en 2018, según las previsiones de CEOE. Esto supone que en estos dos años, 2017 y 2018, habrá unos 940.000 nuevos ocupados. Mientras, el número de parados continuará reduciéndose paulatinamente y la tasa de paro también descenderá, para situarse en el 17,1% de media anual en 2017 y en el 14,9% en 2018. De hecho, a finales del año 2018, el número de parados habrá bajado hasta los 3,18 millones de personas y la tasa de paro estará en el 14%, según las previsiones de CEOE.

### Los afiliados a la Seguridad Social desaceleran su ritmo de crecimiento en julio y agosto, aunque siguen mostrando un crecimiento elevado

En la primera parte de 2017, el gran dinamismo en el mercado laboral fue una de las notas más destacables del panorama económico, con un crecimiento cercano al 4% de los afiliados a la Seguridad Social en el segundo trimestre. Sin embargo, los datos más recientes, referentes a julio y agosto, muestran que la recuperación del empleo comienza a moderarse, aunque continúan con un crecimiento elevado.

En concreto, en agosto, un mes tradicionalmente negativo para el mercado laboral, los afiliados a la Seguridad Social descendieron en 179.485 personas. Sin embargo, la caída de la afiliación en 2017 ha sido más intensa que en años anteriores, de hecho es la más elevada desde 2008. Los afiliados a la Seguridad Social cayeron en todos los grandes sectores, pero comparando el descenso de agosto de este año con el del mismo mes de 2016, se observa que los servicios han sido el sector que más ha contribuido a que el dato de este año sea más desfavorable (en agosto de 2017 los afiliados en este sector descendieron en unas 120.000 personas, frente a la caída de unas 90.000 personas en el mismo mes de 2016).

Por su parte, la tasa interanual se desaceleró en julio y agosto, hasta el 3,4% en este último mes. Aun así, el ritmo de creación de empleo se mantiene todavía elevado y supone 609.849 afiliados más que hace un año. En el conjunto de estos dos meses, la tasa interanual fue del 3,5%, tres décimas menos que la registrada en el segundo trimestre. Por sectores, en media de julio y agosto, en casi todos ellos se produjo una ralentización de la afiliación a la Seguridad Social, en mayor o menor medida. La agricultura ha sido el sector donde más se ha moderado el crecimiento, que ha pasado de un 2,8% en el segundo trimestre a un 0,9% en el conjunto de julio y agosto. En los servicios, la tasa interanual fue del 3,6%, dos décimas menos que en el periodo de abril a junio. La construcción es el sector con mayor dinamismo, con un crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social del 6,0% en el conjunto de julio y agosto, frente al 6,1% del segundo trimestre. Finalmente, en la industria, la tasa interanual se mantuvo estable en el 3,1% en el periodo julio-agosto.

En función de la naturaleza del empleador, público o privado, los afiliados del sector privado mostraron una moderación de su ritmo de crecimiento en media de julio y agosto, hasta el 3,5%, mientras que los afiliados del sector público continuaron acelerando la tasa interanual, hasta el 3,9% en ese mismo periodo.



Fuente: Seguridad Social y Servicio de Estudios CEOE

*El paro registrado aumentó en agosto en 46.400 personas, hasta los 3,38 millones de personas, pero esta cifra supone unos 315.000 desempleados menos que hace un año*

En agosto, el paro registrado aumentó en 46.400 personas, tras seis meses de bajadas. Agosto es un mes desfavorable para el desempleo, pero este incremento es el más elevado en este mes desde el año 2011. En términos interanuales, el paro registrado sigue bajando (-8,5%), aunque a menor ritmo que en meses anteriores. Aun así, esto supone 315.172 parados menos que hace un año, de los que más de la mitad procedían del sector servicios. La cifra total de parados registrados se sitúa en 3.382.324 personas, la más baja en un mes de agosto desde 2008. Previsiblemente, el paro registrado continuará aumentando en los dos próximos meses, por el fin de temporada de las actividades vinculadas al periodo estival.

### *La remuneración por asalariado registró una desaceleración en el segundo trimestre*

En el segundo trimestre, la remuneración por asalariado mostró una desaceleración, y pasó de una tasa interanual del 0,4% en el primer trimestre a un -0,1%. Según las estimaciones del Servicio de Estudios de CEOE, en la rama más próxima a lo que sería el sector público<sup>1</sup>, la remuneración por asalariado descendió un -0,8% en el segundo trimestre, tras haber crecido un 0,2% en el trimestre anterior. Esta evolución de la remuneración por asalariado en el sector público está condicionada por la devolución de la paga extra de diciembre de 2012 de los empleados públicos que fue suprimida, que se efectuó en varios tramos en los años 2015 y 2016. En cambio, en el sector privado<sup>2</sup>, la remuneración por asalariado aumentó un 0,3% en el segundo trimestre, frente al 0,6% registrado en el primero.

La productividad aparente por trabajador (en términos de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo) desaceleró su ritmo de crecimiento en dos décimas, hasta el 0,3% en el segundo trimestre. Mientras, el coste laboral unitario (CLU) cayó un -0,4%, con lo que retoma la senda descendente que viene mostrando desde 2016, y que fue interrumpida en el primer trimestre de 2017.

