

FOCUS brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

Agosto · 2018



ACTIVIDAD GENERAL Y VENTAS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Ventas de las grandes empresas

Los indicadores correspondientes al mes de junio 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, las ventas de las grandes empresas confirman el notable ritmo de avance interanual de la economía española en el segundo trimestre.

Las ventas totales de las grandes empresas mantienen el tono expansivo con respecto a hace un año, pero muestran signos claros de desaceleración en el segundo trimestre. Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad (cvec) crecieron un 2,1% interanual en junio, el dato más bajo de todo 2018, tal y como muestra el gráfico 1.

Gráfico 1. Ventas totales deflactadas. Tasa variación interanual



Fuente: Agencia Tributaria.

La menor tasa de crecimiento de las ventas totales de las grandes empresas se explica por el menor avance observado en las ventas interiores del 2% interanual, pero sobre todo se explica a partir de la fuerte reducción en el crecimiento de las exportaciones. En efecto, las exportaciones de bienes y servicios de las grandes empresas, desestacionalizadas,

* *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.

deflactadas y corregidas de calendario, evolucionan a un ritmo del 2,9% interanual en junio, cuatro puntos inferior al avance observado en mayo, como se puede observar en el gráfico 2. El crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios de las grandes empresas españolas fuera de la UE cayó casi cinco puntos hasta el 4,7% interanual en junio, una ralentización que podría iniciar una nueva etapa de menor dinamismo exportador en un mundo con cada vez mayores trabas al comercio.

Las exportaciones cuyo destino es la Unión Europea registran también desaceleración, contagiadas del menor crecimiento de los principales países de la eurozona, para sólo avanzar un 1,2% en junio desde el 4,6% del mes de mayo.

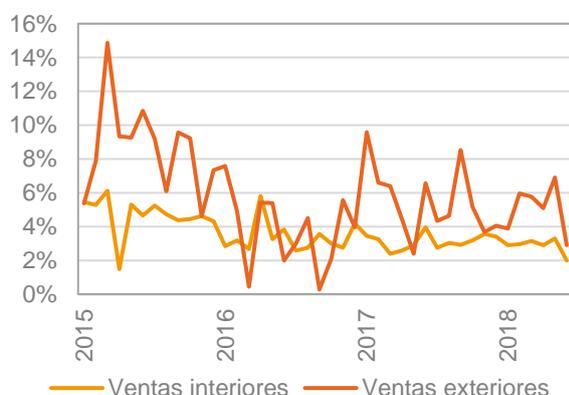
Las importaciones de bienes y servicios de las grandes empresas, por su parte, crecieron un notable 3,1% en junio. De mantenerse el diferencial de crecimiento entre exportaciones e importaciones, se deterioraría el saldo por cuenta corriente en la segunda mitad del año.

Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, pese a la apreciación promedio del euro frente al dólar experimentada en los últimos dos años. No obstante, a lo largo del segundo trimestre, la depreciación de la moneda única ha facilitado la salida de los productos españoles fuera de la zona euro, aunque no ha sido posible mantener en junio el elevado ritmo de crecimiento interanual de las ventas al exterior observadas en los últimos cuatro meses. Aun así, el elevado ritmo de aumento de las exportaciones en abril y mayo ha permitido cerrar el avance interanual en el segundo trimestre tan sólo una décima por debajo del registrado en el primer trimestre (5,2%). El hecho de que, en agosto, la moneda única ya cotice por debajo de su nivel de hace un año, después de trece meses consecutivos superando los registros del año anterior, podría ayudar, de mantenerse la tendencia, a compensar la caída observada en las exportaciones de las grandes empresas en el mes de junio frente al registro de mayo.

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) que deberían seguir ayudando a las exportaciones de las empresas españolas, pero que obliga también a mejorar en aspectos que incidan 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, tal y como explicamos en el último apartado del presente boletín.

Gráfico 2. Ventas interiores totales y exportaciones deflactadas. Tasa de variación interanual



Fuente: Agencia Tributaria

Desde el lado de la oferta, **la ralentización del ritmo de crecimiento de las ventas es generalizado en todas las actividades**, tanto en la industria como en el sector servicios, que pasan de crecer un 3,4% y un 4,3% en mayo a avanzar un 2,2% y un 3,7% en junio. El mayor retroceso se observa en las ventas de la construcción y promoción inmobiliaria, que de crecer un 3,5% interanual en mayo pasan a caer un 0,2% en junio.

Las **ventas interiores** también mostraron mayor debilidad que en meses anteriores avanzando tan sólo un 2% en junio, frente al 3,3% observado en mayo. Mientras que las ventas de bienes de consumo registran un fuerte aumento del 3,1% interanual, tanto las ventas de bienes de capital de construcción como las ventas de bienes intermedios (los dos segmentos que mayor crecimiento mostraron en mayo), se desaceleran significativamente, especialmente la las primeras, al pasar de un incremento del 5,1% interanual en mayo a un avance del 0,5% en junio (gráfico 2). La desaceleración del comercio exterior y, más concretamente, de productos

intermedios que anticipábamos en el anterior boletín se confirmó en junio.

