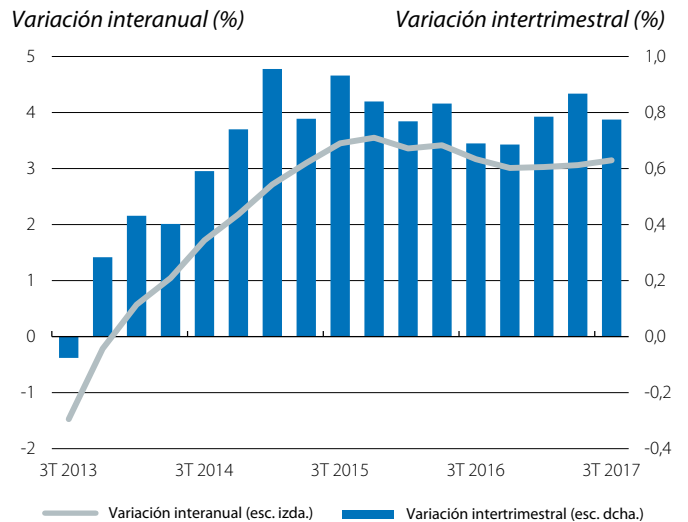


## COYUNTURA · Navegando en un entorno externo favorable

**El ritmo de crecimiento se mantuvo elevado en el 3T.** En concreto, el crecimiento del PIB se situó en el 0,8% intertrimestral (3,1% interanual), un registro en consonancia con la previsión de CaixaBank Research y que supone una ligera desaceleración respecto al registro del 2T (0,9% intertrimestral). A falta del detalle por componentes, los indicadores adelantados apuntan a que el elevado ritmo de avance fue liderado por la demanda interna, en concreto, el consumo privado y la inversión, especialmente en construcción. Los flujos de exportación e importación cobraron dinamismo en el 3T, de la mano de un entorno externo cada vez más favorable con una economía global en aceleración. De cara a los próximos trimestres, preveemos que el ritmo de avance de la actividad económica se modere a medida que se disipe el impacto positivo de algunos factores que han impulsado el crecimiento en los últimos años (política fiscal expansiva, materialización de algunas decisiones de gasto en bienes de consumo duradero pospuestas durante la crisis y aumento moderado del precio del petróleo). Es, asimismo, destacable la revisión a la baja que ha efectuado el Gobierno por la incertidumbre que ha generado la situación política doméstica. En particular, el nuevo cuadro macroeconómico incluido en el Plan Presupuestario para 2018 contempla un crecimiento del PIB del 2,3% en 2018, 3 décimas por debajo de lo previsto anteriormente (véase el Focus «Diez años de déficit público y contando» en este *Informe Mensual*).

**Los indicadores de actividad ya anticipaban un crecimiento robusto en el 3T.** Por el lado de la oferta, destacó especialmente el buen comportamiento de los indicadores del sector manufacturero. En concreto, el índice de la cifra de negocios de la industria avanzó un 7,6% interanual en agosto y el índice PMI de dicho sector se situó en los 54,3 puntos en septiembre, un registro en línea con el promedio del primer semestre del año (54,8). Asimismo, el fuerte incremento de la entrada de pedidos industriales en agosto (un 8,2% interanual) indica que la tendencia positiva del sector continuará en el tramo final de 2017. Atendiendo a su procedencia, destaca la buena evolución de los pedidos industriales provenientes de la eurozona (6,6% interanual), un dato que demuestra el impacto positivo sobre la economía española que está teniendo la mayor firmeza del crecimiento de nuestros principales socios comerciales. El sector servicios, que representa cerca de dos tercios del PIB, también evoluciona positivamente: la cifra de negocios del sector aceleró el ritmo de avance en agosto hasta el 6,2% interanual y el índice de sentimiento empresarial PMI de servicios se mantuvo elevado en septiembre (56,7 puntos). Por el lado de la demanda, el índice de confianza del consumidor se situó en los 0,2 puntos en el promedio del 3T, una cifra ligeramente inferior a la media del 2T (1,5), pero que sobrepasa con creces el promedio histórico (-13,6) y el registro promedio de 2016 (-3,8). Asimismo, las ventas minoristas aumentaron un 1,7% interanual de media en el 3T (un registro similar al del primer semestre), por lo que se espera que el consumo privado siga ejerciendo como un motor del crecimiento.

### PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

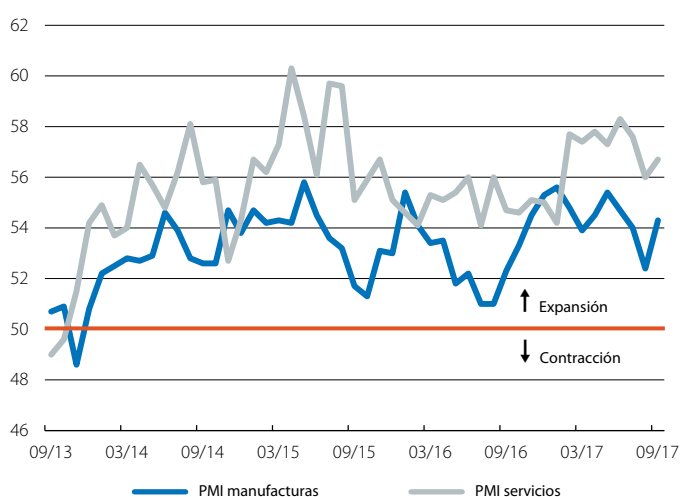
### Cuadro macroeconómico del Gobierno

	Escenario nuevo		
	2016	2017	2018
PIB (% ▲)	3,3	3,1	2,3
Ocupación (% ▲)	3,0	2,9	2,4
Tasa de desempleo	19,6	17,2	15,5
Saldo cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,7	1,6
Déficit público (% PIB)	4,5	3,1	2,3
Deuda pública (% PIB)	99,0	98,1	96,8

Fuente: Plan presupuestario 2018.

### Indicadores de actividad

#### Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

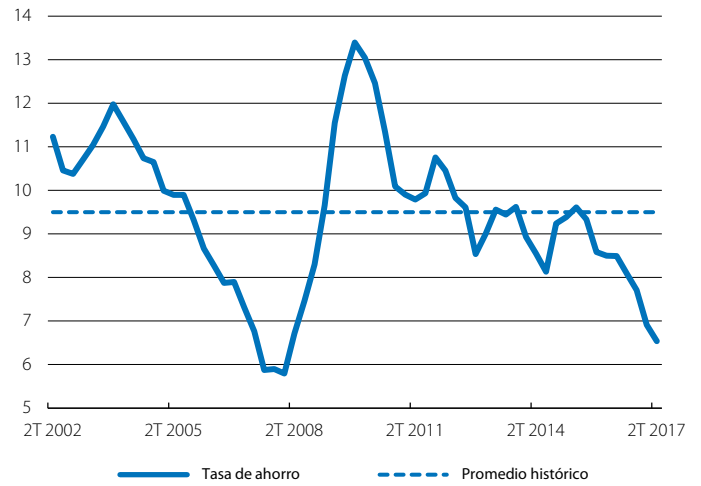
**El fuerte aumento del consumo mantiene el ahorro en tasas históricamente bajas.** El fuerte impulso del consumo privado en el 2T 2017 (4,0% interanual, en términos nominales), superior al crecimiento de la renta bruta disponible (1,8% interanual), hizo que la tasa de ahorro de los hogares se situara en el 6,5%, 2 p. p. por debajo de la del año anterior. Como se ha señalado, los indicadores adelantados del consumo privado indican que este sigue avanzando con fuerza, por lo que se espera que durante algunos trimestres la tasa de ahorro se mantenga en niveles históricamente bajos.

**La evolución del empleo en el 3T 2017 fue muy positiva.** Los buenos datos de actividad quedan reflejados en el mercado laboral, que cuenta con 521.700 ocupados más que hace un año. El número de parados bajó de forma significativa (-589.100 en los últimos cuatro trimestres), de modo que la tasa de paro descendió hasta el 16,4% (-2,5 p. p. en el último año). El mercado de trabajo progresó positivamente más allá de la estacionalidad favorable de este trimestre, que coincide con el punto álgido de la temporada turística: en términos desestacionalizados, el empleo aumentó un 0,75% intertrimestral en el 3T (0,84% en el 2T 2017). Asimismo, la mejora de la ocupación fue generalizada por sectores de actividad y se concentró en el sector privado. En concreto, el empleo en el sector privado ha aumentado en 463.500 personas en los últimos 12 meses, lo que representa el 89% del empleo creado durante este periodo, y supera el peso del sector privado sobre el total de ocupados (84%). Con todo, el FMI, en su informe anual de la economía española, advierte que la creación de ocupación se sigue concentrando en sectores con una productividad inferior al promedio de la economía (25% en actividades relacionadas con el turismo, 25% en actividades de soporte administrativo y 14% en servicios públicos). Asimismo, la institución también advierte de la alta temporalidad y de la elevada tasa de sobrecualificación en determinados sectores. Ambos elementos actúan como freno al aumento de la productividad y reducen el potencial de crecimiento de la economía. En este sentido, el Fondo recomienda focalizar las políticas activas de empleo hacia determinados colectivos, como los desempleados o las personas con bajo nivel educativo.

