

**F**OCUS brief

*Boletín Mensual de  
Coyuntura Económica*

*Octubre · 2018*



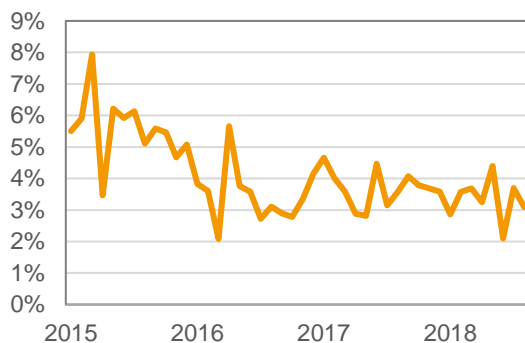
## ACTIVIDAD GENERAL Y VENTAS DE LAS GRANDES EMPRESAS

### Ventas de las grandes empresas

Los indicadores correspondientes al mes de agosto 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 tercer trimestre, próximo al 0,6%.

**Las ventas totales de las grandes empresas mantienen el tono expansivo con respecto a hace un año e incluso muestran signos de ligera aceleración en el tercer trimestre. Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad (cvec) crecieron un 3,1% interanual en agosto, más de un punto superior al registro de julio, tal y como muestra el gráfico 1.**

Gráfico 1. Ventas totales deflactadas. Tasa variación interanual



Fuente: Agencia Tributaria.

**La mayor tasa de crecimiento interanual de las ventas totales de las grandes empresas en los dos primeros meses del tercer trimestre (3,4%) frente al crecimiento observado en el segundo trimestre (3,2%) se explica por el mayor avance observado en las**

\* *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.*

**ventas interiores (3,4% interanual frente al 2,8%),** que permite anular la ralentización de las ventas exteriores en cuatro décimas en los dos primeros meses del tercer trimestre frente al crecimiento interanual observado en el periodo abril-junio, 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 tres puntos hasta el 3,9% interanual en el periodo julio-agosto,** frente al avance interanual del 6,7% del segundo trimestre. Todo apunta hacia 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, por el contrario, aceleración en julio y agosto (+4,3%),** frente a lo observado en el segundo trimestre. No obstante, el dato de agosto en comparativa intermensual es negativo, al caer las exportaciones a la UE cvec un 1,5%.

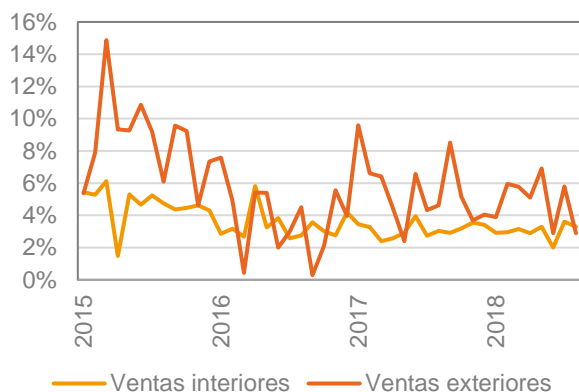
**Las importaciones de bienes y servicios de las grandes empresas, por su parte, también se desaceleraron en los dos primeros meses del tercer trimestre hasta un 1,2% interanual,** cuando en el segundo trimestre avanzaban a un ritmo del 2,6%. La caída mensual en agosto es la mayor en los ocho primeros meses de 2018.

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, **la depreciación de la moneda única en la última parte del segundo trimestre y en los dos primeros meses del tercer trimestre ha facilitado la salida de los productos españoles fuera del área euro,** aunque no ha sido posible mantener el elevado ritmo de crecimiento interanual de las ventas al exterior observadas en los primeros meses del año. El hecho de que, desde 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 desaceleración observada en las exportaciones de las grandes empresas desde principios del segundo trimestre.

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.

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



Fuente: Agencia Tributaria

Las ventas interiores también mostraron un mayor crecimiento que en meses anteriores, subiendo tanto las ventas de bienes de consumo como de bienes intermedios. Esto fue especialmente notorio en las ventas de bienes de capital, con un avance interanual en julio y agosto del 5,4%, tres puntos superior al registrado en el segundo trimestre, impulsadas tanto por el subsector de bienes de equipo como por el de construcción.