Otros indicadores relevantes

El PMI compuesto de actividad global para España alcanzó en julio el nivel 52,7, inferior en más de dos puntos al de junio. Por su parte, el Índice de Producción Industrial (IPI), con datos cvec, muestra un retroceso mensual del 0,6%. La tasa anual del índice de producción industrial se sitúa en el 0,5% en la serie corregida de efectos estacionales y de calendario.

Respecto a los indicadores adelantados de actividad en la construcción, según los visados de dirección de obra, la superficie a construir en obra nueva aumentó en mayo un 30,6% interanual, frente al crecimiento del 51% del mes de abril. Una ralentización en parte explicada por el componente no residencial, que avanzó un 34,3% interanual, frente al incremento por encima del 140% del mes de abril que se incrementó un 34,3% interanual, tras el aumento superior al 140% del mes previo y, en parte, explicada por el componente residencial, que moderó 2,6 puntos el ritmo de crecimiento interanual, hasta el 29,7%.

El número de compraventas de viviendas subió en junio un 1,75% en comparación con el mismo mes del año anterior, de acuerdo con el INE. El dato supone una moderación importante, ya que el crecimiento de los meses previos fue, en promedio, ligeramente superior al 10%. Las 44.692 operaciones representan 10.000 transacciones más que en el mínimo de un mes de junio, observado en 2009, pero se sitúan aún 22.000 unidades por debajo del máximo observado en un mes de junio del 2007.

Dentro del sector servicios, el turismo volvió a crecer en junio, tras el avance de mayo, lo que consolida la tendencia al alza. Así, los datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras, publicada por el INE en junio, revelan que llegaron a España ese mes 8,5 millones de turistas internacionales, cifra superior en un 1,3% a la del mismo mes de 2017. El gasto total de los turistas que visitaron España se situó en junio en 9.395 millones de euros, lo que supone un avance interanual del 4,5%, frente al aumento del 2,8% del mes anterior. Resultado de todo lo anterior, el gasto medio por turista aumentó un 3,2%.

Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en lo que llevamos de año son, por ejemplo, las matriculaciones de turismos, En lo que se refiere al mes de julio, y según ANFAC,

las matriculaciones se aceleraron más de once puntos hasta el 19,3% interanual, mostrando todos los canales de venta un resultado favorable en dicho mes, destacando especialmente el canal de alquiladores, que aumentó sus compras un 31,3%, seguido de los de empresa y de particulares, con incrementos interanuales del 29,5% y del 10,5%, respectivamente. En los siete primeros meses del año, las matriculaciones crecieron cinco puntos por encima a las observadas en el mismo periodo del año anterior, hasta el 11,4%.

El Índice General del Comercio Minorista (ICM) deflactado y cvce avanzó un 0,4% mensual en junio, acercándose a los avances del 0,6% del primer trimestre. En términos anuales el incremento es del 0,1%.

Por último, las expectativas empresariales, vuelven a mejorar para el tercer trimestre. Según el Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA) elaborado por el INE, la confianza de los empresarios sube un 0,5% respecto al segundo trimestre, existiendo un 22,8% de establecimientos que prevén un trimestre favorable frente al 15,7% que son pesimistas sobre la marcha de su negocio. El 61,5% restante considera que será normal.

En lo que concierne a la Confianza del Consumidor, elaborada por el CIS, disminuyó nueve décimas en julio respecto al mes anterior, en claro contraste con el aumento de 9,3 puntos de junio.

Empleo y precios. Empleo y salarios de las grandes empresas

Uno de los datos que mejor confirman la buena coyuntura que aún atraviesa la economía española, es la cifra de afiliaciones a la Seguridad Social. No obstante, el mercado de trabajo muestra ya una cierta pérdida de dinamismo en los ritmos de creación de empleo, a medida que los niveles de ocupación se van aproximando a los máximos anteriores al estallido de la crisis. Si la afiliación concluyó el segundo trimestre con un avance interanual del 3,1%, ligeramente inferior al de trimestres anteriores, julio observó un avance interanual del 3%, con series brutas, inferior en una décima al de junio y que se explica a partir de la ligera desaceleración de las afiliaciones en el sector servicios (desde el 3,1% de junio hasta el 2,9%) y, en menor medida, en la industria (2,7%, tras el avance del 2,9% de junio), parcialmente compensado por la aceleración de las afiliaciones en la construcción (dos décimas,

hasta el 7%).

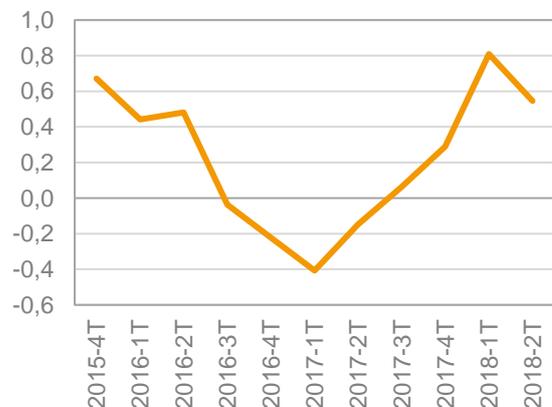
El paro registrado descendió en 27.141 personas en julio respecto al mes anterior, cifra ligeramente superior a la reducción observada del paro en julio de 2017. El total de parados registrados se situó en 3.135.021, la cifra más baja desde enero de 2009. En términos interanuales, y con series brutas, el paro disminuyó en 200.903 personas en julio, un 6% por tercer mes consecutivo.

