



FOCUS brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

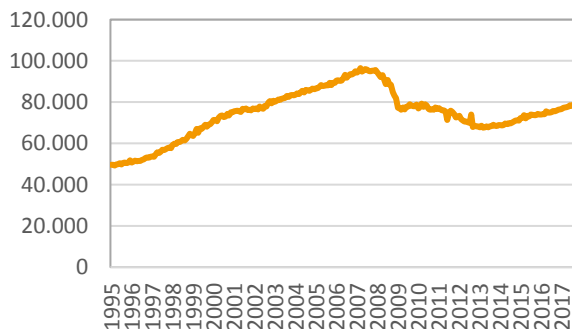
Enero • 2018

VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores correspondientes al mes de noviembre 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 cuarto trimestre de 2017.

Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, experimentaron una leve ralentización del crecimiento, que pasan de crecer en tasa anualizada al 3,6% a hacerlo al 3%. Eso sí, las ventas totales de las grandes empresas aceleraron en noviembre al crecer cuatro décimas más en tasa mensual desestacionalizada hasta el 0,4% sobre la tasa observada en octubre, impulsadas decididamente, esta vez, por las ventas interiores y no por las ventas al exterior, como había sucedido en los meses anteriores.

Gráfico 1. Ventas desestacionalizadas. Millones de euros constantes. Datos mensuales



Fuente: Agencia Tributaria.

Sin embargo, la ralentización anteriormente comentada proviene de las ventas interiores que, pese al buen impulso que tuvo lugar en noviembre, avanzan en los dos primeros meses del cuarto trimestre la mitad que en el tercer trimestre y la tercera parte que en el segundo trimestre. Las ventas exteriores mostraron un excelente comportamiento en octubre y

* *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.

noviembre con un avance bimestral anualizado del 8,4%, superior al 5,6% observado en el tercer trimestre. El buen momento que atraviesa el comercio mundial y la fuerte demanda interna en la zona euro han facilitado el sólido avance de las exportaciones de las empresas españolas en los últimos meses. Con todo, **es la primera vez desde 2013 que las exportaciones a países fuera de la UE crecen más rápido que las dirigidas a Europa.**

Las importaciones de bienes y servicios de las grandes empresas, por su parte, se mantuvieron con un crecimiento anualizado del 6,4%, ligeramente superior al observado en el tercer trimestre.

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 y gracias a la relativa mejora de la competitividad-precio en el tercer trimestre, que parece se mantuvo en la recta final del año, en contraste con el empeoramiento observado en la primera mitad del año.

El buen comportamiento de las exportaciones de bienes y de servicios en los primeros once meses del año adquiere gran relevancia, dado el retroceso en competitividad-precio observado en este periodo y, también, habida cuenta del mayor peso que estas tienen hoy en las ventas de las grandes empresas y en la economía española. Si en el año 2007 las ventas en el exterior sólo suponían el 15,3% de los ingresos de las grandes empresas, en el cuarto trimestre de 2017 dicho porcentaje subió hasta el 24,93%.

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, a diferencia de las devaluaciones de la peseta, es más 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. Ahora bien, el diferencial negativo de inflación con la zona euro

perjudicó esta vía de competitividad en los primeros nueve meses de 2017. No obstante, la competitividad precio de la economía española frente a la UE moderó su caída en el tercer trimestre del año, tanto como consecuencia de la contenida apreciación del euro, como del mantenimiento de un diferencial positivo de crecimiento de los precios, según refleja el Índice de Tendencia de la Competitividad (ITC), calculado con el IPC.

Los datos del Índice de Precios al Consumo Armonizado (IPCA) de noviembre y diciembre muestran un cambio de tendencia, permitiendo a la economía española mejorar su competitividad precio debido a un menor avance de los precios (IPCA) que el promedio de aumento observado en el conjunto de la zona euro. En relación con la OCDE, la apreciación del euro frente a las principales monedas de esta zona produjo un incremento del ITC del 2,7% en el tercer trimestre y es probable haya empeorado en el último trimestre, ante el ascenso continuado del tipo de cambio del euro frente al dólar, en máximos hoy de los tres últimos años. Mantener en el tiempo el buen dinamismo exportador requerirá también importantes avances en el sistema educativo y la dimensión empresarial, así como una mayor inversión en I+D.

En este sentido, el tamaño influye en la internacionalización, en la financiación, en la innovación y en la capacidad para formar y atraer talento. El mayor tamaño de las empresas españolas mejoraría la productividad y el crecimiento potencial de la economía. Por ello será de crucial importancia en el futuro trabajar sobre los factores que condicionan el crecimiento empresarial tales como la falta de financiación, la excesiva regulación, la fragmentación del mercado y los umbrales laborales y fiscales, respondiendo estos últimos a normas que se activan cuando la empresa supera un determinado tamaño, pudiendo frenar su expansión.

Por otra parte, la calidad de la formación del capital humano parece ser uno de los principales problemas identificados por las empresas para ganar en dimensión. El desarrollo en España de la Formación Profesional Dual y la adaptación entre oferta y demanda para que las empresas puedan cubrir los perfiles que actualmente necesitan son clave para contribuir a la mejora futura de la competitividad y la productividad.

Las ventas interiores, por su parte, registraron un crecimiento que fue un punto inferior del observado en el tercer trimestre,

avanzando a un ritmo bimestral anualizado del 1,2%.

