

FOCUS brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

Abril 2018



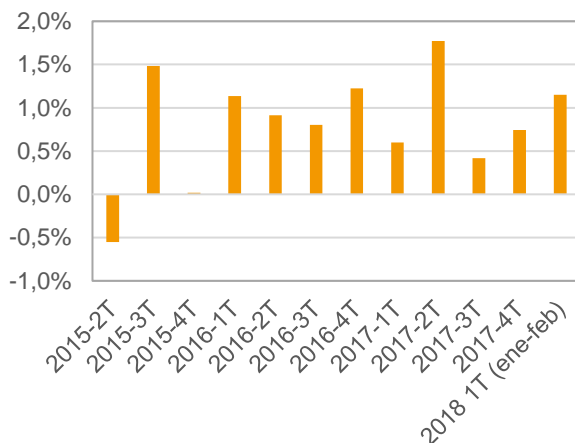
ACTIVIDAD GENERAL Y SITUACIÓN DE LAS GRANDES EMPRESAS

Ventas de las grandes empresas

Los indicadores correspondientes al mes de febrero de ventas, empleo y salarios de las *Grandes Empresas** elaborados por la Agencia Tributaria muestran que la economía española continúa creciendo a buen ritmo. Analizados en conjunto con otros indicadores relevantes del desempeño de la economía, todo parece indicar que el ritmo de crecimiento de la economía española se mantuvo fuerte en el primer trimestre de 2018.

Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, crecieron un 4% interanual en febrero, el ritmo de crecimiento más alto de los últimos seis meses, y un punto más que en el mes de enero.

Gráfico 1. Ventas totales desestacionalizadas y corregidas de calendario. Tasa variación trimestral.



Fuente: Agencia Tributaria.

El avance registrado en las ventas totales en enero y sobre todo en febrero (0,9% intermensual), hace que la tasa trimestral se sitúe en el 1,1%, que sería un máximo anual de mantenerse la tendencia. El gráfico 1 recoge la tasa de variación trimestral de las ventas totales,

* *Grandes Empresas (GGEE)*

De acuerdo al criterio de la A.E.A.T. son *Grandes Empresas (GGEE)* las personas físicas o jurídicas cuyo volumen de operaciones haya excedido la cifra de 6,01 millones de euros durante el año natural inmediatamente anterior. La determinación del volumen de operaciones se hace de acuerdo al artículo 121 de la Ley 37/1992 del IVA.

construida para el primer trimestre de 2018 a partir de la información hasta ahora disponible correspondiente a los meses de enero y febrero.

Esa elevada tasa de crecimiento de las ventas totales de las grandes empresas se explica por el avance observado en las ventas interiores del 0,4% intertrimestral pero sobre todo se explica a partir del fuerte ritmo de aumento de las ventas exteriores. En efecto, las exportaciones de bienes y servicios de las grandes empresas, desestacionalizadas, deflactadas y corregidas de calendario, crecen a un ritmo del 4,3% intertrimestral, cifra casi cuatro puntos superior a la del trimestre anterior, como recoge el gráfico 2. El buen momento que atraviesa el comercio mundial ha permitido que las exportaciones de las empresas españolas fuera de la UE crezcan a un fuerte ritmo mensual del 7% y del 3,5% los dos primeros meses del año, compensando, en parte, la importante caída mensual de las ventas dirigidas a la UE de febrero (-3,3%).

Las importaciones de bienes y servicios de las grandes empresas, por su parte, siguieron la misma pauta de variación que las exportaciones: frenazo de las importaciones de la UE con sendas caídas mensuales en enero y febrero del 1,3% y del 3,4% y fuerte crecimiento de las importaciones de países terceros en enero del 7%, estancada en febrero (-0,1%).

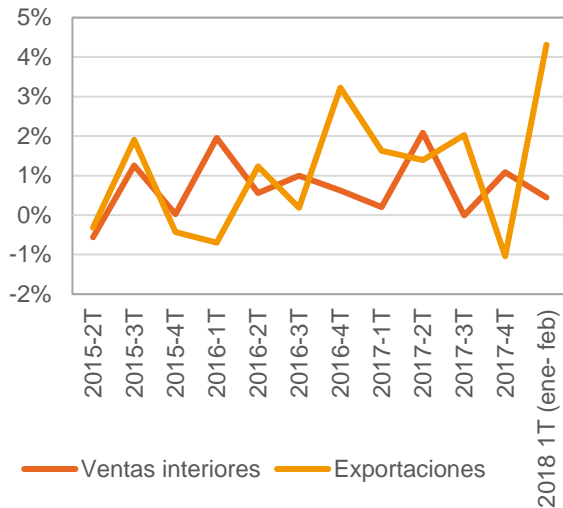
Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, pese a la apreciación del euro con respecto al dólar de los últimos meses.