El empleo equivalente a tiempo completo, por su parte y según la Contabilidad Nacional, se desaceleró una décima en el segundo trimestre hasta el 2,5% interanual, pero en términos intertrimestrales se aceleró tres décimas, hasta anotar un aumento del 0,8%. De este modo, en el último año se han creado 448.193 empleos equivalentes a tiempo completo.

La aceleración intertrimestral del empleo equivalente a tiempo completo es debida al impulso registrado en las ramas de construcción y servicios, en las que el empleo experimentó avances del 2,3% y 0,9%, respectivamente, tasas superiores en 0,6 y 0,5 puntos a las del trimestre anterior, mientras que registró una variación nula en la industria y en el sector primario (0,4% y 0,6% en el primer trimestre).

Nuestra previsión para la creación de empleo a tiempo completo atendiendo a la definición de contabilidad nacional es que 2018 cierre con un avance del 2,3%, cinco décimas inferior al observado en 2017.

Gráfico 3. Rendimiento bruto medio de las grandes empresas, deflactado y cvce. Tasa variación trimestral



Fuente: Agencia Tributaria

Por lo que se refiere a la evolución de los salarios de las grandes empresas, el

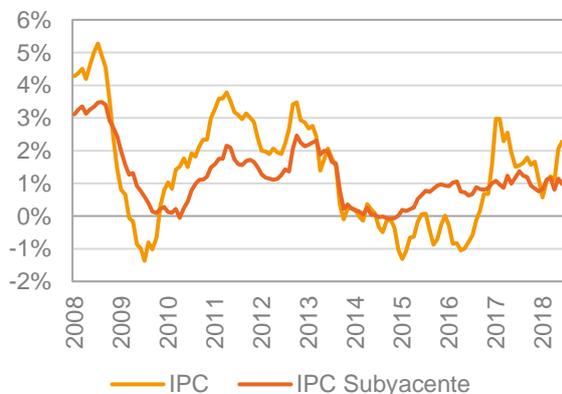
rendimiento bruto medio registró una tasa del 0,5% en junio, en línea con lo observado en los dos meses anteriores, pero por debajo de las tasas registradas en los tres primeros meses del año.

El relativamente buen comportamiento esperado del consumo, aunque menor que en 2017, 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, el rendimiento bruto medio interanual, deflactado y cvec de las grandes empresas subió un 0,5% interanual en el segundo trimestre de 2018, un incremento tres décimas inferior al del primer trimestre, pero todavía importante en comparación a los registros de los últimos años.

A pesar de la mejora económica, los aumentos de precios siguen siendo muy moderados. De hecho, la inflación subyacente disminuyó una décima y se situó en julio en el 0,9%, debido fundamentalmente a la caída de precios registrada en los paquetes turísticos del 2,4%. **La tasa de inflación se elevó en julio hasta el 2,2% interanual, una décima menos que en junio.** La desaceleración de la inflación es el resultado de la ralentización en el avance de los precios de la alimentación y, en menor medida, de los servicios. El avance de los precios, aunque menor en julio, anula totalmente la ligera mejora observada en los salarios, de modo que el salario real cae afectando negativamente a la evolución futura del gasto de las familias, que ya se ha visto notablemente afectado en el segundo trimestre.

Gráfico 4. Tasa de inflación e inflación subyacente en España



Fuente: INE.

Los precios de los productos energéticos se elevaron en julio un 11,2% interanual, 1,3 puntos

más que en junio. Este movimiento se explica, en primer lugar, por la aceleración de precios de la electricidad de 2,1 puntos hasta el 8,1% y, en menor medida, por el incremento en el precio del gas, del 1,4%, tras la caída del 1,6% del mes anterior.

La subida del precio del barril Brent de petróleo, que en junio rozaba el 60% interanual, se ha estabilizado alrededor del 46% en julio y agosto, siendo la principal responsable del aumento del déficit comercial del 31,5% observado en el primer semestre.

La tendencia a la baja del euro respecto al dólar desde mediados de abril encarece ligeramente la factura energética al pagarse ésta en dólares. No obstante, el precio de crudo se ha estabilizado desde mediados de julio por debajo de los 75\$ el barril.

Nuestras previsiones apuntan a un aumento de los precios en promedio del 2% en 2018, mientras que la inflación subyacente avanzaría un 1,3% de media en el año.

Crecimiento económico, riesgos y entorno global

Las cifras de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), concretamente correspondientes al segundo trimestre de 2018, publicadas por el INE un mes antes y adelantando, de este modo, la información que venía difundiendo alrededor de 60 días tras finalizar el trimestre, muestran la prolongación de la senda expansiva de la economía española que comenzó a finales de 2013. **Las cifras de la CNTR registran un avance del PIB real del 0,6% intertrimestral y del 2,7% interanual, tasas inferiores a las de los trimestres previos.**

No obstante, este crecimiento continúa siendo generador de empleo y ha permitido la creación de cerca de 150.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en el segundo trimestre, lo que implica una tasa intertrimestral de crecimiento del 0,8%, la más elevada desde mediados de 2017. El avance de la CNTR sirve para concluir que la economía española se ha contagiado ligeramente de la ralentización del resto de socios de la zona euro, lo que pone de manifiesto que el nivel de interdependencia económica en la eurozona es elevado y es difícil no verse afectado cuando el resto de naciones desaceleran su crecimiento.