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO												
(Tasa de variación anual)												
	2015	2016	15.I	15.II	15.III	15.IV	16.I	16.II	16.III	16.IV	17.I	17.II
<b>Remun. por asalariado (Total)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>
Remun. por asalariado Agricultura	6,0	1,3	6,5	5,2	4,5	7,8	1,9	2,6	0,4	0,2	-0,2	0,2
Remun. por asalariado Industria	-0,7	0,2	-0,7	-0,8	-0,8	-0,6	0,6	0,2	0,0	-0,1	0,5	0,3
Manufacturas	-0,7	0,4	-0,5	-0,8	-0,8	-0,5	0,6	0,4	0,4	0,2	0,7	0,4
Remun. por asalariado Construcción	-1,0	-1,5	-0,3	-0,8	-0,5	-2,3	-1,6	-1,6	-2,0	-1,0	-1,3	-1,7
Remun. por asalariado Servicios	0,8	0,1	0,9	0,5	0,6	1,1	0,0	0,3	0,2	0,1	0,6	0,0
Comercio, transporte y hostelería	0,5	-0,2	0,8	0,1	0,1	1,0	-0,9	0,0	-0,4	0,4	1,6	1,0
Información y comunicaciones	0,0	0,3	0,4	-1,7	0,0	1,3	0,3	1,6	0,1	-0,8	-2,2	-1,8
Actividades financieras y seguros	3,5	-1,1	2,8	2,9	4,5	3,7	-0,7	-2,6	0,2	-1,1	0,3	-0,1
Actividades inmobiliarias	5,0	2,6	2,8	5,4	5,6	6,0	5,6	3,2	0,9	0,7	3,0	2,6
Activ. prof., científ., técn., admvas.	0,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,6	1,3	1,0	0,2	-0,4	1,3	1,0
AA.PP., sanidad y educación	2,5	0,8	2,8	2,4	2,1	2,6	0,7	1,1	1,0	0,3	0,2	-0,8
Act. artísticas, recreativas y otros	-4,0	0,6	-4,0	-5,0	-3,7	-3,5	0,3	0,3	0,7	1,3	0,5	0,7

Fuente: INE y Servicio de Estudios de CEOE

<sup>1</sup> El sector público se ha aproximado por la rama Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales.

<sup>2</sup> El sector privado se ha aproximado por el agregado de la economía a excepción de la rama Administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales.

### Recuadro 3: ACTUALIDAD SOCIOLABORAL: CONFLICTIVIDAD

#### 1. Información sobre la conflictividad laboral en los ocho primeros meses de 2017.

Según los respectivos Informes de conflictividad de CEOE, en los **dos primeros cuatrimestres del año** han tenido lugar **538 huelgas**, con **199.759 trabajadores implicados en las mismas** y **6.479.156 horas de trabajo perdidas**.

Respecto al mismo período del año 2016, con unos niveles muy bajos de conflictividad, **han crecido un 3,07% el número de huelgas**, un **69,87% las horas de trabajo perdidas** y un **124,08% los trabajadores en huelga**. Hay que tener en cuenta, en esta comparación, la repercusión que en la conflictividad laboral han supuesto las huelgas en el sector de transportes y comunicaciones en los meses de abril a agosto, especialmente en el sector del taxi, el metro de Madrid y Barcelona o RENFE, así como la de estibadores en junio y los controles de seguridad del aeropuerto de El Prat en agosto de 2017 y la que tuvo lugar en abril de 2016 la huelga en enseñanza y en junio de ese mismo año en RENFE.

Por su parte, en el conjunto de los **ocho primeros meses de 2017**, en la **conflictividad estrictamente laboral**, es decir, excluyendo la derivada de huelgas en servicios de carácter público y por motivaciones extralaborales, se contabilizaron **379 huelgas**, en las que participaron **41.803 trabajadores** y se perdieron **2.526.646 horas de trabajo**. En relación con el mismo período de 2016, **ha crecido el número de huelgas** un 0,53%, las **horas de trabajo perdidas** un 66,84% y los **trabajadores que participaron en ellas** un 119,85%.

Por lo que se refiere a la conflictividad en **empresas o servicios de carácter público** en lo que va de año se han contabilizado 139 huelgas en empresas o servicios de carácter público, secundadas por 155.392 trabajadores, en las que se perdieron 3.772.598 horas de trabajo. De esta forma, **respecto al mismo período de 2016, han crecido el número de huelgas** -un 16,81%- , las **horas de trabajo perdidas** -un 64,34%- y los **trabajadores que participaron en las huelgas** -un 133,18%-.

En cuanto a las **causas de la conflictividad**, señalar que hasta **agosto por la tramitación de expedientes de regulación de empleo** se llevaron a cabo 97 huelgas, en las que participaron 16.207 trabajadores y se perdieron 1.031.284 horas de trabajo, el 15,92% de las perdidas en los ocho primeros meses de 2017.

Por la **negociación de convenios** se produjeron 40 huelgas en los dos primeros cuatrimestres de 2017, secundadas por 11.533 trabajadores y se perdieron 738.512 horas de trabajo, el 11,40% de las perdidas entre enero y agosto de 2017, ambos inclusive.

Comparando con los datos de los **dos primeros cuatrimestres** de 2016, en que dominaron muy bajos niveles de conflictividad:

- Con **dos huelgas menos que en el mismo período de 2016**, en concreto **97, han aumentado las horas de trabajo perdidas** -un 101,49% sobre 511.823 de los ocho primeros meses de 2016- y los **trabajadores que secundaron las huelgas motivadas por EREs** -un 161,82% sobre 6.190 de dicho período de 2016-.
- **Han aumentado las horas de trabajo perdidas** -un 10,58% sobre 667.874 de los ocho primeros meses de 2016-, los **trabajadores implicados en huelgas** derivadas de la **negociación colectiva** -un 32,81% sobre 8.684-, así como el **número de huelgas** -un 33,33% sobre las 30 de 2016-.

Finalmente, señalar que durante los **ocho primeros meses** de 2017 los **sectores más afectados por las huelgas**, desde la perspectiva del número de horas de trabajo perdidas, fueron **Transportes y comunicaciones** (2.528.972 -el 39,03% de las horas perdidas entre enero y agosto de 2017-); **Educación** (939.376 -el 14,50%-); **Metal** (556.680 -el 8,59%-); y **Actividades sanitarias** (317.624 -el 4,90% de las horas perdidas en los ocho primeros meses de 2017-).