El buen comportamiento de las exportaciones de bienes y de servicios en 2017 y en el inicio de 2018 adquiere gran relevancia, habida cuenta del mayor peso que estas tienen hoy en las ventas de las grandes empresas y en la economía española.

En cualquier caso, **es imprescindible seguir tomando medidas que impulsen la posición competitiva de la economía española.** El excelente comportamiento de las exportaciones en los últimos años se ha basado en las ganancias de competitividad obtenidas vía reducción de los Costes Laborales Unitarios (CLU), en un proceso de devaluación interna que es sostenible en el tiempo, dado que se apoya en una depreciación del tipo de cambio real,

resultado de un esfuerzo de ajuste y reducción de costes en lugar de la devaluación del tipo de cambio nominal. Los costes laborales unitarios totales cayeron en 2017 un 0,1%, si bien en el caso de las manufacturas crecieron un 0,1%, el primer aumento desde 2009.

Gráfico 2. Ventas interiores totales y exportaciones desestacionalizadas y corregidas de calendario. Tasa de variación trimestral.



Fuente: Agencia Tributaria

A su vez, el cambio de tendencia observado en el cuarto trimestre respecto a la situación de la competitividad-precio de la economía española, parece que se habría consolidado en el primer trimestre de 2018. Así, se observa una ligera mejora en los meses de enero y febrero en el tipo efectivo real de España frente a países desarrollados, debido a la menor inflación, si bien continúa su tendencia ascendente, resultado de la apreciación del tipo efectivo nominal, en su nivel más alto desde finales de 2014; eso sí, aún lejos del máximo histórico de 2009. Mantener en el tiempo el buen dinamismo exportador obliga también a mejorar en aspectos que inciden sobre la competitividad no-precio, tales como avances en el sistema educativo y la dimensión empresarial, así como una mayor inversión en I+D por parte de las empresas y del sector público.

Desde el lado de la oferta, **el avance de las ventas no es generalizado en todos los sectores**. Con datos de enero y febrero, la tasa de crecimiento interanual en el primer trimestre cae una décima con respecto al cuarto trimestre de 2017, hasta el 3,5%, fundamentalmente por el retroceso en las ventas del sector primario (-6,6%) y la ralentización del crecimiento de la industria (2,5%). Por el contrario, el crecimiento

es dos décimas más fuerte en el sector servicios (4%) y cuatro puntos en construcción, que se lanza hasta el 5,5% interanual.

Por lo que se refiere a las ventas interiores y atendiendo al reparto de estas por destino, subrayar el fuerte ritmo de crecimiento de la demanda de bienes de capital (7,4% y 6,9% en enero y febrero), liderado por las ventas de equipo y software, por encima del 8% ambos meses, favorecidas por la mejora de las expectativas de las empresas exportadoras tras un entorno exportador muy favorable en los últimos meses. Las ventas de bienes de consumo y de bienes intermedios también avanzan, si bien a ritmos interanuales más moderados del 4,2% y del 2,6%, respectivamente.

La compra de bienes de equipo por parte de las empresas españolas es clave para elevar la productividad y el crecimiento potencial de la economía, en aras a producir y exportar más, y reducir la elevada deuda externa.

El PMI compuesto de actividad global para España alcanzó en marzo el nivel de 55,8 puntos, inferior en 1,3 puntos al de febrero, debido a la desaceleración de la actividad en la industria y en los servicios, si bien el primer trimestre del año se saldó con un avance del PMI global de 1,3 puntos, hasta el nivel de 56,5 puntos.

El Índice de Producción Industrial (IPI), con datos corregidos de estacionalidad y calendario, ganó impulso en febrero, registrando un incremento interanual del 3,1%, superior en tres puntos al de enero, impulsado fundamentalmente por el repunte de la energía y, en menor medida, por la aceleración de los bienes intermedios, evolución compensada en parte por la desaceleración de los bienes de equipo y de consumo.