Desde el lado de la oferta, **la desaceleración es generalizada en todos los sectores**, incluidos los servicios, con la significativa excepción de la industria. No obstante, la construcción es el único sector que sufre una caída en la actividad. En efecto, el sector registra una caída bimestral anualizada en las ventas de octubre y noviembre del 9,3%, frente al modesto avance anualizado del 0,5% del tercer trimestre. Las ventas de las empresas de servicios crecen un 1,9% bimestral anualizado, frente al 3,2% de avance del tercer trimestre. Finalmente, las ventas de las empresas industriales crecen a un ritmo ligeramente superior al del tercer trimestre (4,5% bimestral anualizado, frente al incremento del 4,4% intertrimestral en el tercer trimestre).

El PMI compuesto de actividad global para España alcanzó en diciembre el nivel 55,4, dos décimas superior al del mes precedente. Ello permitió cerrar 2017 con un PMI compuesto medio de 56,2, superior en 1,3 puntos al observado en 2016. **El PMI relativo a la industria cerró 2017 en su valor más alto de los últimos 11 años** y un 1,5% superior al de 2016. El PMI de actividad en los servicios cerró con un saldo medio de 56,4, superior en 1,4 puntos al del 2016, reactivándose en dos décimas en diciembre, tras las caídas de octubre y noviembre.

El Índice de Producción Industrial (IPI), con datos corregidos de estacionalidad y calendario, creció en noviembre el 4,7% interanual, superior en más de una décima al del mes anterior, y cumple cuatro meses consecutivos de avance. La aceleración de noviembre se explica fundamentalmente por los subsectores de energía y bienes de equipo. Diciembre supuso un incremento intermensual del 1%, cuatro décimas superior al avance de noviembre.

Respecto a los indicadores adelantados de actividad en la construcción, según los visados de dirección de obra, en octubre (último dato disponible) continuó la tendencia de intenso crecimiento, si bien los visados de reforma dejaron de aumentar.

El Índice de Producción de la Industria de la Construcción (IPIC), con series corregidas de calendario y deflactadas, publicado por Eurostat, avanzó en noviembre un 0,4% en tasa interanual. Este leve repunte se explica por la evolución del componente de obra civil y por el de edificación. Entre enero y noviembre, el IPIC

apuntó una variación media anual del -0,1%, frente al aumento del 5,1% registrado en el conjunto de 2016.

Según el INE, **el número de compraventas de viviendas creció en octubre y noviembre al ritmo más intenso** desde que se inició la recuperación. Noviembre recoge una desaceleración respecto a octubre, situándose en un 18,1% el avance interanual. En los once primeros meses del año las compraventas de viviendas acumulan un aumento del 15% interanual, ligeramente superior al crecimiento del 14% observado en 2016.

No obstante, el fuerte crecimiento del empleo en la construcción en los últimos meses (7,1% interanual en el cuarto trimestre) unido al cambio significativo en la composición de la venta de viviendas, creciendo con fuerza la venta de viviendas nuevas (29,8% interanual en octubre y noviembre) frente a las caídas de meses anteriores, podrían ser indicativos de nuevas construcciones en ciudades con presión fuerte de demanda y donde el stock de viviendas disponible para la venta comienza a agotarse.

Dentro del sector servicios, destaca sobre manera el turismo, que evoluciona a ritmo de récord cada trimestre, creciendo el doble que en el resto del mundo, situándose en 2017 probablemente como segunda potencia mundial tras Francia, muy favorecido por factores de índole macroeconómica (relativamente bajo precio del petróleo) y geopolítica. La llegada de turistas creció hasta el 7,4% en noviembre, tasa ligeramente mayor a la de octubre, según datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR), lo que sitúa el crecimiento promedio en los once primeros meses del año en el 9,1%. El gasto acumulado de los turistas internacionales que mide la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) subió un 10,3% en noviembre, 4,4 puntos más que en octubre. En los once primeros meses de 2017, el gasto de los turistas que visitaron España aumentó un 12,9% interanual, más de cuatro puntos por encima de 2016. El resultado de todo lo anterior es un incremento del gasto medio por turista del 2,7%.

Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en lo que llevamos de año **son**, por ejemplo, **las matriculaciones de automóviles**. Según ANFAC, estas se incrementaron en tasa interanual un 6,2% en diciembre. En diciembre se destacó el avance del canal de particulares, que había sido el menos dinámico en los meses anteriores. En el

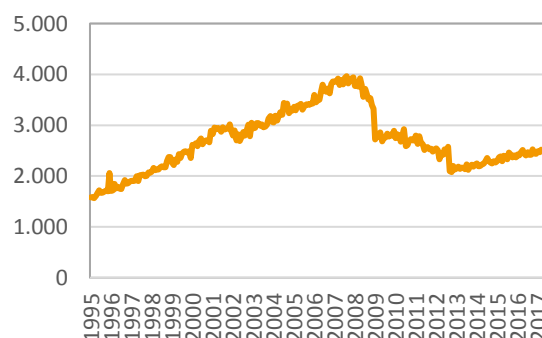
conjunto del año 2017 las matriculaciones crecieron un 7,7%, un buen registro pero que refleja desaceleración si lo comparamos con el crecimiento del 10,9% de 2016, si bien las ventas se aceleraron en la segunda mitad del año.