Así, la subida de los precios del petróleo, la apreciación del euro frente al valor promedio de la moneda única en el segundo trimestre de 2017, la desaceleración económica de nuestros principales socios comerciales o el aumento del riesgo geopolítico de los últimos meses, han ralentizado el crecimiento de la zona euro a entornos próximos al 2%, frente al nivel cercano al 3% de hace un año, lo que también ha tenido un leve impacto negativo sobre el desempeño de la economía española. **Nuestras previsiones de crecimiento para la economía española para 2018 y 2019 son, respectivamente, del 2,7% y del 2,4%, habiendo sido revisadas dos décimas a la baja en sendos años.**

Si habíamos anticipado un menor crecimiento del consumo privado por aumento de los precios del petróleo, entre otros factores, así como de las exportaciones, ambos indicadores han resultado ser peor de lo previsto, especialmente las exportaciones a Europa, que también se han visto mermadas por el menor consumo privado del resto de países europeos derivado del aumento del precio del petróleo. El diferencial de crecimiento sigue siendo favorable para España respecto a la zona euro, situándose en el segundo trimestre las tasas intertrimestral e interanual del PIB de la zona euro en el 0,3% y el 2,1%, respectivamente.

En clave positiva, la inversión empresarial en bienes de equipo ha resultado ser finalmente mejor de lo que preveíamos, al igual que las compras de coches por parte de las familias. Ambas variables determinan de manera importante las expectativas de futuro de empresa y familias, de modo que mantenemos unas previsiones optimistas pero más conservadoras debido a la importante desaceleración tanto del consumo privado como de las exportaciones en el segundo trimestre, exportaciones que pese a que seguirán débiles podrían beneficiarse levemente en tercer trimestre de la ligera depreciación del euro con respecto al dólar hasta el entorno 1,15-1,16, de mantenerse este en ese nivel en la segunda mitad de agosto y en septiembre.

Se observan ligeros cambios en la composición del crecimiento. Si bien éste continúa apoyado en la demanda nacional, cuya contribución al avance interanual del PIB aumenta una décima en el segundo trimestre, hasta 2,9 punto porcentuales, la aportación de la demanda externa neta resta dos décimas al crecimiento, tras aportar la misma cuantía el trimestre anterior.

Entre los componentes de la demanda nacional, y en términos interanuales, se aceleran la inversión, principalmente la inversión en bienes de equipo y, en menor medida, el consumo público, mientras que el consumo privado se desacelera.

Se aprecia que, como destacábamos en el anterior boletín, **la recuperación va perdiendo fuerza en el consumo de las familias**, fundamentalmente debido a que ha dejado de aflorar gasto “embalsado” durante la crisis. La pérdida de poder adquisitivo de los salarios (que podría ser parcialmente compensada por el acuerdo alcanzado recientemente entre sindicatos y patronal de aplicarse finalmente de manera generalizada) y la moderación en la creación de empleo hacen también prever una ralentización progresiva de este indicador, como ya adelantaba, el Índice de Comercio al por Menor, y confirmó recientemente la CNTR, que se agudizaría conforme avance 2018 y nos adentremos en 2019. Además, la tasa de ahorro de las familias se sitúa en mínimos históricos, al ampliarse a lo largo del último año la diferencia entre consumo nominal y renta bruta disponible. Y, si se tiene en cuenta la inversión en vivienda, los hogares registran necesidad de financiación por primera vez desde 2009.

El sector de la construcción, sobre todo a través del mercado de la vivienda, también contribuirá más decididamente al crecimiento del PIB español. La demanda aumenta a ritmos del 10% interanual. En este contexto, la promoción inmobiliaria avanza a un ritmo del 30% en la demanda de nuevos visados de obra, y se acerca a las 100.000 viviendas anuales, si bien es cierto que aún está muy alejada de las cifras de la burbuja inmobiliaria. La inversión en construcción residencial podría cerrar 2018 con un avance ligeramente superior al 8% del 2017. La inversión en obra pública podría duplicar el avance observado en 2017, alcanzando un crecimiento del 3,1%, de modo que en el conjunto la inversión en construcción podría avanzar un 5,8% interanual, un aumento de 1,2 puntos sobre el incremento observado en 2017. La creación de empleo en el sector de la construcción sigue fuerte, ligeramente por encima del 6,5% interanual observado hace un año en julio.