Respecto a los **indicadores adelantados de actividad en la construcción**, el índice de Producción de la Industria de la Construcción, publicado por Eurostat, moderó en enero el ritmo de descenso interanual, casi diez puntos, hasta el 3,6%, con series corregidas de calendario y deflactadas. Según los visados de dirección de obra, en enero (último dato disponible) se registró un crecimiento interanual del 11,3%, moderando así de manera notable su ritmo de avance. La tendencia es de intenso crecimiento, aunque cada vez más moderado, al venir de tasas superiores al 20%.

Según el INE, el número de compraventas de viviendas creció un 14,6% en 2017, alcanzando las 464.500 operaciones, la cifra más elevada desde 2008. El número de compraventas de viviendas continuó avanzando en febrero con fuerza, aunque a un ritmo más moderado que en enero, anotando un aumento interanual del 16,2%, superior al promedio observado en el conjunto de 2017. Nuestras previsiones apuntan a unos registros para el conjunto de 2018 muy cercanos al medio millón de operaciones, lo que representaría un nuevo aumento interanual del 6,5%. Los precios de la vivienda avanzan a un ritmo próximo al 8% interanual en el inicio de 2018, la tasa más elevada de la última década.

Dentro del sector servicios, destaca sobre manera el turismo, que evoluciona a ritmo de récord cada trimestre. Crece el doble que en el resto del mundo y en 2017 se situó como segundo destino mundial tras Francia, favorecido por factores de índole macroeconómica (relativamente bajo precio del petróleo) y geopolítica. No obstante, la llegada de turistas moderó en febrero el ritmo de avance hasta el 2,6% interanual, desde el 5,2% observado en enero. También se ralentiza el gasto turístico hasta el 4,7% en febrero, un punto porcentual inferior al de enero.

Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en lo que llevamos de año son, por ejemplo, **las matriculaciones de turismos**. Según ANFAC, estas se aceleraron en enero más de catorce puntos, hasta el 20,3% interanual, el mayor incremento desde mayo de 2016. En febrero y marzo ralentizaron su crecimiento hasta el 13% y el 2,1% respectivamente, si bien el dato de marzo está influenciado por caer la Semana Santa en dicho mes, mientras que en 2017 fue en abril. En el conjunto del trimestre, el aumento medio fue del 10,5%, prácticamente igual al observado en el cuarto trimestre de 2017, liderado por la compra de alquiladores y empresas.

El Índice General del Comercio Minorista (ICM), deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, experimentó en febrero una mejora del 0,1%, dos décimas menos que en enero. En términos interanuales, el alza fue del 2,2%, tras la variación nula del mes de enero.

Por último, las expectativas empresariales, tras dos trimestres de empeoramiento, vuelven a mejorar para el segundo trimestre. Según el **Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA)** elaborado por el INE, la confianza de los empresarios sube un 0,4%

respecto al primer trimestre, existiendo un 23,5% de establecimientos que prevén un trimestre favorable frente al 12,8% que son pesimistas sobre la marcha de su negocio.

Para que las empresas inviertan es necesario que perciban una demanda sostenible y la posibilidad de sacar provecho de unas condiciones de financiación muy ventajosas. **El fuerte volumen inversor genera creación de empleo, que a su vez incentiva el consumo, lo que termina provocando más inversión, en un claro círculo virtuoso de la economía.**

El índice de Confianza del Consumidor, elaborado por el CIS, por su parte, disminuyó en marzo por tercer mes consecutivo, 1,1 puntos, hasta situarse en el nivel de 98,6 puntos, por debajo del umbral de 100 (indicativo de una percepción positiva de los consumidores). Esto es especialmente significativo tras la importante caída observada en el cuarto trimestre de 2017, que encontraba una más fácil explicación en la situación de tensión política provocada por el conflicto en Cataluña.