### III.4. SECTOR PÚBLICO

#### *El descenso del desequilibrio presupuestario en la Administración Central contribuye notablemente a la contención del déficit público del conjunto de las Administraciones Públicas*

La información relativa al conjunto de las Administraciones Públicas, excepto las Corporaciones Locales, apunta a una contención significativa del déficit público hasta mayo de 2017. El saldo negativo se reduce hasta el -1,6% del PIB, frente al -2,3% del PIB que se acumuló en el mismo periodo de 2016. Ha sido el Estado el que concentra un descenso más acusado de su desequilibrio presupuestario (en torno al 33% en tasa interanual), mientras que los Fondos de la Seguridad Social presentan un balance muy similar al registrado en el mismo periodo del pasado año. Por su parte, las Comunidades Autónomas han empeorado levemente su saldo frente al ejercicio 2016, al acumular un déficit de -0,4% del PIB, frente al -0,3% del PIB registrado el pasado año.

Respecto al saldo primario en estos cinco primeros meses, se ha pasado de un déficit primario de 12.639 millones en 2016 a uno de 6.575 millones en 2017. Con todo, cabe recordar que en el primer trimestre de 2017, se contabilizó un superávit primario.

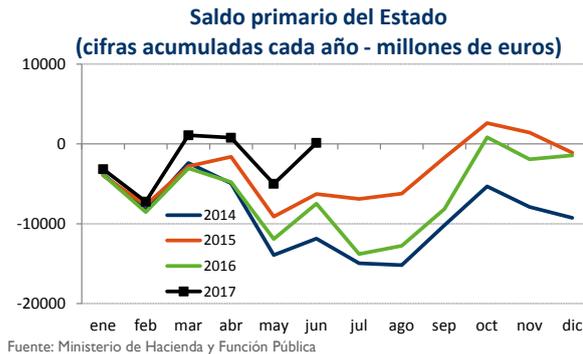
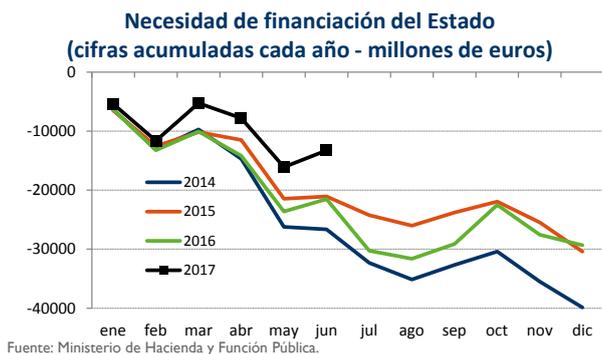
#### *Notable incremento de los recursos provenientes de los impuestos sobre la renta y el patrimonio*

Los cinco primeros meses se han caracterizado por el aumento de los ingresos para el conjunto de la Administración Pública. Así, se están recuperando los ingresos por cotizaciones sociales (4,6% interanual) y también sobresa el dinamismo de los recursos impositivos (6,6%), entre ellos, el aumento en un 10,2% de los recursos provenientes de los impuestos corrientes sobre renta y patrimonio.

En cuanto al gasto, éste permanece contenido, con un leve descenso de los empleos no financieros para el conjunto de la Administración Pública (-0,1% hasta mayo). No obstante, cabe resaltar la reducción de los empleos en el caso de la Administración Central, que contrasta con el aumento de los mismos en las Comunidades Autónomas.

#### *La ejecución presupuestaria del Estado hasta junio mantiene la tendencia de reducción del déficit*

Con información más adelantada para el Estado, su necesidad de financiación alcanzó los 13.252 millones de euros acumulado hasta junio de 2017, lo que supone una caída bastante notable respecto a la cuantía alcanzada en el mismo periodo de 2016 (-21.503 millones de euros). En términos de PIB, esto supone el -1,1% en 2017, frente al -1,9% acumulado en 2016. El saldo primario también ha registrado una reducción significativa, pasando de un déficit en 2016 (-0,7% del PIB) a un pequeño superávit (114 millones de euros).



*Dentro del dinamismo de los recursos del Estado, destaca el crecimiento de los provenientes de la renta y el patrimonio*

La positiva evolución de los recursos no financieros hasta junio se ha debido al incremento del 6,4% de los ingresos impositivos, si bien cabe señalar que se ha moderado el ritmo de avance respecto a los primeros meses del año. Dentro de los mismos, sobresale el vigor de los procedentes de los impuestos sobre la renta y patrimonio (14,2%) debido al aumento de los ingresos devengados por el Impuesto sobre Sociedades. Este incremento, junto con los mayores ingresos procedentes de la renta de no residentes, ha compensado el descenso del 4,1% del IRPF.

En cuanto al resto de los impuestos corrientes, los impuestos sobre la producción y las importaciones crecen conjuntamente un 5,3%, entre los que destaca el IVA, que gracias al dinamismo del consumo y de las importaciones en la primera mitad del año, se ha incrementado un 6,5% en tasa interanual.

*Caída de los gastos, que contribuye también al ajuste del déficit público del Estado*

Los empleos no financieros han sido inferiores en un 4,5% respecto al primer semestre de 2016. Este resultado se explica, principalmente, por la caída del -5,6% de las transferencias entre Administraciones Públicas, que en 2017 representan el 56,8% del gasto del Estado. Las transferencias que más han descendido han sido las transferencias corrientes al Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), que han pasado de 1.634 millones en 2016 a 368 millones en 2017. Hay que señalar la disminución de los intereses devengados en un 5,4% y de los recursos propios de la UE por IVA y RNB en un 17,0%. También descienden los gastos corrientes de consumos intermedios y de la remuneración de asalariados (en este último caso como consecuencia de parte de la devolución en 2016 a los funcionarios de parte de la paga extra de diciembre de 2012).

