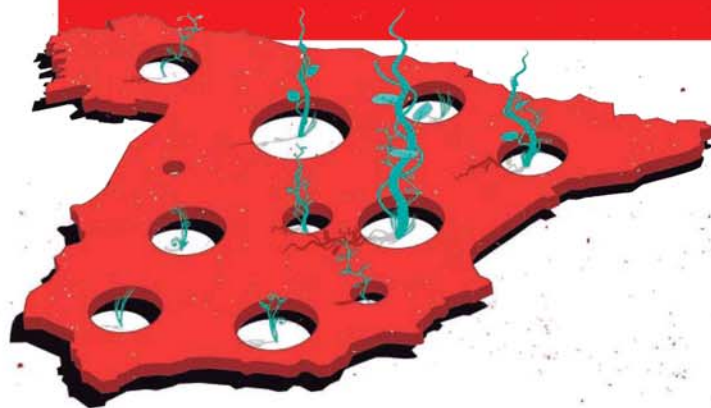


## LABORATORIO de IDEAS



COYUNTURA ESPAÑOLA

EMILIO ONTIVEROS

## Menor expansión en 2017

Si en necesidad de esperar a los datos definitivos, puede concluirse que en 2016 la economía española ha tenido un comportamiento mejor que lo esperado. Se han sorteado aceptablemente dos categorías de condicionantes que no permitían hacer un año cifrar grandes esperanzas sobre la intensidad del crecimiento registrado en 2015. La incertidumbre del entorno internacional, por un lado, y la interinidad política doméstica por otro, fueron condicionantes menos vinculantes de lo que al inicio del año se temía.

La relevancia del primero era importante en la medida que gran parte de la tracción del crecimiento económico provenía de factores externos—el descenso en el precio de los hidrocarburos y la orientación expansiva de la política monetaria del BCE— y, afortunadamente, ambos mantuvieron su empuje. La situación política interna ha demostrado no limitar el crecimiento económico ni el empleo, favoreciendo incluso la adopción durante el periodo electoral de una orientación fiscal más cómplice con la expansión de la demanda interna, tanto a través de menores contenciones en el gasto público, como más directamente en las reducciones de impuestos, que contribuyeron a liberar renta disponible.

Junto a ellos, la moderación de los salarios siguió contribuyendo al fortalecimiento de la competitividad de las exportaciones españolas. Los costes laborales unitarios (por unidad de producción), el índice más expresivo de esa competitividad, siguieron creciendo menos que los de los principales competidores, a pesar del pobre comportamiento de la productividad. Esa evolución en los salarios ha sido la principal responsable de la mejora en el saldo de la balanza comercial, que junto a un año turístico nuevamente excepcional han posibi-

tado un saldo por cuenta corriente positivo.

Al enfrentar el nuevo año esos cómplices del crecimiento económico no disponen de la misma intensidad, como ya se han revelado en los dos últimos trimestres. Esa es la razón por la que la totalidad de las previsiones de crecimiento son inferiores al registro de 2016: un punto menos desde el 3,2% o 3,3% que se registrará en 2016. Revisemos su previsible comportamiento en este año.

#### 1. Petróleo y dólar más caros

El barril de petróleo y la moneda en la que se denomina, el dólar estadounidense, serán más caros este año, reduciendo esa inercia expansiva. La razón fundamental es la disposición mostrada por los productores de crudo a limitar la oferta. En realidad, la combinación con la apreciación del dólar frente al euro ya ha encarecido de forma significativa la factura del petróleo a lo largo del año pasado.

La inflación acusará ese encarecimiento, acercándose al 2%, erosionando, en definitiva, las rentas constantes, las de los asalariados y pensionistas. Aunque en menor medida, esa mayor inflación también se registrará en la eurozona presionando al alza los tipos de interés.

#### 2. Política monetaria menos expansiva

El BCE ha prorrogado, contra viento y marea, la excepcional orientación expansiva de su política monetaria. Pero será algo menor, especialmente en la financiación de la deuda pública. Como consecuencia de ello, los tipos de interés a largo plazo serán más elevados, como ya hemos verificado en las últimas semanas. Estos serán igualmente sensibles a las perturbaciones geopolíticas, y a la verosimilitud que los gobiernos trans-

mitan acerca de sus propósitos correctores del déficit público.