El sector exterior sigue dando buenas noticias, al volver a mostrar la economía española, un año más, **capacidad de financiación frente al resto del mundo**. Según las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales publicadas por el INE, dicha capacidad de financiación ascendió a 8.870 millones de euros, equivalente al 2,9% del PIB trimestral e inferior en 113 millones a la del mismo trimestre del año anterior. Ello encuentra explicación en la ligera disminución interanual del superávit de bienes y servicios, mientras se incrementó el superávit de la balanza de rentas y transferencias corrientes y el de la balanza de transferencias de capital. En el conjunto del año 2017, la economía española presentó una **capacidad de financiación frente al resto del mundo** de 23.081 millones de euros, equivalente al **2% del PIB**, frente a los 23.289 millones de 2016, esto es, un 2,1% del PIB. **Sin embargo, dicha capacidad de financiación oculta un desequilibrio que empieza a ser importante para la economía española: la baja tasa de ahorro de los hogares españoles**, muy por debajo del promedio europeo. Profundizaremos en la evolución de dicho indicador al final del informe.

Empleo y precios. Empleo y salarios de las grandes empresas

Uno de los datos que mejor confirman la buena coyuntura por la que aún atraviesa la economía española, es la cifra de afiliaciones a la Seguridad Social. Tras acelerarse en la recta final de 2017 y principios de 2018, el aumento de la afiliación se desacelera dos décimas hasta el 3,3% interanual, el crecimiento más bajo desde enero de 2017. Desde mínimos, la afiliación ha aumentado un 14,6%, lo que implica que el número de afiliados todavía es en la actualidad ligeramente inferior a un millón con respecto a la situación de máximos antes de la crisis.

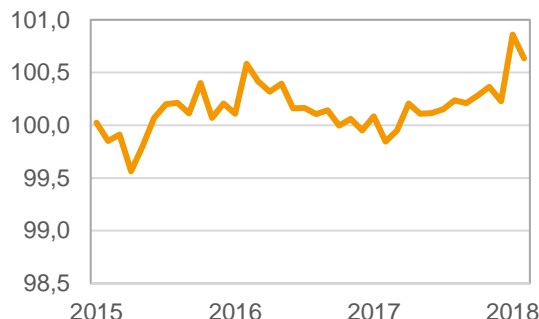
Aunque el aumento del empleo se desacelera de manera notable tanto en Baleares como en Canarias, estas siguen siendo las comunidades autónomas donde más crece la afiliación (superior al 4,5% interanual).

La pérdida de vigor en marzo se explica fundamentalmente por la menor contratación en agricultura y construcción, como consecuencia de las adversas condiciones climatológicas, así como en Administraciones Públicas, mientras que comercio y hostelería son los que observaron un mejor comportamiento, alentados por la celebración de la Semana Santa en el mes de marzo.

El volumen total de afiliados está en máximos desde 2008, cerca de los 18,5 millones y, con datos desestacionalizados del primer trimestre de 2018, la tasa de afiliación crece a un ritmo del 0,8% trimestral, lo que permite adelantar un avance del PIB próximo al 0,7% en el primer trimestre del año.

La evolución positiva que confiamos que tenga el mercado de trabajo seguirá impulsando el consumo privado y los precios con una intensidad similar, por tanto, a la observada en el cuarto trimestre de 2017.

Gráfico 3. Rendimiento bruto medio de las grandes empresas. Dato índice. Tasa variación mensual.



Fuente: Agencia Tributaria

El buen comportamiento esperado del consumo será resultado no tanto de mejoras salariales importantes sino de la intensidad en la creación de empleo, aunque los salarios empiezan a ofrecer signos de cierto avance.

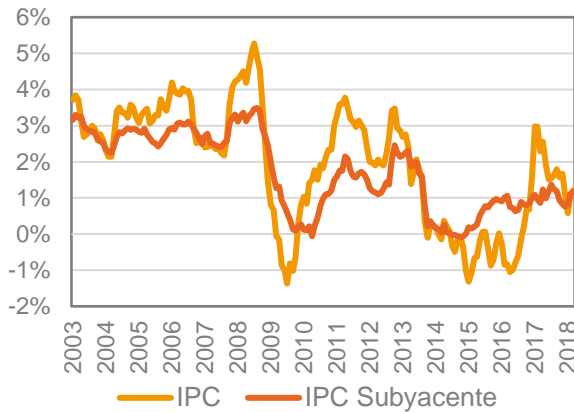
Así, por ejemplo, el rendimiento bruto medio de las grandes empresas volvió a subir en febrero un 0,8% interanual, que unido al avance observado en enero, supone una ruptura de la tendencia de práctico estancamiento que se venía observando en los últimos años. La evolución mensual refleja el cambio de tendencia en 2018, tal y como recoge el gráfico 3. Los perceptores de rendimientos del trabajo y los propios rendimientos, indicador fiscal que aproxima la evolución del empleo asalariado y los sueldos de las grandes empresas, continuaron creciendo a un ritmo elevado y constante del 3,5% y del 4,3% respectivamente en febrero. Destaca el aumento mensual observado en los rendimientos en el mes de enero del 0,7%, mucho más alto que el promedio de los últimos años.