La demanda externa neta, por su parte, contribuyó negativamente al crecimiento del PIB debido a una desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios superior a la de las importaciones, registrando tasas del 1,2% y 2,1%, respectivamente, inferiores en dos

puntos y siete décimas a las del trimestre precedente. En el mismo sentido de corrección a la baja apuntan las previsiones para el PIB del sector turístico, que crecerá por primera vez desde el inicio de la crisis por debajo del PIB de la economía española, concretamente al 2,6%, según Exceltur. El crecimiento del sector turístico habría sido algo menor en el segundo trimestre en comparación con el primero, debido a una menor demanda tanto nacional como internacional, posiblemente influida por la recuperación de ciertos mercados competidores como Egipto o Turquía. Los datos recientes de pernoctaciones de julio son negativas pues recogen por segundo mes consecutivo caída interanual en las pernoctaciones totales del 2,2%, siendo la caída de las pernoctaciones de viajeros no residentes más del doble que la de viajeros residentes (-2,7% frente a -1,1%). Todo ello podría afectar a la creación de empleo el próximo otoño, en un sector, el de la hostelería, que venía siendo el verdadero artífice del fuerte ritmo de creación de empleo en España.

Una economía mundial en aceleración frente a registros de años anteriores y un euro algo más débil debería facilitar el comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios en la segunda mitad de año. 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. Nuestras previsiones apuntan a un avance de las exportaciones para 2018 del 1,8%, un registro sustancialmente inferior al 5% observado en 2017, mientras que las importaciones crecerían un 2,6%, lo que redundaría en una reducción del superávit por cuenta corriente.

Ahora bien, los indicadores globales de comercio como los índices mundiales de los gerentes de compras o Purchasing Managers Index (PMI), recogen cierta moderación en las economías avanzadas y también en las de los mercados emergentes, en parte resultado de la caída de los pedidos de exportación. La guerra comercial abierta por Estados Unidos podría tener consecuencias sobre los volúmenes y la dirección del comercio internacional. El riesgo empezaría a ser considerable si las tensiones geopolíticas y comerciales actuales desembocan en una ralentización del crecimiento de la economía mundial, pues los datos recientes sobre exportaciones muestran sin lugar a dudas la mayor dependencia del estado de salud de la economía mundial que presenta la economía española.

En cualquier caso, la economía mundial seguirá viéndose favorecida por las laxas condiciones financieras, así como por la política fiscal expansiva de Estados Unidos y China. Sin embargo, **la tendencia es clara hacia unas políticas monetarias y unas condiciones financieras internacionales menos distendidas a nivel general.** Precisamente la subida de tipos en Estados Unidos aprecia el dólar y genera problemas a economías emergentes muy endeudadas en dólares y con importantes desequilibrios exteriores, como está sucediendo en los últimos meses con la huida de los inversores de divisas tales como la lira turca o el peso argentino. **El riesgo para las economías emergentes proviene también de las tensiones comerciales, especialmente en aquellas fuertemente dependientes de las exportaciones de materias primas.** La economía china ha decidido paliar las nuevas dificultades en el comercio internacional con una nueva política fiscal expansiva.

Uno de los principales riesgos es que **la economía de Estados Unidos empieza a dar síntomas de sobrecalentamiento.** El plan de expansión fiscal aprobado por la Administración Trump añade madera a una senda de recuperación y crecimiento que es ya la segunda más larga de la historia reciente. **En Europa, la ralentización del crecimiento de la economía europea es una realidad tras los datos del segundo trimestre,** si bien la zona euro todavía debería ser capaz de crecer a un notable ritmo en torno al 2%. El riesgo en la economía italiana continúa. Los inversores huyen tras la salida de alrededor de 72.000 millones de euros en dos meses (mayo y junio), un ritmo superior al de 2012, momento de extrema dificultad para la zona euro. La mayor parte del importe corresponde a movimientos en Target 2, principal plataforma europea para el procesamiento de grandes pagos utilizada tanto por bancos centrales como por bancos comerciales. **Italia tiene el potencial de desestabilizar la eurozona.** Ahora bien, a diferencia de lo que sucede en las crisis de deuda de las economías emergentes, cuando sale capital de un país miembro de la eurozona ello generalmente no desemboca en una crisis bancaria en ese país. Y ello es porque el BCE, a través de Target 2, restituye inmediatamente la liquidez que llevaría al sistema financiero del país al caos financiero. No obstante, el nuevo gobierno italiano se equivocaría si pensara que esto puede durar para siempre teniendo en cuenta el tamaño del sistema bancario italiano, cercano a los 4 billones de euros.

En cuanto a España, el nuevo Ejecutivo es de corte claramente europeísta y no debería producir grandes sorpresas negativas para los mercados financieros. Sin minusvalorar los riesgos, de cara a la segunda parte del año y a 2019, con la necesidad de aprobar el nuevo presupuesto, la clara minoría en que se encuentra el Gobierno hace difícil evitar un escenario de nuevas elecciones. Siempre que la situación en Cataluña permanezca estable, consideramos que el país está en condiciones de seguir beneficiándose de importantes vientos de cola, fundamentalmente, unos extraordinariamente reducidos tipos de interés, la buena situación de la economía global, la mejora en la situación de balance de familias y empresas y los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años.

Conviene, por último, no olvidar los importantes retos a largo plazo que tiene todavía por delante la economía española. Se hace necesario aún tomar medidas que permitan aumentar la productividad y el bajo potencial de crecimiento, tales como la mejora de la competencia en ciertos sectores, especialmente en energía y servicios, el impulso a la innovación tecnológica o la promoción del capital humano, y sobre las que incidimos en el próximo apartado. 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.