**Las exportaciones y las importaciones españolas retoman el dinamismo de la mano del crecimiento del comercio mundial.** En un contexto en el que el comercio global va cogiendo tracción, el comercio exterior de bienes españoles también muestra un buen comportamiento. En concreto, las exportaciones de bienes avanzaron un 6,9% interanual en agosto (acumulado de 12 meses), la mayor tasa desde julio de 2012. Las importaciones, por su parte, también crecieron con fuerza (8,2% interanual), debido, en buena parte, al aumento del precio del petróleo, que incrementó considerablemente las importaciones energéticas. De este modo, el déficit comercial de bienes fue del 2,1% del PIB (acumulado de 12 meses) en agosto, superior al 1,7% del mismo periodo de 2016.

**La inflación se modera, pero se recuperará a medio plazo.** En octubre, el IPC general aminoró su ritmo de avance hasta el 1,6%. A falta del detalle por componentes, esta desacelera-

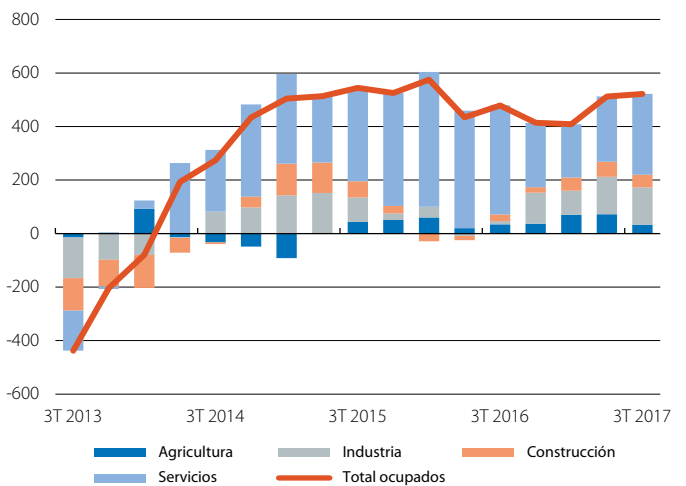
**Tasa de ahorro**  
(% de la renta bruta disponible)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**Ocupación por sectores**

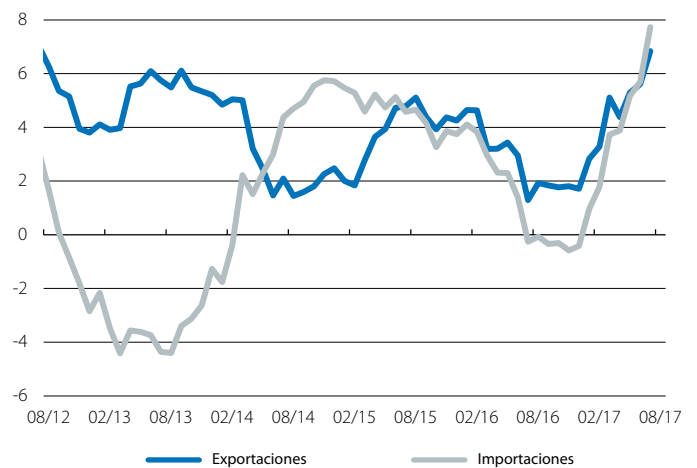
Variación interanual (miles)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**Exportaciones e importaciones de bienes \***

Variación interanual (%)



Nota: \* Acumulado de 12 meses.

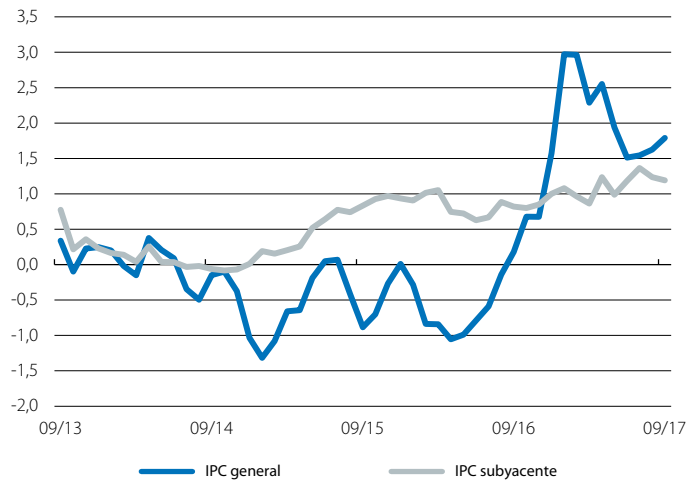
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