**Otros indicadores relevantes.**

**El PMI compuesto de actividad global para España alcanzó en septiembre el nivel de 52,2 puntos, inferior en más de dos puntos al promedio del primer semestre.** Este índice que ha mantenido históricamente una evolución paralela al crecimiento del PIB, se ha situado en mínimos de 58 meses y por debajo de la zona euro. Por su parte, el Índice de Producción Industrial (IPI), con datos cvec, muestra un avance mensual en agosto del 0,7%, seis décimas superior al observado en julio y frente al

retroceso mensual del 0,6% de junio. Se hace necesario esperar al dato de octubre para confirmar un posible cambio de tendencia si bien, a juzgar por los datos del índice PMI de manufacturas de septiembre, **tanto los pedidos, como el empleo y la producción se desaceleran.**

El número de compraventas de viviendas subió en agosto, último dato disponible, un 7,4% en comparación con el mismo mes del año anterior, de acuerdo con el INE. Dicho avance supone, no obstante, una moderación importante respecto a julio (16,2%), aunque **en el bimestre julio-agosto el aumento del número de compraventas de viviendas, con datos desestacionalizados y corregidos de calendario, se situó en el 3,4%, por encima del avance intertrimestral del segundo trimestre (1,1%).**

**Dentro del sector servicios, el turismo volvió a disminuir en septiembre, lo que consolida la tendencia a la baja.** Así, los datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras, publicada por el INE en septiembre, revelan que llegaron a España ese mes 10,2 millones de turistas internacionales, cifra inferior en un 1,9% a la del mismo mes de 2017. Sin embargo, el gasto total de los turistas que visitaron España se situó en septiembre en 11.539 millones de euros, lo que supone un avance interanual del 1,8%, Resultado de todo lo anterior, el gasto medio por turista aumentó un 3,7%, situándose en 1.131 euros.

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 tercer trimestre, y según ANFAC, las matriculaciones se aceleraron hasta el 16% interanual, más de seis puntos por encima del crecimiento del segundo trimestre.**

**El Índice General del Comercio Minorista (ICM) deflactado y cvec avanzó un 0,3% mensual en agosto,** la mitad del avance del primer trimestre, pero sustancialmente mejor que el retroceso del 0,8% del mes anterior.

Por último, **las expectativas empresariales, empeoran en el cuarto trimestre.** Según el Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA) elaborado por el INE, la confianza de los empresarios baja un 1,7% respecto al tercer trimestre, frente al impulso del 0,5% del trimestre previo anterior.

En lo que concierne al **Índice de Confianza del Consumidor**, elaborada por el CIS, disminuyó casi doce décimas en agosto, situándose en el nivel **90,6**, por debajo del umbral **100**. Por componentes, el de situación actual disminuyó 16,4 puntos y el de expectativas, 7,4 puntos.

**Empleo y precios. Empleo y salarios de las grandes empresas**

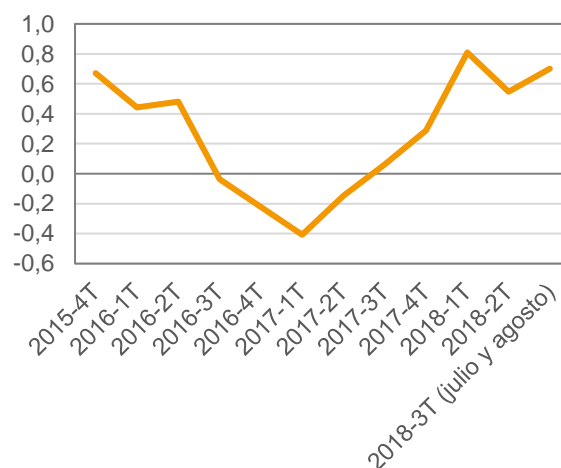
Uno de los datos que mejor confirman la buena coyuntura que aún atraviesa la economía española, es la cifra de afiliaciones a la Seguridad Social. No obstante, el mercado de trabajo muestra ya una cierta pérdida de dinamismo en los ritmos de creación de empleo, a medida que los niveles de ocupación se 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, en septiembre observó un avance interanual del 2,9%, con series brutas, igual al de agosto. Septiembre de 2018 fue el segundo mejor mes de septiembre desde 2006 al registrar un aumento interanual de 22.899 personas, un dato que sitúa el aumento de la afiliación en 50.811 personas con series corregidas de estacionalidad, lo que supone un incremento del 0,3% intermensual, frente al estancamiento del mes anterior. **No obstante, la creación de empleo se ha moderado en el conjunto del tercer trimestre, al avanzar un 0,4% intertrimestral, frente al 0,8% de los tres trimestres anteriores.**