El **Índice General del Comercio Minorista (ICM)**, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, **experimentó en noviembre un aumento anual del 2,9%**, tras la caída del 1,2% del mes precedente, y siendo el tercer trimestre el peor de los dos últimos años. Este cambio de tendencia es atribuible, en parte, a las ofertas especiales del “*black Friday*”. El avance sería del 1,3% intermensual con los datos corregidos de estacionalidad, que representa la tasa más elevada de crecimiento de los últimos tres años, y en claro contraste con la caída del 0,8% observada en octubre.

Por el lado de la demanda, el principal retroceso está en las ventas de las grandes empresas de bienes y servicios de equipo (-9,1% bimestral anualizado). **Las ventas de bienes y servicios de consumo caen un 0,2% bimestral anualizado, un retroceso bimestral no observado desde el verano de 2014 mientras que las de bienes y servicios intermedios son las que mantienen en positivo el registro de los dos primeros meses del cuarto trimestre, avanzando a un ritmo bimestral anualizado del 3,2%.**

En relación a la inversión, **el ímpetu inversor de las empresas en equipamiento y tecnología es determinante para lograr mejoras de productividad**. La evolución histórica de este indicador para las grandes empresas se recoge en el gráfico 2.

Gráfico 2. Ventas de las grandes empresas de bienes y servicios de equipo y software. Millones de euros. Datos mensuales



Fuente: Agencia Tributaria.

El gráfico permite observar lo alejadas que quedan las cifras de ventas de bienes y servicios de equipo y software respecto a los niveles alcanzados previos a la crisis, lo que refleja una caída del gasto en inversión de las empresas. Esto se explica, en parte, por el escenario reciente de la economía española, caracterizado por deflación y fuerte endeudamiento, **pero que muestra signos de un cambio importante de tendencia y de crecimiento constante. Lograr aumentar el stock de capital para mejorar la productividad y elevar el potencial de crecimiento condicionará el futuro de la economía española.** 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.

Los datos de inversión de la contabilidad nacional mostraron en el tercer trimestre **que la inversión es mucho más dinámica que en el trimestre anterior, avanzando un 5,4% interanual, gracias fundamentalmente al avance de la inversión en bienes de equipo y en construcción residencial. El fortalecimiento de la inversión en equipo explica, en gran parte, la aceleración de la demanda nacional.**

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.**

A su vez, la mayor inversión se traduce en mayor empleo y mejores salarios, los cuales permiten mayor recaudación y una reducción del déficit público. Además, una mayor capitalización de las empresas exportadoras españolas las hará más competitivas, siendo así más resistentes en un contexto internacional turbulento y en el que las empresas españolas necesitan imperiosamente seguir haciéndose un hueco, en aras a reducir nuestra elevada deuda externa a través de la exportación.

Pues bien, si en el tercer trimestre las ventas de bienes de equipo y software de las grandes empresas habían mostrado ralentización en su ritmo de crecimiento, pasando del 2,1% observado en el segundo trimestre al 1% del tercer trimestre, octubre y noviembre registraron una caída bimensual del 1,6%, lo que llevará

probablemente el dato del conjunto del cuarto trimestre a valores negativos. Por otro lado, las matriculaciones de vehículos de carga logran conservar una tendencia de sólido crecimiento; en noviembre registraron un crecimiento del 15,5% interanual. En los once primeros meses del año, el avance es del 15,2%, superior incluso al observado en 2016 del 11,4%. Las importaciones de bienes de equipo, a precios constantes, por su parte, mostraron una tendencia hacia una cierta ralentización en su crecimiento en el segundo y tercer trimestre que podría mantenerse en el cuarto, si bien todo ello condicionado por un crecimiento en el primer trimestre muy fuerte (13,1%).

Por último, las expectativas empresariales moderan el empeoramiento observado al comienzo del cuarto trimestre, según el **Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA)** elaborado por el INE. En efecto, el índice moderó su ritmo de caída siete décimas hasta el 0,4% intertrimestral.

La Confianza del Consumidor, por su parte, mejoró dos puntos en diciembre hasta alcanzar el nivel 102,5, máximo de los últimos tres meses de 2017 y por segundo mes consecutivo por encima del umbral de 100 (indicativo de una percepción positiva de los consumidores). Esto es especialmente significativo tras la importante caída observada en los meses octubre y septiembre, que encontraba explicación en la situación de tensión política provocada por el conflicto en Cataluña y aún no resuelta.

El sector exterior sigue dando buenas noticias, al volver a mostrar la economía española en agosto **capacidad de financiación frente al resto del mundo.** En este caso, por un importe de 1.828 millones de euros, ligeramente inferior a la registrada en el mismo mes de 2016 (1.934 millones). Esta disminución del saldo exterior fue debida a la reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente en 161 millones de euros, hasta situarse en 1.678 millones. En cambio, el superávit de la cuenta de capital se amplió en 55 millones, hasta alcanzar 150 millones de euros. El menor superávit por cuenta corriente se explica por la reducción del superávit de bienes y servicios, compensado en buena parte por la disminución del déficit de rentas primarias y secundarias.

La balanza financiera, excluido el Banco de España, registró en octubre entradas netas de capital por valor de 7.406 millones de euros, como consecuencia de las entradas netas de capital de la categoría denominada otras

inversiones, mientras que la inversión de cartera, la inversión directa y los derivados financieros registraron salidas.

La posición deudora neta del Banco de España frente al exterior se redujo en octubre en 13.112 millones de euros, principalmente gracias a la mejora de 11.121 millones en la posición neta frente al Eurosistema.

El saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) disminuyó en el tercer trimestre de 2017 respecto a un año antes, situándose en el 83,2% del PIB (957,1 miles de millones de euros), frente al 87,7% (972,9 miles de millones) del mismo periodo de 2016.