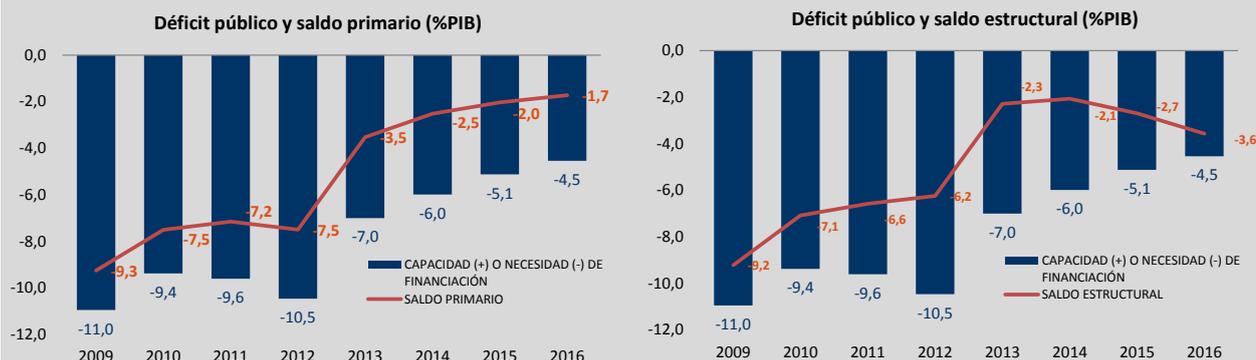
Entre los gastos que se han incrementado, hay que señalar los 1.640 millones destinados a la cobertura del déficit eléctrico, que en el primer semestre de 2016 fue de 915 millones. Por último, el gasto en inversión, con un total de 1.794 millones, ha registrado una ligera subida del 1,3%, al igual que las prestaciones sociales distintas de las trasferencias sociales en especie (1,9%).

#### Recuadro 4: AJUSTE FISCAL EN ESPAÑA DESDE LOS MÁXIMOS DE DÉFICIT PÚBLICO ALCANZADOS EN 2009. ALGUNAS CONSIDERACIONES A FUTURO

Desde 2010 y tras un ejercicio 2009 en el que se alcanzaron máximos históricos de déficit público (11% del PIB), la economía española inició un proceso de consolidación fiscal hasta alcanzar una ratio del -4,5% del PIB en 2016. Las previsiones para 2017 apuntan a que el saldo presupuestario del conjunto de las Administraciones Públicas podría situarse en el entorno del -3,2% del PIB, según el consenso de analistas (FUNCAS). Esto permitiría a la economía española salir del Protocolo de Déficit Excesivo en 2018.

El avance en consolidación fiscal ha sido notorio en nuestro país. España ha sido uno de los primeros países de la Zona Euro en incorporar los nuevos compromisos de estabilidad presupuestaria en su ordenamiento jurídico, gracias a la reforma de la Constitución aprobada en septiembre de 2011 y a la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. Asimismo, la reforma de la normativa supuso un cambio relevante en la manera de actuar de las Comunidades Autónomas, que deben aplicar una política presupuestaria más estricta y transparente. La puesta en marcha de la AIREF (Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal), cuyo objetivo es garantizar el cumplimiento efectivo por las Administraciones Públicas del principio de estabilidad presupuestaria previsto en el artículo 135 de la Constitución Española, vino a reforzar este compromiso.

El ajuste fiscal de la economía española se refleja con mayor claridad en el saldo estructural, que según estimaciones de la Comisión Europea (CE), pasó de un -9,2% del PIB a un -2,1% del PIB en 2014. A partir de ese año, el déficit estructural ha empeorado y según estimaciones de la propia CE, aumentó hasta el -3,6% del PIB en 2016, lo que pone de manifiesto que la senda de contención del déficit público en los dos últimos años se produjo gracias a la mejora del ciclo económico.



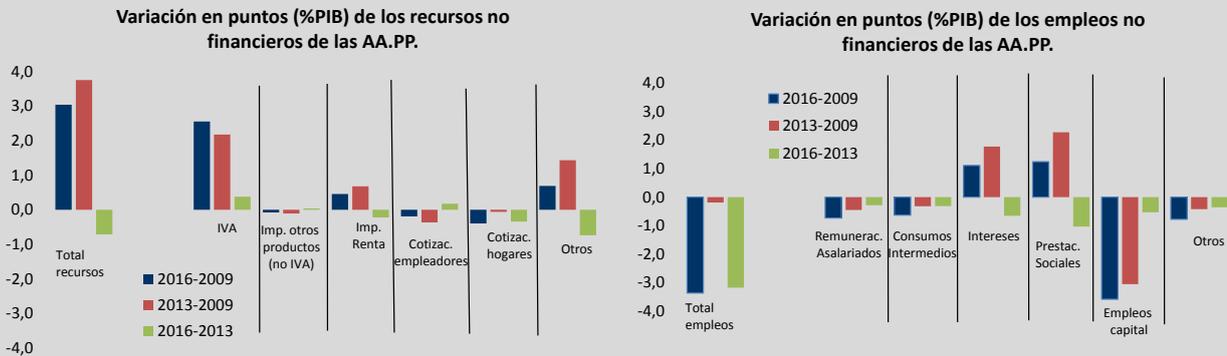
Fuente: elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Hacienda y Función Pública y AMECO

La senda hacia la estabilidad presupuestaria desde 2009 hasta 2016 se llevó a cabo tanto por la vertiente de los gastos (empleos) como de los ingresos (recursos). De los 6,5 puntos porcentuales en los que se ha reducido el déficit público desde los máximos alcanzados en 2009, 3,4 puntos corresponden a la parte de gastos o empleos y 3,1 puntos a la parte de los ingresos o recursos. No obstante, hay que distinguir dos etapas. Una primera, entre 2010 y 2013 y otra segunda, desde 2014 hasta el momento actual, donde la recuperación económica ha jugado un papel fundamental en la mejora del saldo fiscal.