Aunque los tipos a corto sigan manteniendo su estrecha vinculación a los tipos oficiales del BCE, especialmente el euríbor al que la mayoría de las familias tienen referenciadas su hipoteca, podríamos asistir a elevaciones graduales acompañando a la inflación.

En definitiva, el mayor servicio de deuda pública y privada drenará más renta disponible. Y cualquier alteración en las muy favorables condiciones actuales de financiación podría complicar las cosas en una economía tan altamente endeudada, especialmente con el exterior.

#### 3. Política fiscal

La relajación fiscal del año anterior será compensada en el actual. Tras sortear las sanciones de la UE por el incumplimiento repetido de los objetivos de déficit en 2017 la orientación de la política fiscal española también contribuirá a frenar la inercia expansiva. Además del aumento en el impuesto de sociedades y en los especiales, tendrán lugar reducciones de gasto público, en el

Los precios de la energía crecerán y los tipos de interés a largo plazo serán más elevados por la política del BCE

La situación de la banca en la eurozona seguirá siendo un centro de atención, especialmente en Italia

contexto del compromiso con la Comisión Europea de alcanzar el objetivo de déficit del 3,1% del PIB.

#### 4. Perturbaciones internacionales

Esa menor contribución de los factores que empujaron el crecimiento en estos dos últimos años influirá tanto en la desaceleración de la demanda exterior como más probablemente en la nacional. El consumo privado y la inversión empresarial crecerán algo menos que en 2016, acusando el menor ritmo de creación de empleo, aun cuando el paro siga bajando, aunque con menor intensidad. En ausencia de perturbaciones adicionales explican ese promedio del 2,3% en el que se sitúa la mayoría de las previsiones de crecimiento de la economía española en este año. Una tasa que sería más que aceptable si no mediaran perturbaciones exteriores que podrían limitarlo.

La nueva presidencia en EEUU es una de ellas. Las variables financieras—tipos de interés, tipos de cambio, cotizaciones bursátiles—pero también los precios de algunas materias primas, se mostrarán sensibles a las decisiones de Donald Trump. El volumen de comercio y la estabilidad financiera son vulnerables a la eventual concreción de algunas de las promesas electorales de Donald Trump, avaladas por los nombramientos más cercanos a este ámbito. El aumento del proteccionismo y la emergencia de guerras comerciales serían consecuencias nada descartables si se cumplen los propósitos del nuevo presidente de establecer elevados aranceles discrecionales a las importaciones de México o China, o de revisar algunos acuerdos comerciales.

No serán solo las desavenencias comerciales con China las que pueden enrarecer la escena global, sino las dificultades en este último país, del que dependen muchos otros, para digerir los problemas derivados del excesivo crecimiento del endeudamiento privado, parte del mismo en un dólar apreciado.

La estabilidad financiera también puede quedar amenazada si se concretan las intenciones de Trump de eliminar o reducir las regulaciones establecidas en ese sector tras la crisis. En este ámbito, la situación de la banca en la eurozona vuelve a constituirse en un centro de atención, especialmente en Italia, Portugal y la propia Alemania. Siguen siendo más que razonables las dudas acerca de la suficiencia de la ayuda gubernamental al Monte dei Paschi, como lo son las que consideran que ese sea un problema acotado a Italia, incapaz de contaminar el conjunto de la eurozona.

No menos importante es el riesgo asociado a las convocatorias electorales que tendrán lugar en países de la eurozona. Las presidenciales francesas de forma destacada, en la medida que las expectativas siguen amparando las posibilidades del partido de Marie Le Pen cuya promesa más emblemática e inquietante sigue siendo el abandono de Francia de la moneda única. Lo que ocurra en Alemania será relevante si se traduce en mayor tolerancia para la adopción de políticas de estímulo de la demanda agregada que alejen de una vez por todas el temor a ese largo estancamiento, no solo del crecimiento económico, sino de la más inquietante afección por el proyecto europeo. De cómo resista la eurozona esos episodios dependerá en gran medida la continuidad de la inercia expansiva española, y de la reducción del desempleo, principal y persistente preocupación de los españoles.

MARBILIAS RECIGADO