Esta capacidad de financiación anteriormente descrita se traduce en clave muy positiva al ser el ahorro generado en España superior a la inversión, de manera que no es necesario apelar al ahorro externo para financiar los proyectos de inversión, elemento este clave en una economía con un elevado stock de deuda externa y la imperiosa necesidad de reducirlo. Y ello ha sido posible gracias a que el ahorro crece con mayor intensidad que la inversión, situándose el primero en el 22,7% del PIB y el segundo en el 20,8%. Y dicha brecha es significativamente positiva pues permite aunar crecimientos del PIB cercanos al 3% con desapalancamiento de empresas y familias al disponer de margen para que la formación bruta de capital crezca sin necesidad de apelar a la financiación externa.

Sin embargo, **es más preocupante la evolución seguida por la tasa de ahorro de los hogares, que continúa disminuyendo.** En efecto, los hogares e ISFLSH redujeron su capacidad de financiación un 15,4% interanual, pasando del 8,2% de la renta bruta disponible trimestral en el segundo trimestre de 2016 al 6,5% en el mismo periodo de 2017. Las causas fundamentales son el descenso en el ahorro del sector, así como la mayor inversión y el incremento de los gastos de capital netos. Paralelamente, la disminución del ahorro se explica por **un avance del gasto en consumo final (4,6%) superior al de la renta bruta disponible de las familias (2,6%).**

Los hogares e ISFLSH registraron en el tercer trimestre de 2017 una necesidad de financiación de 12.887 millones de euros, superior en un 61,3% a la de un año antes, pasando del -2,9% del PIB trimestral al -4,5% del PIB trimestral en 2017. Esta evolución se debe al desahorro del sector, así como al mayor importe de la inversión, que aumentó un 10,2% en términos

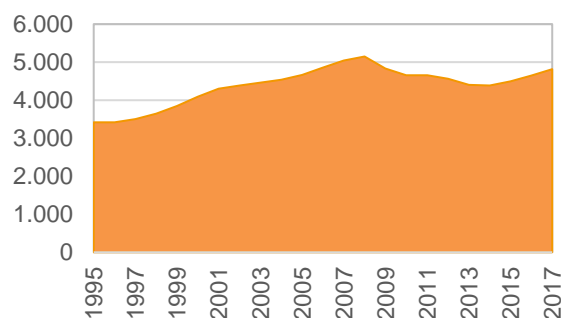
interanuales, y al incremento de los otros gastos de capital netos. La disminución del ahorro se debe al avance del gasto en consumo final (3,5% interanual) superior al de la Renta Bruta Disponible (RBD) para las familias (1,3%).

La tasa de ahorro bruto de los hogares e ISFLSH se situó en el tercer trimestre de 2017 en el -0,7% de la RBD, frente a la cifra positiva del 1,5% del mismo periodo de 2016. En términos de media móvil de cuatro trimestres, en el tercer trimestre de 2017 la tasa de ahorro del sector se situó en el 6,1% de su RBD, inferior en medio punto a la del trimestre anterior.

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, que incluso se aceleró en la recta final del año. Tras crecer a un ritmo muy fuerte los primeros meses del año y perder algo de intensidad en julio y agosto, las afiliaciones a la Seguridad Social volvieron a crecer con fuerza en el cuarto trimestre. La tasa de variación interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social se situó en el 3,5%, igual a la del trimestre precedente, y en el conjunto del año, el 3,6%, superior en seis décimas a 2016.

La evolución positiva que confiamos que tenga el mercado de trabajo seguirá impulsando el consumo privado y los precios, si bien podría hacerlo con una menor intensidad en la primera mitad de 2018.

Gráfico 3. Empleados de grandes empresas. Miles



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. Los perceptores de rendimientos del trabajo (gráfico 3), indicador fiscal que aproxima la evolución del empleo asalariado de las grandes empresas, continuaron creciendo a un ritmo elevado y constante del 4%

en noviembre, siendo el del conjunto del cuarto trimestre del 4,2%, una décima más que en el tercero. **El aumento del empleo en el año asciende al 4%**, el mayor avance del empleo desde la recuperación. En cuanto a los salarios, el incremento anual del rendimiento bruto medio fue del 0,3%, algo más de lo que se observó hasta octubre, resultado del repunte experimentado en los dos últimos meses.

Otro indicador relacionado con los salarios, la Estadística de Convenios Colectivos, elaborada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y con la información disponible hasta finales de diciembre de 2017, muestra un incremento salarial pactado del 1,4%, cuatro décimas superior al incremento salarial pactado en 2016.

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 ritmo que el PIB.

En relación a las cuentas públicas, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) constata un aumento en la probabilidad de cumplir el déficit público del 3,1% del PIB, atendiendo a los últimos datos de ejecución presupuestaria, dado el buen ritmo de recaudación tributaria y el esfuerzo de contención del gasto público.

El déficit de las Administraciones Públicas prolongó su ajuste y se dirige al objetivo del 3,1% acordado con la Comisión Europea. Analizando los datos del tercer trimestre, el gasto en consumo repuntó con fuerza hasta el 1,7% interanual (0,3% en el segundo trimestre), pero sigue creciendo muy por debajo de la recaudación de impuestos, tanto indirectos (+4,2%) como, sobre todo, directos (11,1%). **El resultado es que el sector público generó un ahorro por 12.984 millones de euros, el mejor tercer trimestre de una década, cerca del doble del obtenido en el tercer trimestre de 2016.** La inversión, por su parte, cayó un 2,5%.