Precisamente **en relación a las cuentas públicas, nuestra previsión es que el déficit público se sitúe a final de año alrededor del 2,8% 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 incluidas en los presupuestos en IRPF e IVA, y el compromiso de subir las pensiones mínimas. El nuevo Gobierno debe llevar a cabo un importante ajuste estructural en 2018 tras el acuerdo con Bruselas y son múltiples los compromisos de gasto estructurales, entre los cuales se encuentran indexar pensiones al IPC, incrementar en un 2% el gasto en defensa, aumentar inversiones en Cataluña y financiación para CCAA o eliminar copagos farmacéuticos. Los impuestos previstos para financiarlos, como el nuevo impuesto a los bancos, tienen que ser aprobados en proyecto de ley y no podrían incluirse en el ajuste acordado con Bruselas. El propio Ejecutivo

asumió el incumplimiento del objetivo de déficit en la reunión del Eurogrupo anunciando que la nueva senda aumentaba medio punto el objetivo de déficit todos los años hasta 2022. Pero la Comisión no ha aprobado todavía una nueva senda de déficit para España. Los objetivos siguen siendo los mismos: 2,2% y 1,3%. La Comisión aceptó un 2,7% de déficit para 2018 siempre y cuando efectivamente se quede por debajo del 3%, de manera que pueda sacar a España del procedimiento por déficit excesivo y medidas estructurales de ajuste por valor de 4.500 millones de euros (0,4% del PIB).

De momento, con datos consolidados, la Administración Central, la Administración Regional y los Fondos de la Seguridad Social registraron hasta mayo de 2018 un déficit, en términos de Contabilidad Nacional, equivalente al 1,33% del PIB, lo que supone un descenso de 0,26 puntos porcentuales con respecto al del mismo periodo del año anterior. A esta reducción del déficit han contribuido el crecimiento de los impuestos y de las cotizaciones sociales, así como el menor gasto en intereses.

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 junio en 1.019.337 millones de euros, un 4,4% superior a la del mismo periodo de 2017. La paulatina reducción del déficit público y el crecimiento económico deberían contribuir a ir reduciendo progresivamente el nivel de deuda pública. Pese a que el déficit público de España vaya a situarse por debajo del 3% del PIB a cierre de 2018 (habilitando así la salida del PDE) no debe perderse la perspectiva sobre la situación actual de las cuentas públicas españolas. La deuda pública podría situarse a finales de 2018 en el 97,6%, una de las más elevadas del mundo.

La economía española debe mejorar en productividad

A largo plazo, la productividad se convierte en el factor determinante en el desempeño de la economía. En efecto, cualquier cambio a mejor, entendido como una sociedad que prospera económicamente, con sueldos y rentas, en general, que crecen a lo largo del tiempo, pasa necesariamente por el aumento de la productividad, si se quiere que dichos avances de bienestar sean sostenibles en el tiempo.

Por ello, cuando se desprecian medidas de política económica encaminadas a aumentar el crecimiento de la productividad en el largo plazo

porque dichos efectos tardan en llegar y, por tanto, son poco rentables para los que tienen que tomarlas, se está limitando la prosperidad y el bienestar social de las generaciones presentes y futuras.

Los recientes registros observados en la economía española con la necesidad de que aumente el PIB para lograr importantes avances en el empleo, esconden un aspecto que, a menudo, pasa desapercibido: **el estancamiento de la productividad.**

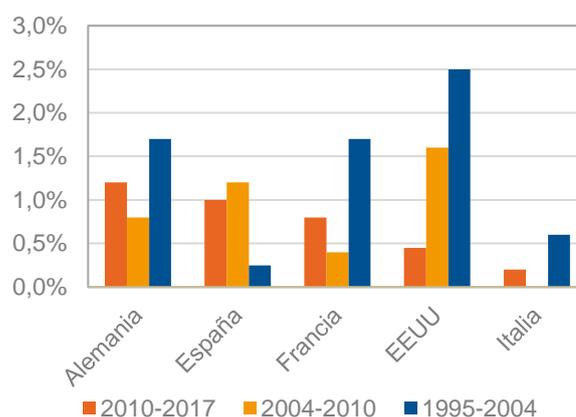
La productividad se puede definir como el cociente entre las unidades de bienes y servicios producidas y la cantidad de los factores de producción utilizados (materias primas, trabajo, capital, etc.). Y dependiendo de los factores que se tengan en cuenta en su cálculo, podemos definir la productividad del trabajo (ya sea por trabajador o por hora trabajada), la productividad del capital (en relación a los servicios de capital utilizados) o la productividad total de los factores (cuando se tienen en cuenta al mismo tiempo todos los factores de producción utilizados).