ción se explicaría por un menor aumento del precio de los carburantes respecto al aumento de octubre de 2016. En septiembre, último dato del que se conoce el desglose por componentes, la inflación se situó en el 1,8%. El grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas contribuyó positivamente al avance debido al menor retroceso de los precios de las frutas (en términos interanuales). También contribuyó positivamente, aunque en menor medida, el grupo de ocio y cultura, mientras que los precios relacionados con la vivienda (gas y electricidad) se desaceleraron. Con todo, el avance de los precios sigue siendo muy contenido, tal y como muestra la inflación subyacente, que se mantuvo en el 1,2% en septiembre. De cara a los próximos meses, la inflación seguirá moderándose respecto al registro actual debido, sobre todo, a los efectos de base del precio de la electricidad y, en menor medida, a los efectos directos e indirectos de la apreciación del euro. A medio plazo, sin embargo, se espera que la inflación retome una senda creciente y sostenida, de forma similar al conjunto de la eurozona. De hecho, ante la mayor confianza sobre la recuperación de la inflación en la eurozona a medio plazo, el BCE anunció que, a partir de enero, reducirá el ritmo de compras de activos de los actuales 60.000 millones mensuales a 30.000 millones. A pesar de esta progresiva reducción de los estímulos monetarios, las condiciones financieras seguirán siendo muy favorables.

**Las condiciones financieras acomodaticias favorecen la evolución del crédito bancario.** La encuesta de préstamos bancarios del 3T 2017 muestra que los estándares para la concesión de créditos se relajaron para la compra de viviendas, un elemento que desempeña un papel importante en la recuperación del sector inmobiliario. Así, la concesión de hipotecas para la compra de vivienda avanzó un 29% interanual en agosto, lo que supone un apoyo fundamental para la demanda. De todos modos, el saldo vivo de crédito hipotecario todavía sigue retrocediendo (-2,8% interanual en el 2T 2017) en consonancia con el proceso de desapalancamiento que llevan a cabo los hogares. Por su parte, el saldo vivo de crédito al consumo sigue avanzando a buen ritmo (15,2% interanual). En cuanto a las sociedades no financieras, que también siguen desendeudándose en su conjunto, en el 2T 2017 el saldo vivo de crédito (excluyendo promotores) siguió retrocediendo (-3,1% interanual). Por su parte, el crédito promotor desciende a tasas muy elevadas (-6,7% interanual) debido a la venta de carteras de activos dudosos. Sin embargo, en el segmento promotor, la tasa de morosidad todavía se sitúa en un elevado 21,5% y supera con creces la morosidad del resto de segmentos (8,5% en agosto). En este contexto, la Comisión Europea y el BCE, en su octavo informe sobre el sector bancario español tras la finalización del programa de ayuda financiera para dicho sector, valoran positivamente la situación del sistema financiero, sus niveles de capital y los ajustes realizados en los modelos de negocio y en la contención de costes que han permitido mantener la rentabilidad. En este último aspecto, sin embargo, se incide en que un reto común con los bancos europeos es el de mantener la rentabilidad a medio plazo.

**IPC**

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**Crédito bruto y morosidad en el 2T 2017**

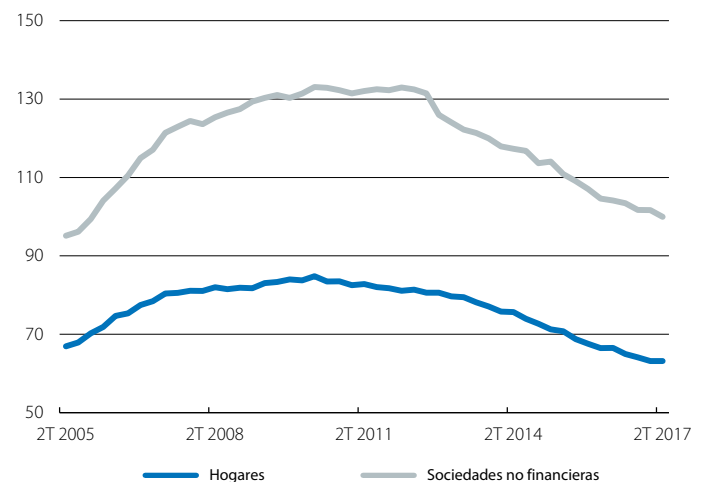
	Saldo (miles de millones €)	Variación interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
<b>Crédito a hogares</b>	706	-1,4	-
Compra de vivienda	529	-2,8	4,7
Otras finalidades	75	2,9	8,3
Consumo	75	15,2	-
<b>Crédito a empresas</b>	483	-4,0	-
No-promotores	366	-3,1	10,8
Promotores	116	-6,7	21,5
<b>Créditos al sector privado*</b>	<b>1.189</b>	<b>-2,5</b>	<b>8,4</b>

Nota: \* El saldo total no incluye el crédito a servicios financieros.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España (capítulo 8).

**Deuda del sector privado**

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.