El paro registrado aumentó en 20.441 personas en septiembre en comparación con agosto, frente al alza de 27.858 personas en el mismo mes de 2017. Como resultado, el total de parados registrados se situó en 3,2 millones de personas. Con series corregidas de estacionalidad, el paro descendió en 19.398 personas en septiembre sobre el mes anterior, lo que supone una intensificación de medio punto en el ritmo de caída respecto al mes anterior. En términos interanuales, y con series brutas, el paro cayó en 207.673 personas en septiembre, un ajuste del 6,1%.

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.

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 2,4%, cuatro décimas inferior al observado en 2017.

Gráfico 3. Rendimiento bruto medio de las grandes empresas, deflactado y cvec. 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 interanual del 0,9% en agosto, tres décimas superior de la registrada en julio.

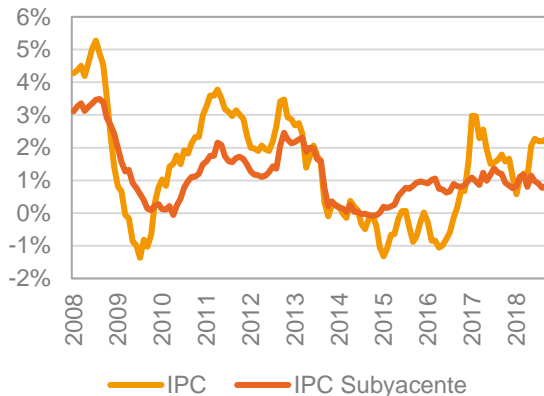
Atendiendo a la Estadística de Convenios Colectivos, el incremento salarial pactado en convenios se situó en septiembre en el 1,7% interanual, medida que afecta a los trabajadores cubiertos por convenios colectivos con efecto en 2018 registrados hasta septiembre, alrededor del 48% del total de 16 millones de asalariados según la EPA en la primera mitad del año.

El relativamente buen comportamiento esperado del consumo en 2018, aunque menor que en 2017, será resultado fundamentalmente de la intensidad en la creación de empleo y no tanto de mejoras salariales importantes, dado que, pese a los avances en los salarios nominales, los salarios reales retrocederán con la actual previsión de inflación, si bien es cierto que los salarios empiezan a ofrecer signos de cierto avance.

Los precios, por su parte, aumentaron según el INE en septiembre el 2,3% interanual, tasa superior en una décima a la registrada en agosto, debido principalmente a la aceleración

de los precios de la electricidad, parcialmente compensada por el menor incremento de los precios de los alimentos no elaborados, en especial de las frutas frescas. **La inflación subyacente se mantuvo en septiembre en el 0,8% interanual.**

Gráfico 4. Tasa de inflación e inflación subyacente en España



Fuente: INE.

**La subida del precio del barril Brent de petróleo, continuó en agosto y septiembre y rozó los 85 dólares, nivel ya muy considerable.** Mientras tanto, la sorpresa de un aumento en las reservas de crudo estadounidenses, muy superior al esperado, junto con el menor crecimiento de la economía china, han servido, de momento, para frenar su ascenso y situarlo en octubre ligeramente por debajo de los 80 dólares. **La tendencia a la baja del euro frente al dólar desde mediados de abril encarece la factura energética al pagarse ésta en dólares y es, a su vez, inflacionista.**

**Nuestras previsiones apuntan a un aumento de los precios en promedio del 1,9% en 2018, mientras que la inflación subyacente avanzaría un 1,1% de media en el año.**