Algunos **hechos estilizados relevantes** de la economía española **relacionados con la productividad** son:

- **La economía española es muy volátil**, más que el resto de economías de nuestro entorno. Cuando el viento sopla a favor crece más y genera más empleo pero retrocede y destruye más empleo también con más rigor en la fase baja del ciclo.
- **Mientras que en la mayoría de países la productividad del trabajo es procíclica** (aumenta en las expansiones y se reduce en las recesiones) **en España es al revés.** La razón más común para explicar este comportamiento es el ineficiente funcionamiento del mercado de trabajo. Así, cuando se entra en recesión el ajuste en España se hace despidiendo trabajadores, mientras que en el resto de países se intenta mantener el empleo para evitar los costes asociados de despedir y volver a contratar y formar trabajadores y, en todo caso, se reparte el empleo reduciendo las horas trabajadas, tal y como muestra el gráfico 5.
- **El crecimiento de la productividad en España en el conjunto del periodo 1995-2017 ha sido realmente modesto** (el menor después de Italia). En efecto, el balance en evolución de la productividad para la economía española de los últimos veinte años es claramente negativo al ser una de

las economías desarrolladas con peores registros en el avance de la productividad por hora trabajada. Sólo Italia tiene peor historial para el periodo 1995-2017, como muestra el gráfico 5.

Gráfico 5. Tasa de variación de la productividad por hora trabajada.



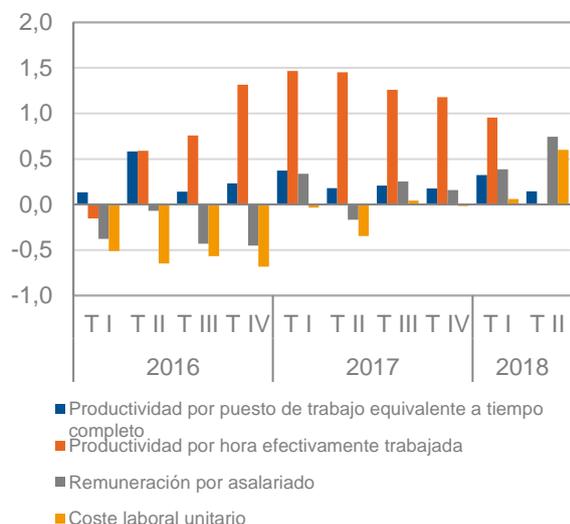
Fuente: The Conference Board.

Recientemente, **los datos de la CNTR han registrado un avance interanual nulo en la productividad por hora efectivamente trabajada en España en el segundo trimestre de 2018.**

En efecto, el aumento en el número de horas trabajadas aumentó el 2,7% interanual en el segundo trimestre de 2018, siete décimas más que en el trimestre precedente, y las horas trabajadas por ocupado se incrementaron el 0,1%, frente a la caída del 0,6% del primer trimestre. De lo anterior se deriva que el crecimiento de la productividad aparente por hora efectivamente trabajada se ralentizó un punto, hasta registrar una variación nula.

Y, como resultado de la evolución del PIB y del empleo, el ritmo de avance interanual de la productividad por ocupado del total de la economía se moderó dos décimas en el segundo trimestre, hasta el 0,1%. Mientras, la remuneración por asalariado observó un avance del 0,7%, superior en tres décimas al del primer trimestre, de forma que **los costes laborales unitarios (CLU) anotaron un incremento del 0,6%, superior en medio punto al del trimestre anterior y un avance no visto en la economía españolas desde finales de 2015**, por lo que confirma una tendencia al alza en los CLU, tal y como muestra el gráfico 6.

Gráfico 6. Productividad y costes labores en España. Tasa de variación interanual. Datos ajustados de estacionalidad y calendario



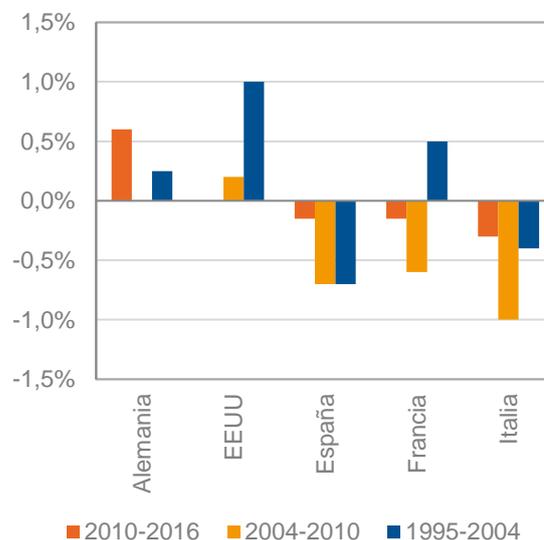
Fuente: INE

Todo parece indicar que el empleo que se crea, en su mayor parte de bajo valor añadido, es poco productivo, lo que hace descansar el crecimiento de la economía española en el volumen de creación de puestos de trabajo, un patrón de crecimiento similar al que existía antes de la crisis económica. Ello se observa claramente al hacer seguimiento sobre el volumen de horas trabajadas, que crece de forma relevante en los tres últimos años. En 2017, se trabajaron, según datos del INE, más horas que en 2016, concretamente un 1,7% más. Y, durante el primer semestre de 2018, el número de horas efectivamente trabajadas está creciendo un 2,3%, que sube al 2,7% si consideramos sólo el segundo trimestre. **Se trabajan más horas porque se crea empleo y hay más ocupación pero los avances en la productividad son escasos.**

- No obstante, como es sabido, la productividad del trabajo (por trabajador o por hora) no es un indicador completo de la eficiencia con la que se utilizan los recursos porque no tiene en cuenta el uso de otros factores de producción. **Para medir la contribución al crecimiento de la productividad asociada al progreso tecnológico se utiliza el concepto de Productividad Total de los Factores (PTF).** Esta medida es la asociada al *desempeño inteligente* en lugar de al *desempeño por esfuerzo*, ligado a la acumulación de todo tipo de capital. **Y, de nuevo, los datos de la economía española son malos, los peores**

entre economías importantes de nuestro entorno, sólo superados por Italia.