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 noviembre en 1.142.801 millones de euros, un 3,8% superior a la del mismo periodo de 2016, aumentando 1,3 puntos su ritmo de crecimiento respecto al registrado en el mes de octubre (2,5%).

Las favorables condiciones de financiación, resultado de la política monetaria expansiva del BCE, siguen contribuyendo a mejorar el acceso y el coste de financiación para las pymes, al tiempo que también permiten al Estado financiarse a tipos de interés muy reducidos, resultando todo ello en claros incentivos para **la inversión por parte de las empresas.**

La progresiva caída de la morosidad contribuye a que los balances bancarios estén cada vez más saneados, un factor necesario para que aumente la oferta de crédito.

El problema, sin embargo, aparece en forma de falta de demanda de crédito, tal y como han recogido en sus últimos informes tanto la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España como la Encuesta de Acceso a Financiación de las Empresas del BCE. **Dicha caída en la demanda de crédito, que podría explicar la moderación en el crecimiento interanual del crédito en la segunda mitad de 2017**, vendría explicada parcialmente en el caso del crédito empresarial por el mayor recurso a fuentes alternativas de financiación como la emisión de valores de renta fija y también por el menor apetito hacia el endeudamiento, así como por el ahorro precautorio por parte de empresas, que tienen mayores ratios de liquidez en comparación con los años previos a la crisis y se ven favorecidas por la recuperación de las ventas, una vez que ya están muy ajustadas sus estructuras de costes por la gestión de la crisis.

El contar, por tanto, con mayores recursos propios evita la necesidad de demandar crédito. Según el testimonio de las pymes de la encuesta realizada por el BCE para el periodo abril-septiembre de 2017, pese a que el acceso al crédito ha mejorado en la zona euro y especialmente en España, el porcentaje de pymes que solicitaron un préstamo en la zona euro cayó del 32% del semestre anterior al 27%. No obstante, **la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios realizada por el Banco de España en enero de 2018** muestra que la demanda de crédito de los hogares aumentó moderadamente, mientras que se mantuvo estable la demanda de crédito de las empresas. Los criterios de aprobación de préstamos se relajaron algo para los hogares, manteniéndose estables en el de sociedades.

Finalmente, **la reciente escalada del precio del crudo, muy por encima ya de los 50\$ por barril, y la política del BCE alejan los riesgos deflacionistas. La apreciación del euro abarata el coste de la energía para los**

consumidores españoles y europeos. En la medida que, en Europa el crecimiento, como esperamos, se siga situando por encima del potencial, lo más probable es que la economía se oriente hacia un repunte lento pero progresivo de la inflación subyacente.

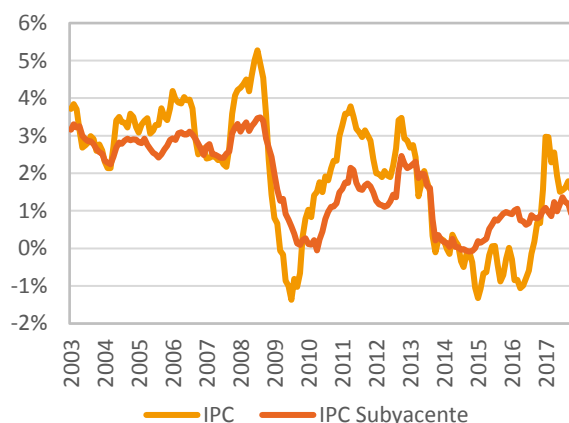
En ciertos países de la zona euro con bajo desempleo el dinamismo de los salarios debería presionar al alza a los precios. Incluso en España, con las mejoras en las cuentas de resultados de un gran número de empresas, y sin dejar de hacer seguimiento a la evolución de productividad, **los aumentos, aunque progresivos y lentos, en los salarios deberían contribuir a un mejor reparto de la riqueza generada, haciendo participes también a los trabajadores de la etapa de crecimiento actual.**

El problema es el elevado grado de holgura del mercado de trabajo en la zona euro y en España, esto es, que **la oferta de mano de obra es casi el doble de lo que marcan los datos oficiales**, según un estudio reciente del BCE. Esto impide que la recuperación de la economía se traslade a los salarios al ritmo esperado, pese a la caída de la tasa desempleo. Existe un importante número de personas no aprovechadas pero que tampoco figuran en las estadísticas de paro, pues no están buscando empleo. Además, se da la circunstancia de que hay personas buscando trabajo de forma activa pero que, sin embargo, no están dispuestas a ponerse a trabajar en un plazo máximo de dos semanas, sino de un mes, por lo que no se consideran paradas de acuerdo a la definición técnica que sitúa a las personas como oficialmente desempleadas. Y sucede, por último, que existen trabajadores empleados a tiempo parcial, que querrían trabajar a tiempo completo y que figuran en las estadísticas oficiales como ocupados. **Todo ello explica que en la actual recuperación la importante reducción del desempleo no esté generando presiones inflacionistas.**