En cuanto a la primera etapa, comprendida entre 2010 y 2013, la urgencia de reducir el déficit público cargó el grueso del ajuste en el aumento de los ingresos (+3,8 puntos porcentuales), sobre todo del IVA, del IRPF y otros impuestos sobre la producción, mientras que los gastos (empleos) prácticamente permanecieron inalterados (-0,2 puntos porcentuales). No obstante, en el caso de los gastos, se produjo un cambio de composición relevante en su estructura, en el que sobresale una notable subida de las partidas de intereses y prestaciones sociales, frente a la notable caída de la inversión. También en estos años descendieron algunos gastos corrientes, fundamentalmente, la remuneración de asalariados (debido al descenso en salarios y paga extra de los empleados públicos y la medida de no reposición) y los consumos intermedios.

Esta estrategia cambió en la etapa de recuperación económica (2014-2016), donde el grueso del ajuste se llevó a cabo en la parte de los empleos. La mejora de confianza en la economía española y su consiguiente reducción de la prima de riesgo favoreció la caída del peso de los pagos de los intereses de la deuda. Además, la recuperación del

empleo hizo descender las prestaciones sociales por el desempleo. Cabe concluir que, en general, en todo el periodo de recuperación señalado, casi todas las partidas de gasto han perdido peso en el PIB. Por el lado de los recursos o ingresos, cabe destacar el descenso en recaudación por IRPF, debido a las medidas fiscales de reforma que entraron en vigor en 2015, especialmente la bajada de los tipos impositivos.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Hacienda y Función Pública

A pesar del esfuerzo que se ha hecho en consolidación fiscal, sigue siendo una prioridad avanzar e incluso acelerar el proceso de reducción del desequilibrio presupuestario y, por ello, es preciso señalar varias cuestiones pendientes de la política fiscal y presupuestaria, como son:

- 1. Las continuas sorpresas positivas en la actividad y empleo en el ciclo actual de recuperación de la economía española permiten abordar un plan más ambicioso de reducción del déficit público.** Hay que tener en cuenta que la reducción del desequilibrio fiscal es fundamental para contener el crecimiento de la deuda pública, que alcanzará al cierre de 2017 el 99% del PIB, según las previsiones del Ejecutivo. A pesar de que se contempla un leve descenso de esta ratio en 2017, el sector público español seguirá siendo uno de los más endeudados de Europa. Además, la propia AIREF ha señalado que hasta 2036 no se alcanzará el límite de deuda del 60% del PIB. No hay que olvidar que España sigue teniendo una deuda externa neta muy elevada (85,7% del PIB a finales de 2016), lo que aumenta nuestra vulnerabilidad ante episodios de incertidumbre en los mercados internacionales.
- 2. Mejora de la gestión pública.** Es necesaria una mejor gestión de las cuentas públicas, tanto en el ámbito de ingresos como en el de gastos.

  - En el caso de la recaudación, es notorio el incumplimiento de las previsiones de ingresos tributarios realizadas en años anteriores, siempre por encima de los ingresos reales. Además, esa diferencia ha ido aumentando en los últimos años. Esta situación provoca continuos y repentinos cambios en la política tributaria, generando inseguridad jurídica.
  - En cuanto a los gastos, en los últimos ejercicios también se ha puesto de manifiesto que queda un porcentaje de gasto sin ejecutar, siendo significativo en algunas partidas como la inversión pública. Por otra parte, es necesario establecer criterios de evaluación del gasto público para priorizar las decisiones de gasto y mejorar la eficacia en un contexto de restricciones presupuestarias.
- 3. No hay avances significativos en la reforma de las Administraciones Públicas**

  - La gran reforma pendiente es la de las Administraciones Públicas. Es cierto que se ha avanzado en la mejora del funcionamiento del sector público con la aplicación de las propuestas del grupo CORA, la reducción de cargas y la simplificación administrativa con medidas como la facturación electrónica. El esfuerzo ha tenido resultados poco visibles. En este contexto, la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado constituye una herramienta útil que debería ser desarrollada con mayor alcance.
  - Además, quedan todavía pendientes de implementar acciones en diversos ámbitos del sector público destinadas, por ejemplo, a evitar duplicidades entre los diferentes niveles de administración, a aumentar la provisión de servicios públicos por parte del sector privado o a introducir criterios de racionalización en los múltiples organismos, agencias y entes públicos que existen. En el ámbito de las CCAA y a 1 de enero de 2017, se ha llevado a cabo una reducción efectiva de su sector público de 676 entidades, lo que supone un descenso del 172% sobre los compromisos iniciales adquiridos en 2012.

### III.5. FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

El BCE continúa expandiendo su balance merced a su política de compra de activos, de modo que el tamaño del mismo roza ya el 40% del PIB de la Eurozona. Este escenario, unido al mantenimiento de los tipos de interés en torno al 0% (por debajo, incluso, para la facilidad marginal de depósito) mantiene ancladas en terreno negativo las principales referencias a corto plazo del mercado interbancario. Así, el Eonia (el tipo medio al que las entidades se prestan entre sí euros a un día) se mantuvo estable en agosto (-0,356%), mientras que el Euribor a 12 meses marcó un nuevo mínimo mensual situándose en el -0,156%. Por otro lado, en el mercado secundario de renta fija soberana, el bono alemán hizo las veces de activo refugio ante el incremento de las tensiones geopolíticas tras el lanzamiento de misiles de Corea del Norte a finales de agosto. Así, la TIR del Bund a cierre de este informe se encontraba en el 0,31%, niveles a los que no cedía desde finales de junio. A su vez, el bono español a 10 años experimentó aumentos –más moderados– en su precio, en un contexto de fortaleza del euro, que motiva unas expectativas de inflación más moderadas para la Eurozona. Por su parte, la curva de IRS (swaps sobre tipos de interés), referencia habitual para la emisión de bonos corporativos, continuó en negativo hasta los 3 años, situándose el IRS a 5 años en el 0,208% en media del mes de agosto.