Gráfico 7. Tasa de variación de la PTF.



Fuente: The Conference Board

Es interesante analizar brevemente las **posibles razones de ese escaso avance de la productividad total de los factores de la economía española**, que es aún más relevante que la evolución seguida por la productividad del trabajo, ya sea por ocupado o por hora efectivamente trabajada.

Para ello puede ser interesante distinguir entre razones originadas en los factores de producción y aquellos ligados a otras variables que también afectan al uso eficiente de los recursos.

En relación con el factor trabajo, **el mal funcionamiento del mercado de trabajo** tiene como consecuencia una elevada tasa de paro. Pero además, también afecta negativamente a la productividad, al menos por dos caminos. Por un lado, una elevada temporalidad, como se observa en el mercado español, reduce el incentivo a la formación en el puesto de trabajo siendo menores las ganancias de productividad del factor trabajo. Por otro lado, porque aumenta el desempleo de larga duración generando histeresis, esto es, una tasa de paro por encima de la de equilibrio de manera permanente, y aumentando la capacidad de negociación de los *insiders* frente a los *outsiders*, yendo ambos efectos contra la eficiencia en la asignación de los recursos. A lo anterior habría que **añadir la mejora del sistema educativo** a todos los niveles.

Por lo que se refiere al factor capital, hay, al menos, dos aspectos que han tenido un efecto pernicioso sobre la productividad de la economía española. Por un lado, **un claro sesgo hacia la inversión en capital tangible (viviendas, construcciones, maquinaria) en detrimento de las TICs, la I+D y otras formas de capital intangible**, entre las que se encuentran la publicidad, el diseño o la imagen de marca y, muy especialmente, la inversión que realizan las empresas en la formación de sus propios trabajadores y en introducir mejoras organizativas. La importancia de la inversión en activos intangibles reside en que el crecimiento de la productividad es mayor cuando se utilizan de forma conjunta las TICs y los intangibles. Además, los intangibles generan efectos de desbordamiento importantes: no solo aumentan la productividad en los sectores que realizan directamente la inversión, sino también la de otros sectores de la economía.

Por otro lado, en España se llevó a cabo una **inversión excesiva en capital que llevó a un exceso de capacidad instalada que presionó a la baja el avance la productividad**. Durante el ciclo expansivo, la acumulación de capital estuvo en gran medida guiada por las expectativas de revalorización de los activos y no tanto por la productividad del capital.

Finalmente, respecto a **otros factores no directamente relacionados con el uso de factores de producción** que también han condicionado y condicionan la evolución de la PTF de la economía española, hay que destacar los siguientes: **el reducido tamaño de las empresas, la falta de competencia y exceso de regulaciones**, que en España se amplifica por la distintas regulaciones aplicadas por las Comunidades Autónomas que rompen el mercado único y no favorecen, precisamente, la competencia, la reducida presencia internacional y el relativamente bajo aprovechamiento de las nuevas tecnologías. No obstante, en estos dos últimos factores se ha avanzado notoriamente en años recientes.

A lo anterior cabría añadir **la posible presencia de empresas zombies**, empresas que dependen de la benevolencia de sus acreedores, como consecuencia de **una política monetaria excesivamente laxa por parte del BCE** para estabilizar la economía de la zona euro tras la crisis, lo que ha incluido presionar a los bancos para que renegocien los préstamos, facilitando enormemente el crédito con tipos de interés próximos a cero, medidas que pueden absorber recursos detrayéndolos de otros usos más

eficientes, perjudicando a la iniciativa emprendedora y la productividad. Sin olvidar que **la liquidación de empresas y la regulación concursal son claramente mejorables**, debiendo entender que su importancia no solo reside en la capacidad para reestructurar empresas viables, sino también en servir de catalizador capaz de inducir la creación de empresas con una estructura financiera que no esté necesariamente sesgada hacia activos que pueden ser utilizados como garantía en préstamos inmobiliarios, y orientadas a sectores donde la liquidación sea menos traumática.

De este modo, **la mejora en la regulación de los mercados de productos y de factores es una condición necesaria para incrementar la productividad y la economía española cambie el modelo productivo. El estancamiento de la productividad por hora efectivamente trabajada en el segundo trimestre, en un contexto de subida de remuneraciones a los asalariados, eleva los costes laborales unitarios y reduce competitividad precio, lo que dificulta la exportación. Si bien la economía española cuenta con cierto margen debido al elevado esfuerzo de contención realizado en costes en los últimos años, y los CLU crecen con más intensidad aún en países de la zona euro como Alemania, ello no es óbice para que desde el gobierno se enciendan las luces largas si se quiere ver la realidad institucional y estructural de la economía española, y la necesidad de tomar medidas que impulsen decididamente la productividad de la economía, la mayor garantía de avance para los sueldos y el bienestar en el futuro.**

FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }

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