Las subidas salariales también permitirían compensar, en parte, la subida registrada en la tasa interanual del IPC, venida a menos de momento, del 1,1% en diciembre, como muestra el gráfico 4. Los mayores precios, de materializarse en subidas salariales, facilitarían, además, el proceso de desapalancamiento de la economía española. Sin embargo, los salarios están estancados o creciendo muy poco, de modo que la mayoría de empresas no pueden subir sus precios (la inflación subyacente, que excluye los elementos más volátiles tales como alimentación no elaborada y productos

energéticos, se mantuvo en el 0,8% en diciembre). Ello implica que **todo el repunte del precio del petróleo supone renta que se irá fuera del país y tendrá un impacto negativo sobre consumo e inversión.** Por ello, no es probable observar efectos de segunda ronda en precios que eleven de manera rápida la inflación subyacente y que resten aún más competitividad a la economía española. Y, pese a lo transitoria que la subida de precios tiene visos de ser, pone de manifiesto la necesidad de que la economía española se mueva hacia un modelo productivo cada vez menos centrado en competir en costes y más orientado hacia el valor añadido, para lo que se hace imprescindible una mayor inversión en investigación y desarrollo, tanto desde el ámbito público como desde el privado.

Gráfico 4. Tasa de inflación e inflación subyacente en España



Fuente: INE.

En definitiva, en el cómputo global los datos macroeconómicos siguen siendo favorables para la economía española y esperamos que el resultado definitivo del PIB en el cuarto trimestre arroje un crecimiento del 0,7%. La actividad económica del país sigue beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del precio relativamente bajo del petróleo y de los tipos de interés extraordinariamente bajos. A lo largo del segundo trimestre de 2017 la economía española recuperó el tamaño previo a la crisis. La preocupación por un ritmo notablemente inferior en la creación de empleo y una menor intensidad inversora y exportadora tras los excelentes registros de la primera mitad de año no se cumplió.

Nuestras proyecciones de crecimiento para la economía española de un aumento del PIB del 3,1% en 2017 la situarían, de nuevo,

creciendo un punto más en el año que nuestros socios europeos.

El reto de levantar los estímulos monetarios y poner fin a la histórica avalancha de liquidez proporcionada por los bancos centrales en los últimos años es enorme y de su correcta implementación dependerá el devenir económico y financiero mundial en los próximos años. El BCE ha reducido a la mitad su compra mensual de bonos, situada ahora en 30.000 millones de euros, pero al mismo tiempo, ha garantizado que este programa seguirá activo al menos hasta el próximo mes de septiembre. Los tipos de interés de las principales operaciones de financiación continuarán en el 0%, con la facilidad de crédito al 0,25% y el tipo de depósito en el -0,4%. Las ventajas de empezar muy gradualmente a retirar estímulos parecen superar a los costes. Solo así el BCE y el resto de bancos centrales podrían afrontar con garantías y con el necesario margen de maniobra la estabilización de la economía mundial ante la eventual llegada de una nueva crisis financiera. La actuación del BCE se complica por la fuerte apreciación del euro, si bien el programa de medidas no convencionales tiene importe y fecha de caducidad definida para septiembre e impide realizar cualquier subida de tipos antes de dejar de comprar activos.

La eurozona, por su parte, disfruta de superávit exterior (a diferencia de Estados Unidos), y se ha convertido en la nueva China. El superávit exterior europeo aumentó un 42% en el tercer trimestre de 2017, lo que situó el superávit exterior en el 4,6% del PIB, que la convierte en el principal foco exportador del mundo. A su vez, las políticas expansivas de demanda son adecuadas para disminuir la tasa de paro sin provocar graves desequilibrios. Pero los países europeos periféricos, como es el caso de España, tienen una elevada deuda externa y las políticas de estímulo de la demanda podrían aumentar el déficit exterior y la deuda externa. Es por ello que la Comisión Europea ha venido insistiendo en que las políticas expansivas se concentren en aquellas economías con mayor margen fiscal y con elevado superávit exterior, fundamentalmente Alemania y Holanda, para contribuir con ello a elevar una demanda de inversión muy por debajo de la existente antes de la crisis. Más ambiciosa aún es la posibilidad de llevar a cabo planes de inversión europeos financiados con eurobonos para no presionar, de nuevo, sobre la deuda pública y la deuda externa de países altamente endeudados. Pero estas opciones de política económica han sido bloqueadas por un Eurogrupo liderado por

Alemania. Europa necesita completar la unión bancaria, así como avanzar en la unión fiscal, con el objetivo de hacer de la política fiscal el segundo instrumento de política económica, que complemente la política monetaria única en su lucha contra la deflación y el desempleo.

Ahora, todas las esperanzas están puestas en el presidente de Francia, Emmanuel Macron, quien ha reconocido que la integración monetaria europea es incompleta y no durará sin profundas reformas en su diseño. En Alemania, una coalición de gobierno entre conservadores y socialdemócratas, de clara tendencia hacia más Europa, podría significar un punto de inflexión en la política de reformas europea.

De momento, la demanda interna de la zona euro ayuda a impulsar el crecimiento en Europa. La economía de la Eurozona mostró una notable fortaleza en el tercer trimestre, creciendo a un ritmo anualizado ligeramente por encima del 2,5%, un dato muy positivo y claramente por encima de su crecimiento potencial. El PIB de la Zona Euro creció de media un 1,5% en el periodo 1995-2015, lo que da idea del buen momento que, en general, atraviesa la economía de la Eurozona.