Esta recuperación intensiva en empleo es necesaria para reducir el elevado nivel de paro, si bien también implica que el crecimiento se está apoyando sobre actividades de escaso valor añadido y escasa productividad, dado que el empleo crece al mismo o mayor ritmo que el PIB.

A pesar de la mejora económica, el incremento de los precios sigue siendo muy moderado. La tasa de inflación se elevó en marzo hasta el 1,2% interanual, aumento que es resultado de la aceleración de los precios de la alimentación y, en menor medida, de los servicios, compensado parcialmente por la ligera caída de los bienes industriales no energéticos y

por el menor ritmo de crecimiento de los precios de la energía.

Gráfico 4. Tasa de inflación e inflación subyacente en España



Fuente: INE.

La inflación subyacente, por su parte, aumentó en marzo una décima, hasta el 1,2%, al igual que la inflación general, debido fundamentalmente a los servicios, cuyos precios se aceleraron dos décimas hasta el 1,9%, impulsados principalmente por el turismo y la hostelería. La celebración de la Semana Santa en marzo conllevará probablemente que los precios se moderen en abril, pudiéndose situarse en el entorno del 1%.

Crecimiento económico, riesgos y entorno global.

El crecimiento de la economía española en el primer trimestre de 2018 se mantiene a un ritmo elevado y muy similar al 0,7% con el que se cerró el cuarto trimestre de 2017, en un entorno caracterizado por el fuerte ritmo de creación de empleo y la estabilidad de precios.

Y ello gracias, en parte, a una economía mundial en aceleración. El consenso de previsiones de crecimiento sobre la economía mundial apunta a un avance muy próximo al 4%, tanto para este año como para el que viene. En 2017, el impulso fue del 3,8%, el mayor desde 2011.

La economía mundial se verá favorecida por las laxas condiciones financieras, así como por la política fiscal expansiva de Estados Unidos. Los mayores riesgos están hoy en el fin de las políticas monetarias expansivas, la generalización de políticas proteccionistas que

perjudiquen un comercio internacional que acaba de coger nuevos bríos, creciendo por primera vez desde la Gran Recesión por encima del crecimiento del PIB mundial, y la geopolítica, con **el reciente ataque de Siria por parte de Estados Unidos como principal posible desencadenante desestabilizador.**

En clave nacional, el ruido en relación a la cuestión catalana, de prolongarse mucho en el tiempo, podría significar un frenazo al crecimiento en esa región, con efectos también potencialmente negativos, si bien sustancialmente menores, sobre la recuperación del conjunto de la economía española.

De evitarse los peores escenarios, tal y como esperamos, la economía española seguirá beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años y de la buena situación de la economía global, de unos extraordinariamente reducidos tipos de interés y de la mejora en la situación de balance de familias y empresas.

Los datos macroeconómicos más recientes son favorables, aunque apuntan a una muy ligera desaceleración. Mirando el conjunto del año, y bajo la hipótesis de que la situación en Cataluña siga bajo control, es probable que la dinámica favorable se mantenga de forma que la expansión de la actividad pueda situarse en el 2,8%.

En los próximos trimestres seguiremos viendo, por lo tanto, reducciones relativamente rápidas de los todavía apreciables niveles de capacidad ociosa, que deberían ir permitiendo, progresivamente, una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

Dentro de este favorable contexto a corto plazo, uno de los riesgos que afronta la economía española es olvidar los importantes retos a largo plazo que tiene todavía por delante. Se hace necesario aún tomar medidas que permitan aumentar el bajo potencial de crecimiento, tales como el incremento de la competencia en ciertos sectores, el impulso a la innovación tecnológica o la promoción del capital humano. De igual modo, es imprescindible mantener bajo control nuestra alta deuda externa neta, así como reducir el aumento excesivo que se ha producido en materia de desigualdad, sin olvidar el importante esfuerzo aún de ajuste fiscal necesario y de consolidación de las cuentas públicas.