Financiación a los Sectores No Financieros de España				
	Saldo Julio (mm. Euros)	Tasas de Variación Interanual		
		May.	Jun.	Jul.
<b>Empresas y Familias</b>	1.612,2	0,7	0,0	-0,3
<b>Empresas</b>	905,2	2,1	0,9	0,6
Préstamos bancarios	519,8	0,7	-0,9	-0,8
Valores	94,9	13,9	14,2	13,1
Préstamos del Exterior	290,5	1,5	0,5	-0,5
<b>Familias</b>	706,9	-1,1	-1,1	-1,4
Préstamos Bancarios. Vivienda	534,6	-2,8	-2,8	-3,1
Préstamos Bancarios. Otros	172,3	4,6	4,4	4,2
<b>Administraciones Públicas*</b>	1.105	1,3	1,2	-
<b>Financiación Total</b>	-	1,8	1,2	-

Fuente: Banco de España. \*Datos a septiembre de 2016

*La financiación del conjunto del sector privado no financiero se vuelve a contraer en julio por la mayor disminución en el sector de los hogares*

Tras los datos positivos de financiación a los sectores privados no financieros registrados en los pasados meses de marzo, abril, y mayo, los registros más recientes señalan la vuelta a terreno negativo aunque con disparidad por sectores. De este modo, han sido las familias las que han visto disminuir su endeudamiento, reducción que se ha concentrado en los préstamos destinados a vivienda, que continúa contrayéndose a un ritmo relativamente constante en todo el 2017 (-3,1% interanual en julio), mientras que el volumen total de préstamos para otros fines distintos de vivienda ha seguido su senda ascendente (+4,2% interanual en julio). Por su parte, las sociedades no financieras continúan experimentando un incremento de su financiación en términos interanuales, del 0,6% en julio. De este modo, las empresas han registrado

avances positivos en esta rúbrica en todos los meses desde que empezara el 2017. Este incremento de la financiación empresarial descansa en el aumento del volumen de valores de deuda, que continúa expandiéndose a ritmos de dos dígitos (13,1% interanual en julio). En sentido contrario, el volumen de préstamos volvió a contraerse en términos interanuales en junio y en julio, a diferencia de las tasas positivas que logró en los meses precedentes.

### *El crédito al consumo sigue siendo el principal motor de las nuevas concesiones de préstamos a hogares*

Las nuevas operaciones de préstamos a los hogares crecieron un 14,8% en julio, y un 2,9% en el acumulado de los siete primeros meses del año con respecto a los mismos períodos del año anterior. Este ascenso en el acumulado del año ha venido explicado por los incrementos en los préstamos destinados a consumo (+14,2% interanual) mientras que los nuevos préstamos destinados a la adquisición de vivienda evolucionaron negativamente, aunque las caídas fueron relativamente menores si se comparan con las de años anteriores para el mismo período. Además, en la comparativa interanual de los datos mes a mes, se asiste recientemente a un aumento de la concesión de estos préstamos para vivienda (del 8% en julio, y el 21% en agosto).

### *La evolución de la concesión de préstamos a grandes empresas cambia de signo*

En lo que respecta a las sociedades no financieras, el crédito nuevo de más de un millón de euros (en el que, debido al volumen, suele considerarse que los prestatarios son grandes empresas) se sitúa ya en positivo en el acumulado de los siete primeros meses del año con respecto al mismo periodo del pasado ejercicio (+0,2%), gracias al buen registro de julio (+12,6% interanual), y rompe así la tendencia negativa de los últimos meses. Por su parte, la concesión de crédito a pymes (que suele aproximarse mediante las nuevas operaciones de préstamos de importe menor a 1 millón de euros) continuó creciendo tanto en el conjunto del año (8% interanual) como en los meses más recientes (9,5% interanual en julio).

### *Las entidades esperan un aumento de las peticiones de fondos para el tercer trimestre en todas las modalidades de préstamo*

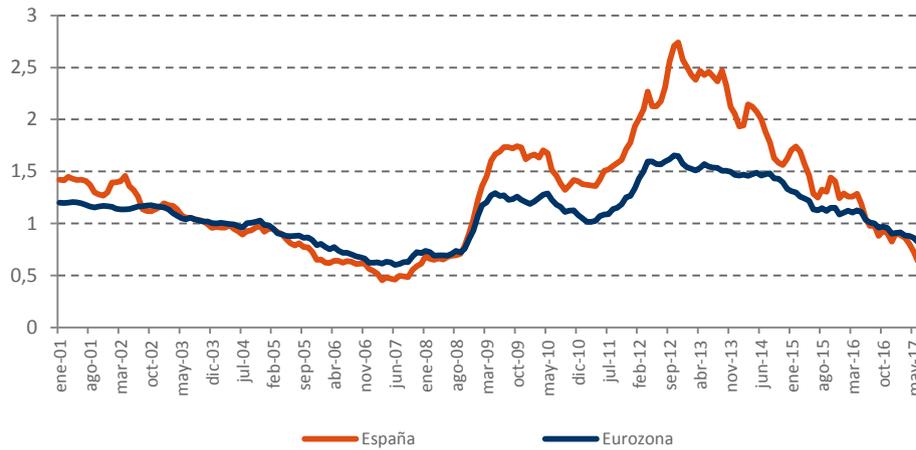
Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios publicada por el BCE, los criterios de aprobación de préstamos en España en el segundo trimestre se habrían mantenido estables en todos los segmentos, con una cierta relajación en los créditos a grandes empresas. Por su parte, los márgenes en las operaciones con empresas apenas variaron, mientras que los relativos a préstamos de familias se habrían reducido tanto en vivienda como en consumo. En cuanto a las condiciones generales de estos préstamos, las entidades encuestadas señalan una cierta relajación en el segundo trimestre en todos los segmentos. En las perspectivas para el tercer trimestre, estas entidades anticipan un crecimiento de la demanda de fondos en todas las modalidades de préstamos, después de que en el trimestre anterior permanecieran prácticamente invariables para las empresas, y se incrementarían en consumo y vivienda.