El riesgo político en el ámbito nacional se encuentra en la cuestión catalana, aún no resuelta. El riesgo de inestabilidad financiera sigue siendo elevado. Conforme la solución al conflicto se alargue en el tiempo, mayor será el grado de incertidumbre y más elevado será su efecto sobre el consumo, la inversión y el turismo, que ya se han vistos afectados de manera muy notable, lo que puede significar un frenazo importante al crecimiento en esa región, con efectos potencialmente nocivos para la recuperación económica en el conjunto del país. **Esto ya se ha traducido en una revisión a la baja de nuestra previsión de crecimiento para la economía española en tres décimas para 2018 hasta el 2,5%.**

El reto del Gobierno es llegar a acuerdos y avanzar en las numerosas decisiones y reformas pendientes. Si bien la situación a corto plazo es favorable, con una economía en pleno crecimiento y, hasta ahora, más de medio punto por encima que la media de la zona euro, los retos a medio y largo plazo son enormes: elevar la productividad y el potencial de crecimiento de la economía española; reducir la voluminosa deuda externa; bajar la alta tasa de paro; combatir la creciente desigualdad, y consolidar las cuentas públicas.

Es evidente que un entorno económicamente más inestable y políticamente más incierto no favorecerá a una economía aún vulnerable como la española. Es por ello que **adquiere aún más relevancia que los actores políticos en España aborden las cuestiones políticas y las reformas económicas internas de manera constructiva y con sentido de Estado, única manera de compensar el mayor riesgo político e incertidumbre acumulados a lo largo del último año.**

Mejor balance del esperado en 2017 y moderado optimismo para 2018.

En todo caso, existen varias razones para esperar que el crecimiento de la economía española alcance e incluso pueda superar el 2,5% previsto actualmente. Tras un trimestre enormemente difícil por el riesgo político por la situación en Cataluña, los indicadores económicos y financieros de cierre de 2017 y de inicio de 2018 apuntan a que, **tal vez, no se haya valorado correctamente la inercia y fortaleza de la economía española.**

Tanto los datos de empleo como de exportaciones recientes obligan a creer que la economía española pueda mantener ritmos de crecimientos intertrimestrales cercanos a los de 2017. El balance del año en el sector turístico es excelente, algo que ni el Brexit, siendo el Reino Unido el principal país de procedencia de nuestros turistas, de momento, ha sido capaz de anular. Y las perspectivas son muy halagüeñas, tras crecer un 9,1% en número de turistas y un 12,9% en gasto acumulado en los once primeros meses de 2017. A su vez, el comportamiento tanto del resto de las exportaciones de servicios como de mercancías también ha sido muy notable. Las exportaciones de bienes registraron un máximo histórico en 2017, faltando aún los datos del mes de diciembre. España exportó entre enero y noviembre por valor de 255.155 millones de euros, un 9,1% más que en el mismo periodo del año anterior.

Si las exportaciones de bienes y de servicios permitieron ir acumulando sorpresas positivas conforme avanzaba el año, en parte por la revitalización del dinamismo de nuestros socios comerciales europeos y no europeos, el empleo sorprendía en 2017 con un crecimiento aún

mayor en afiliaciones a la Seguridad Social que el ya elevado aumento de 2016 (3,6% frente a 3%, superando las 600.000 nuevas personas afiliadas). **El avance trimestral del empleo ajustado de estacionalidad subió hasta el 0,9% en el cuarto trimestre, más del doble del observado en el tercer trimestre. Esto es un claro indicio de que la economía española no ha perdido impulso en la última parte del año, sino probablemente todo lo contrario. En esa línea apuntan los datos de producción industrial, cuyo avance promedio de octubre y de noviembre del 4,3% interanual podría hacer del cuarto trimestre de 2017 el mejor de la última década.**

Todo ello acompañado de una lenta pero progresiva recuperación del mercado de la vivienda y de una deuda de los hogares que volvió a caer en el tercer trimestre y se redujo un 1,2%, la mayor caída del último año, hasta situarse en 711.548 millones de euros, lo que representa un 61,8% del PIB y la devuelve a los niveles de 2004. **Más preocupante es el hecho que el consumo nominal de las familias (3,8%) esté creciendo por encima de su renta bruta disponible (1,3%),** lo que se traduce en la **prolongación de la tendencia de descenso de la tasa de ahorro** desde 2010 y que la sitúa casi en mínimos de 2008. La inversión de las familias vía compra de vivienda aumenta, lo que llevará a desaparecer la capacidad de financiación de los hogares medida en términos anuales, algo que observamos con preocupación en el tercer trimestre de 2017, cuando los hogares dejaron de ahorrar.

No obstante, **la economía española pudo aumentar su capacidad de financiación en el tercer trimestre gracias a la corrección del déficit público, que contrarrestó ampliamente el deterioro de la posición financiera de las empresas y, sobre todo, de las familias.** La capacidad de financiación fue ligeramente superior a la del mismo periodo del año anterior, en torno al 2% del PIB.

En definitiva, **la economía española aceleró en el tercer trimestre de 2017 su desapalancamiento,** iniciado hace tres años. El endeudamiento global se redujo hasta el 258,7% del PIB, gracias a la corrección de la deuda privada, que vuelve a niveles de 2005 (159,9% del PIB) y, en menor medida, de la pública que se situó en el 98,7% del PIB. En el caso de los hogares, su deuda se redujo 1,4 puntos hasta el 61,8% del PIB, la más baja en los últimos 13 años. Las empresas, por su parte, disminuyeron

su deuda casi dos puntos hasta el 98,1%, nivel similar al registrado en 2005.