En relación a las cuentas públicas, nuestra previsión es que el déficit público se sitúe a final

de año alrededor del 2,5% del PIB, favorecido en gran medida por el buen desempeño de la economía, de modo que **la recaudación crecerá por encima del crecimiento del PIB nominal**, pese al impacto de las rebajas contempladas en los presupuestos en IRPF e IVA, mientras que los gastos se van a mantener prácticamente estables.

Por otro lado, según el Banco de España la **Deuda de las Administraciones Públicas**, atendiendo a la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), se situó en febrero en 1.158.000 millones de euros, un 3,8% superior a la del mismo periodo de 2017. Respecto a enero, el incremento es de algo más de 12.000 millones, un 1,06% más. En porcentaje de deuda sobre PIB alcanzó el 98,8%, superior al objetivo marcado para el año del 96,8%, si bien es muy probable que la paulatina reducción del déficit público y el crecimiento económico ayuden a ir reduciendo progresivamente el nivel de deuda pública.

La deuda privada, por su parte, y según datos del Banco de España para el cuarto trimestre de 2017, muestran que **la deuda bruta de las sociedades no financieras y de los hogares e ISFLSH se situó a finales de 2017 en el 158,1% del PIB**, 8,6 puntos porcentuales por debajo de la ratio registrada en 2016 y **más de 40 puntos porcentuales inferior al máximo alcanzado durante la crisis**. Así, **la deuda de los hogares y de las sociedades no financieras siguió descendiendo hasta situarse en el 61,5% y el 96,8% del PIB, respectivamente**. Dichos niveles son similares a los de la eurozona y son indicativos de que **el proceso de desapalancamiento del sector privado está muy avanzado**. No obstante, el balance de las familias ha sido deficitario como veremos en el último apartado del presente informe, lo que empieza a generar **dudas sobre la capacidad de la economía de que los hogares puedan mantener esa baja tasa de ahorro, con las implicaciones macroeconómicas que ello conlleva**.

La tasa de ahorro de los hogares en mínimos históricos.

La economía española celebró en 2017 su quinto año consecutivo generando capacidad de financiación, equivalente al 2% del PIB, una décima inferior a la observada en 2016.

El empeoramiento en la capacidad de financiación de la economía el pasado año

tiene como **principal responsable** al sector privado no financiero, sobre todo **los hogares**, mientras que las instituciones financieras y, en especial, las administraciones públicas, mejoraron su posición financiera.

El pasado año la inversión avanzó hasta el 21,1% del PIB, máximo desde 2011, pero lejos aún de los máximos pre-crisis. Mientras tanto, la recuperación del ahorro está siendo más rápida, ya que alcanzó el 22,9% del PIB, situándose a niveles de 2004.

La corrección del déficit público en 1,2 puntos con respecto a 2016 ha sido determinante en dicha evolución, hecho que contrasta con el fuerte deterioro de la posición financiera de los hogares. **En un marco de elevado dinamismo del consumo y reactivación de la inversión (vivienda), las familias redujeron su tasa de ahorro a mínimos de la serie histórica iniciada en 1999. El ahorro de los hogares españoles se situó en el 5,7% de la renta disponible y registraron necesidad de financiación (-0,3% del PIB), algo que no sucedía desde el año 2008.**

Las empresas, por su parte, son las grandes ahorradoras, si bien su capacidad de financiación se redujo en 2017 un 0,5%, hasta el 2,9% del PIB, dos décimas menos que en 2016.

La Renta Bruta Disponible (RBD) de las familias creció un 2% en 2017, tasa idéntica a la del año anterior. El excedente bruto de explotación y la remuneración de los asalariados crecieron un 3,8% y un 3,3%, respectivamente. Mientras tanto, el gasto en consumo final de los hogares en términos nominales creció por encima de su RBD al mayor ritmo de la última década (4,2%), lo que explica que el ahorro cayera con fuerza, un 24,2% hasta rondar los 41.000 millones de euros, el 5,7% de la RBD, tasas dos puntos inferior a la de 2016.