### *El diferencial de tipos entre pymes y grandes empresas de los nuevos préstamos se reduce por debajo de la media de la Eurozona*

Los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a pymes (importe hasta 1M) continuaron ligeramente por encima de la media del conjunto de la Eurozona en julio, aunque se sitúan a tan solo 12

puntos básicos (2,29% frente a 2,17%). No obstante, el diferencial entre el tipo de interés de las nuevas operaciones que obtienen las pymes y el que tienen que soportar las grandes empresas (importe superior a 1M), se estrechó en los últimos meses, y ya resulta inferior al mismo gap para el conjunto de la Eurozona, síntoma de la laxitud de la política monetaria, pero también del saneamiento llevado a cabo, tanto en el sector financiero, como en el empresarial.

**Diferencial entre los tipos de interés de los nuevos préstamos a pymes y a grandes empresas\* (media móvil de 4 periodos)**



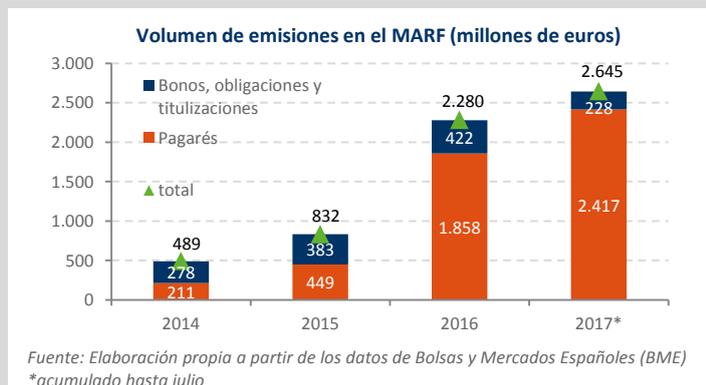
\* proxy de préstamos a pymes = importe inferior a 1 millón  
 proxy de préstamos a grandes empresas = importe superior a 1 millón  
 Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE

### Recuadro 5: EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL A TRAVÉS DEL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA (MARF)

En octubre de 2013 nace el Mercado Alternativo de Renta Fija (en adelante MARF) pensado para proporcionar a las pymes acceso a una financiación *desbancarizada*, con menores requerimientos formales, una mayor agilidad en los trámites y un menor coste para las emisiones que el mercado tradicional de renta fija privada (AIAF), que, por sus exigencias, se encuentra virtualmente cerrado para pequeñas y medianas empresas.

#### Análisis de las emisiones del MARF desde su creación

En sus escasos 4 años de vida, el MARF ha albergado emisiones de 29 empresas por un volumen total de 6.246 millones de euros. Los dos primeros años de vida de este mercado de renta fija se saldaron con una participación bastante modesta. Sin embargo, esa tendencia cambió en 2016 y en lo que va de 2017, incrementándose considerablemente el volumen negociado, si bien con matices.



Atendiendo a los tipos de instrumentos admitidos a cotizar, se observa un cambio de patrón en 2016 (con continuidad en 2017) que explica buena parte del auge de este mercado: el peso cada vez mayor de la financiación a corto plazo (pagars) en el total de emisiones. Así, el volumen emitido de pagars se multiplicó por más de cuatro en 2016, mientras que las obligaciones a medio y largo plazo apenas crecían un 10%.

Este protagonismo de los pagars tiene lugar en un contexto en el que este tipo de instrumento permite a las empresas disfrutar de una financiación ágil a unos costes muy reducidos, en la mayoría de los casos por debajo de los que ofrecen las entidades financieras. Esto a su vez, es consecuencia de un fuerte apetito inversor hacia este tipo de producto, al presentar una rentabilidad tan reducida como atractiva si se compara con la facilidad marginal de depósito del BCE para las entidades financieras (-0,4%) y con otras alternativas de inversión a un plazo similar (verbigracia, las letras del tesoro a 1 año tuvieron un tipo de interés medio en julio del -0,36%).

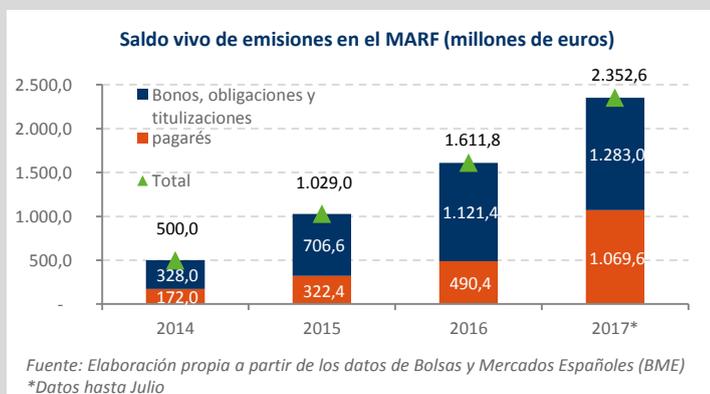
En lo que va de 2017 (hasta julio), las emisiones en este mercado se han más que duplicado con respecto del mismo período del año anterior, y de hecho, el volumen captado en lo que va de año es ya un 16% superior al emitido en el pasado ejercicio. Esta positiva evolución descansa en el incremento ya mencionado de los pagars, que ha sido aún más pronunciado. Por su parte, el volumen emitido de bonos y obligaciones ha descendido con respecto al pasado período (aunque no el de titulizaciones).

### Volumen de emisiones en el MARF (acumulado hasta julio)

	2016	2017	% var
<b>Corto plazo</b>	<b>934,9</b>	<b>2.416,8</b>	<b>159%</b>
Pagarés	934,9	2.416,8	159%
<b>Medio/largo plazo</b>	<b>358,6</b>	<b>228,2</b>	<b>-36%</b>
Bonos y obligaciones	342,1	152,4	-55%
Titulizaciones	16,5	75,8	359%
<b>TOTAL</b>	<b>1.293,5</b>	<b>2.645,0</b>	<b>104%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Bolsas y Mercados Españoles (BME)  
 Importes en millones de euros

Por otro lado, el saldo vivo de emisiones existentes en el MARF ha venido duplicándose anualmente desde su creación. En este caso, como es lógico, con presencia dominante de los instrumentos de largo plazo, ya que experimentan una menor rotación. No obstante, la reciente combinación de un mayor protagonismo de los pagarés con una creciente atonía en las emisiones de instrumentos de más largo plazo, hace que en lo que va de 2017 el saldo vivo de pagarés represente casi la mitad del saldo vivo total.