Así, **el buen desempeño de la economía española ha sido compatible con el necesario proceso de desendeudamiento y con superávits externos que se suceden en los últimos años, siendo ambos elementos condición *sine qua non* para un crecimiento equilibrado.** La deuda externa bruta en el tercer trimestre se situó en el 166,2% del PIB y la Posición de Inversión Internacional Neta cayó hasta el 83,2% del PIB.

España necesita evitar situaciones disruptivas en el ámbito político para poder beneficiarse de los fuertes ajustes de competitividad, de la buena situación de la economía global y de unos extraordinariamente reducidos tipos de interés. De modo que, bajo la hipótesis que los problemas en Cataluña permanecen bajo control, es altamente probable que la dinámica favorable se mantenga, pudiendo alcanzar la expansión de la actividad tasas incluso ligeramente superiores al 2,5% en 2018.

En los próximos trimestres seguiremos asistiendo, por tanto, a reducciones relativamente rápidas de los todavía apreciables niveles de capacidad ociosa existentes en el país. Actualmente, con el 80% de la capacidad en uso en la industria, según los datos de la Encuesta de coyuntura industrial elaborada por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, ésta se aproxima ya a límite potencial, algo que no se observaba desde finales de 2008, en los prolegómenos de la crisis. Ello, unido al fuerte impulso exportador de los últimos meses, podría dar un nuevo impulso a una inversión en bienes de equipo ya razonablemente dinámica en 2017.

La inercia positiva que mantiene la economía española se beneficiará además de unas políticas monetaria y fiscal favorable en 2018 y, al igual que ocurrió en 2016 con la ausencia de gobierno, en 2017 la cuestión catalana habría podido enfriar artificialmente el buen desempeño de la economía española.

El crecimiento del consumo público compensará, solo en parte, la ralentización en el crecimiento del consumo privado, motivado este último por la tendencia alcista del precio del petróleo observada en los últimos meses. El gasto de las familias también se está viendo debilitado por el menor ritmo de creación de empleo, causado por el impacto que provocan en la inversión tanto la

incertidumbre política como la expectativa de una desaceleración de las exportaciones, ante los máximos del euro. Los hogares han logrado mantener en los últimos trimestres un elevado ritmo de gasto gracias en parte al sacrificio del ahorro. El incremento salarial pactado en los convenios en 2017, aunque cuatro décimas mayor al de 2016, fue del 1,4%, menor que el aumento promedio de la inflación, y no es previsible que varíe sustancialmente en 2018.

La falta de empuje de la demanda de crédito observada en los últimos trimestres, especialmente por parte de las pymes, limitará el potencial efecto expansivo de un mayor acceso y de una relajación observada en los criterios de aprobación de préstamos por parte de las entidades, tras el saneamiento del sector financiero y la reducción de la mora bancaria. Las condiciones generales de las nuevas operaciones se ha habrían mantenido sin cambios tanto en lo préstamos destinados pymes como a grandes empresas.

La demanda global de fondos por parte de las empresas apenas habría variado, tanto en el caso de las pymes como en el de las grandes empresas, teniendo lugar una estabilización de las peticiones de préstamos a corto plazo y una moderada reducción de los referidos a los créditos de mayor plazo. Este comportamiento de la demanda de crédito incluye realidades mixtas. Por un lado, el descenso del nivel general de los tipos de interés y las mayores necesidades de financiar las existencias y el capital circulante y, en menor medida, el aumento de los fondos requeridos para la inversión en capital fijo y la emisión o recompra de acciones habrían contribuido a incrementar la demanda, mientras que el todavía alto endeudamiento, el mayor uso de fuentes alternativas de financiación al crédito bancario y, en menor medida, el incremento en el recurso a la financiación interna y el descenso de las operaciones de fusión, adquisición y reestructuración de las empresas habrían tenido un efecto en el sentido contrario.

Tras el enorme impacto de la crisis económica y financiera sobre la economía mundial, toma cuerpo desde mitad de 2016 una **recuperación sólida y fuerte,** liderada por las economías avanzadas. **Según las previsiones de enero del Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía mundial crecerá un 3,9% en 2018,** mejorando dos décimas su última previsión y tres décimas por encima de crecimiento observado en 2017. Un crecimiento previsto del 2,2% para la zona euro, muy por encima de su potencial,

favorecerá el dinamismo de las exportaciones españolas, colaborando a seguir manteniendo el superávit por cuenta corriente y la capacidad de financiación de la economía española.

Una muy buena noticia es que todas las economías avanzadas crecen por primera vez desde el inicio de la crisis, avance al que se suman la mayoría de economías emergentes.

Otra excelente noticia es que **el comercio internacional crece más rápido que el PIB mundial por primera vez en los últimos siete años.**

Las condiciones financieras siguen siendo muy favorecedoras para la actividad económica en gran parte del mundo y los mercados financieros muestran pocos indicios de turbulencias serias, a pesar de la normalización observada en la política monetaria de la Reserva Federal y, de forma mucho más tímida, por parte del Banco Central Europeo.

Con este escenario macroeconómico internacional, y la buena velocidad de crucero con la que la economía española cerró 2017, **una tasa de crecimiento del 2,5%** se antoja razonable, **lo que podría permitir que la tasa de paro promedio en 2018 se situará en un menos dramático 15,1% y el déficit público por debajo del 3% por primera vez desde el año 2007.** Dicho avance será de nuevo posible desde la contribución positiva al crecimiento, no sólo de la demanda interna sino también de la demanda externa, siguiendo la senda más equilibrada de crecimiento que caracteriza al actual ciclo expansivo de la economía española.

FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }

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