Dicho ahorro, descontando el saldo negativo de las transferencias netas de capital recibidas fue insuficiente para financiar la inversión de los hogares, que aumentó un 18,5%, tres veces más que en 2016. En consecuencia, los hogares generaron el pasado año necesidad de financiación, lo que no sucedía desde 2008, por valor de 3.063 millones de euros (-0,3% del PIB), lo que contrasta con la capacidad de financiación de 2016, que ascendió al 1,6% del PIB.

Una tasa de ahorro tan baja por parte de los hogares, que conlleva que dicho sector tenga necesidad de financiación en 2017 por primera vez desde 2007, puede convertirse

en un desequilibrio macroeconómico relevante.

Por un lado, **el ahorro de los hogares influye sobre la demanda agregada y sobre la renta de equilibrio ya que facilita una senda de consumo estable y financia la inversión del país.** A largo plazo, si bien el ahorro puede provenir también de las Administraciones Públicas y de las empresas, **el ahorro de los hogares es determinante para el crecimiento económico y para la productividad**, siendo la mejora de esta última probablemente el reto más importante que afronta la economía española. **El ahorro también puede provenir del resto del mundo, como sucedió en España hasta 2008, permitiendo dicho ahorro acometer la histórica tasa de inversión, algo que no debería repetirse dada nuestra elevada deuda externa neta.**

El ahorro permite, por tanto, financiar la inversión, en capital físico y capital humano. Por ello, **un consumo excesivo o, dicho de otra manera, un ahorro demasiado bajo, acaba teniendo un impacto negativo en el potencial de crecimiento de una economía.** Los hogares españoles han sido tradicionalmente un sector ahorrador con capacidad de financiación al resto de sectores institucionales. La anomalía surgió en el periodo 2003-2007, cuando la disminución de la tasa de ahorro y el esfuerzo inversor en vivienda convirtió a los hogares en prestatarios netos de recursos. Con la llegada de la crisis el sector volvió a disfrutar de capacidad de financiación, tendencia que permitió una paulatina reducción de la deuda. Esa dinámica se ha roto en 2017, volviendo a necesitar financiación del orden del 0,3% del PIB.

Por otra parte, **la necesidad de financiación de los hogares implica que el ahorro no es suficiente para financiar las necesidades de inversión del sector y que, por tanto, se deben endeudar.** Un crecimiento excesivo del nivel de deuda de las familias puede tener implicaciones macroeconómicas y de estabilidad financiera relevantes. **El mayor endeudamiento conlleva una mayor carga financiera y reduce la capacidad de respuesta del sector ante variaciones no esperadas en los tipos de interés**, en su renta o en el valor de sus activos. Y todo ello puede intensificar los efectos de cualquier shock económico o político adverso, afectando negativamente al crecimiento económico. En definitiva, hace la economía más

vulnerable. Y no deberíamos perder de vista que la economía española es aún una economía muy endeudada; la deuda de los sectores no financieros se situó a finales de 2017 en torno al 158,1% del PIB, siendo la de los hogares del 61,5% del PIB. La deuda de los hogares está en su mayoría indicida al euríbor, más sensible a los movimientos del BCE que a los del mercado de deuda. Y las subidas de tipos llegarán antes o después. La deuda pública se situó en febrero en el 98,8% del PIB.

En tercer lugar, **un endeudamiento excesivo puede conllevar situaciones de impago que repercutan negativamente sobre la solidez de los intermediarios financieros**, afectando negativamente al sistema financiero.

En cuarto lugar, **un bajo ahorro implica un gasto excesivo, adelantar gasto futuro hacia el momento actual, gasto que no se dirige a fortalecer la capacidad productiva de la economía** (como es el gasto en bienes de capital de las empresas). Se trata de gasto en bienes de consumo y en vivienda. Ello también puede afectar negativamente al saldo comercial, importando bienes y servicios distintos de los que necesitaría importar la economía española. Con una posición inversora neta claramente deudora, la economía española debería importar bienes de equipo y maquinaria que le permitan reforzar su capacidad productiva en aras a exportar más y con mayor valor añadido, haciendo posible la generación de renta para devolver deuda. La deuda externa neta asciende al 86,5% del PIB, una proporción que se ha reducido en los últimos años, pero que sigue alejada de lo que Europa considera óptimo para soportar con garantías shocks financieros (35% del PIB, atendiendo al Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos en el marco de los nuevos instrumentos macroprudenciales).