A pesar del antedicho crecimiento de las emisiones admitidas a cotización en este mercado, el volumen captado continúa siendo limitado comparado con las vías de financiación tradicionales. De este modo, las nuevas operaciones de préstamos bancarios por importe menor a 1 millón de euros —baremo que suele considerarse para reflejar la financiación bancaria a pymes— fueron en el acumulado de 2017 hasta julio de 108.000 millones de euros, esto es, más de 40 veces el volumen de financiación captado en el MARF en ese mismo período.

Los volúmenes de emisión que están teniendo lugar, ilustran que está siendo un mercado accesible para empresas de cierto tamaño. Así, la emisión mínima ha captado un volumen de 2 millones de euros (a un tipo de interés del 2,5% y vencimiento a 6 años), y la máxima, de 184,5 millones (a un tipo del 3,17% y vencimiento a 25 años). No obstante, además de las 29 empresas emisoras, más de 126 firmas de menor tamaño se han financiado mediante la agrupación de facturas a través de bonos de titulización, en la que es hasta ahora la única vía de participación para pequeñas empresas en este mercado.

En suma, se ha producido un importante incremento de la actividad emisora en el MARF tanto en 2016, como en lo que va de 2017, gracias a (i) los efectos indirectos de las políticas de compra de activos por parte del Banco Central Europeo, que han provocado un aumento de la oferta de fondos por parte de inversores al tiempo que se han estrechado las opciones de inversión con rentabilidades atractivas, y (ii) también al saneamiento financiero que las propias empresas han venido realizando desde la crisis de 2008. En este contexto, resulta necesario seguir con los esfuerzos en pos del desarrollo de fuentes alternativas de financiación distintas al canal bancario, como el MARF, que permitan una financiación más diversificada (y desintermediada) para las compañías, redundando en una menor vulnerabilidad financiera del tejido empresarial, y en definitiva, en una mayor competitividad y una recuperación económica más sólida.

## PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA

(actualización septiembre 2017)

Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PIB</b>	-1,7	1,4	3,2	3,2	3,2	2,7
<i>Gasto en consumo privado</i>	-3,2	1,6	2,8	3,2	2,5	2,4
<i>Gasto en consumo público</i>	-2,1	-0,3	2,0	0,8	1,1	0,9
<i>Formación Bruta de Capital Fijo</i>	-3,4	3,8	6,0	3,1	3,9	3,7
-Activos fijos materiales	-3,7	3,8	6,5	3,2	3,9	3,8
<i>Construcción</i>	-8,6	1,2	4,9	1,9	3,4	3,7
<i>Bienes de equipo y act. Cultivados</i>	5,2	8,2	8,8	5,0	4,6	3,9
-Activos fijos inmateriales	-1,5	3,5	3,6	2,9	3,6	3,0
<i>Demanda interna (*)</i>	-3,2	1,9	3,3	2,8	2,4	2,3
<i>Exportaciones</i>	4,3	4,2	4,9	4,4	5,9	5,0
<i>Importaciones</i>	-0,5	6,5	5,6	3,3	4,1	4,0
<b>PIB corriente</b>	-1,7	1,1	3,7	3,6	3,8	3,2
<b>Deflactor del PIB</b>	0,0	-0,3	0,5	0,3	0,6	0,5
<b>IPC (media anual)</b>	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	1,9	1,1
<b>IPC (dic/dic)</b>	0,3	-1,0	0,0	1,6	1,1	1,0
<b>IPC subyacente (media anual)</b>	1,5	0,0	0,6	0,8	1,2	1,2
<b>Empleo (CNTR) (**)</b>	-3,4	1,1	3,0	2,9	2,8	2,5
<b>Empleo (CNTR) (variación miles) (**)</b>	-571,4	175,0	484,2	481,7	477,7	445,8
<b>Empleo (EPA)</b>	-2,8	1,2	3,0	2,7	2,7	2,4
<b>Empleo (EPA) (variación miles)</b>	-493,7	205,2	521,9	475,5	488,6	451,5
<b>Parados (EPA) (total en miles)</b>	6051,1	5610,4	5056,0	4481,2	3874,6	3377,7
<b>Tasa de Paro (EPA) (% población Activa)</b>	26,1	24,4	22,1	19,6	17,1	14,9
<b>Productividad</b>	1,8	0,3	0,2	0,4	0,3	0,2
<b>Remuneración por asalariado</b>	1,4	0,0	0,4	0,0	0,3	0,8
<b>Coste laboral unitario (CLU)</b>	-0,4	-0,3	0,2	-0,4	0,0	0,6
<b>Balanza por Cuenta corriente (% PIB)</b>	0,4	1,1	1,4	2,0	1,7	1,6
<b>Déficit público (% PIB) (***)</b>	-6,7	-5,9	-5,0	-4,3	-3,1	-2,9
<b>Tipos de interés EE.UU. (dic)</b>	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	2,25
<b>Tipos de interés Eurozona (dic)</b>	0,25	0,15	0,05	0,00	0,00	0,00
<b>Petróleo Brent (\$)</b>	109,6	99,4	52,1	43,3	51,2	52,0

Fuente: CEOE, INE, Banco de España, Eurostat

(\*) Aportación al crecimiento

(\*\*) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo

(\*\*\*) Sin tener en cuenta la ayuda al sistema financiero.



Calle Diego de León, 50

28006 Madrid

(+34) 91 566 34 00

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