Entre las razones de la caída del ahorro está la aspiración de vivir por encima de sus posibilidades, decisión que se consolida cuando las expectativas sobre la economía mejoran. Una mayor confianza en mantener un trabajo, así como en la mejora de la situación económica general avalan un mayor gasto, incluso avalan la decisión de endeudarse.

Si bien la renta nacional se sitúa ya en niveles por encima de los observados antes de la crisis, por lo que no se puede decir que el ahorro caiga porque la renta haya caído y las familias quieren mantener su nivel de consumo, sí que es cierto

que las mejoras de renta agregadas se basan casi exclusivamente en la creación de empleo y no en crecimiento de los salarios de los que ya tienen un trabajo, por lo que a nivel más individual si se podría argumentar hacia un mayor gasto familiar a costa del ahorro en la búsqueda de mejorar los niveles de consumo muy afectados por la Gran Recesión.

La clara tendencia a la baja seguida por el ahorro de las familias responde a la lógica un aumento más rápido del consumo que de la renta a partir de 2014, coherente con un contexto en el que las expectativas de los hogares han ido mejorando (disminuyendo el ahorro por motivos precaución) y en el que los aumentos de renta provienen, en gran medida, de la creación de empleo de bajos salarios, cuya propensión a consumir es más elevada que el resto. Con el ahorro generado, más las transferencias de capital recibidas, los hogares comenzaron a financiar su inversión en capital fijo, que en su gran mayoría es inversión en viviendas. Dicha tendencia ha llegado a la situación actual, en la que el ahorro de los hogares no es suficiente para financiar sus necesidades de inversión.

A lo anterior, hay que añadir que el hecho evidente que los tipos de interés actuales promueven el gasto, no el ahorro. Y que esos bajos tipos también alientan la subida del precio de los activos, lo que puede elevar la sensación de riqueza de las familias y alentar el consumo.

También los precios, si las expectativas son de subidas en los próximos años, pueden llevar a adelantar gasto hoy a costa del ahorro.

Por último, la demanda embalsada durante los años de crisis ha propiciado una sobrerreacción del consumo en los últimos años, al aflorar consumo que se fue posponiendo por la incertidumbre generada por la crisis.

No parece, en cualquier caso, que la necesidad de financiación del sector público haya influido en la decisión de reforzar su ahorro por parte de las familias, tal y como prevé el efecto ricardiano. El efecto que ha predominado es más de tipo keynesiano, por el que un mayor gasto público se trasladaría, a través del efecto multiplicador del gasto, a un mayor consumo privado y hacia un menor ahorro de las familias.

¿Es sostenible?

Ese plus de crecimiento del consumo como consecuencia de decisiones de gasto que se pospusieron durante la crisis debe tener ya poco recorrido, de manera que es de esperar que el consumo ralentice su ritmo de crecimiento en los próximos trimestres. Ello frenaría la tendencia actual de caída de la tasa de ahorro de los hogares. Dicha tendencia no es sostenible, no debería caer mucho más, pues se generarían desequilibrios no deseados. De hecho, la tendencia debería ser más bien la contraria a juzgar por los datos actuales de la demografía española y el envejecimiento de su población que tiraran de la tasa de ahorro hacia abajo en el futuro. A largo plazo, el aumento de la tasa de dependencia de forma sostenida, una larga fase expansiva en el ciclo, la continua reducción del desempleo y una normalización en el flujo de crédito podrían empujar la tasa de ahorro de los hogares a niveles incluso más bajos. De acuerdo con la teoría del ciclo vital, la relación entre edad y tasa de ahorro tiene una forma de U invertida, de modo que a partir de una determinada edad la propensión a ahorrar disminuye. Por tanto, en poblaciones más envejecidas (camino que sigue inexorablemente la economía española) es esperable encontrar una menor tasa de ahorro.

En clave europea, España, a través de sus hogares, aparece como farolillo rojo del ahorro. Los hogares alemanes ahorran 10 puntos más en términos de su renta disponible que los españoles. Parece más razonable que, en una Unión Económica y Monetaria, sean los hogares alemanes los que sean la locomotora del gasto en Europa, en lugar de las economías domésticas españolas.

FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }

902 10 10 33
www.axesor.es
bccomunicacion@axesor.es