**Crecimiento económico, riesgos y entorno global.**

**Nuestras previsiones de crecimiento para la economía española son del 2,7% para 2018 y del 2,4% para 2019. La economía habría crecido al 0,6% intertrimestral en el tercer trimestre, avance que repetiría en el último trimestre del año, y que muestra cierta ralentización.**

Pese a la desaceleración, que la propia corrección a la baja de una décima del PIB realizada por el INE para 2017 apuntaría a que

empezó a fraguarse a finales del año pasado, un crecimiento estimado de un 0,6%, de materializarse como esperamos, es un avance aún muy robusto del PIB español y que ha permitido que el número de ocupados sea de 183.900 en el tercer trimestre según la Encuesta de Población Activa (EPA), un aumento del 0,95% respecto al trimestre anterior, una cifra mejor de la esperada según los datos observados de afiliación a la Seguridad Social del verano y que sitúa el número de ocupados en 19.528.000. En términos desestacionalizados la variación trimestral es del 0,5%. Todo ello ha permitido que el ritmo de crecimiento del empleo se mantenga en el 2,5% interanual en los últimos doce meses. El empleo seguiría creciendo con fuerza si bien de forma más moderada en el cuarto trimestre.

En efecto, el primer indicador claro de la ralentización de la economía española es que el empleo medido a través de las afiliaciones a la Seguridad Social ha pasado de crecer a un ritmo del 0,8% intertrimestral en los dos primeros trimestres del año a hacerlo al 0,4% en el tercer trimestre, a pesar de que la EPA del tercer trimestre es algo más positiva de lo esperado.

Una menor confianza del consumidor, indicador que se sitúa sustancialmente por debajo de los niveles claramente superiores a 100 de finales del año pasado, es también acorde con la desaceleración de la economía, y se alinea perfectamente con unas ventas al por menor, cuyo crecimiento interanual venía reduciéndose desde el comienzo de 2018 y que ha llegado a presentar valores negativos en algunos momentos del verano.

Si a lo anterior añadimos índices PMI en niveles no vistos en los últimos cinco años y por debajo de la zona euro y la menor confianza también por parte de los empresarios, según la última encuesta realizada por el INE para el cuarto trimestre, se completa una serie de medidores de coyuntura que recogen la desaceleración de manera muy completa.

Ello no es óbice para destacar el buen desempeño de la economía española al seguir creciendo a un ritmo del 2,5% interanual en el tercer trimestre, en un contexto en el que nuestros principales socios comerciales crecen por debajo de ese ritmo y en el que, de momento, **no existen visos de desaceleración por debajo del 2% en los próximos dos años**. Como era casi inevitable, el sector turístico no está siendo capaz de mantener las espectaculares tasas de crecimiento que había



venido registrando en los últimos años.

Mirando hacia adelante, en el escenario central de que la situación de Cataluña permanezca estable, **la economía española podría ser capaz de mantener tasas saludables de crecimiento que se sitúen por encima del potencial dado que los vientos de cola de los que disfruta son aún importantes:** fuertes ajustes de competitividad en los últimos años, un mejor balance financiero de familias y empresas, extraordinariamente bajos tipos de interés, política fiscal ligeramente expansiva y buena situación economía mundial.

**Más preocupante que la desaceleración son sin duda las debilidades estructurales de España.** En primer lugar, la incertidumbre que provoca la debilidad parlamentaria del actual Gobierno.

Un déficit presupuestario estructural próximo al 3% del PIB y un nivel de deuda pública cercano al 100% serían motivo de elevada preocupación en cualquier economía del mundo y también en la española. Inquietud que es aún mayor dada la expectativa a subir de dicho déficit, por el crecimiento tendencial del gasto en pensiones y sanitario debido al envejecimiento de la población y dado el previsible encarecimiento de la deuda pública al hacerse más difícil la refinanciación, una vez que el BCE elimine finalmente sus compras de deuda.

Precisamente, **en relación a las cuentas públicas nuestra previsión es que el déficit público se sitúe a final de año alrededor del 2,7% 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. Para 2019 estimamos un déficit público del 2,1%, con menor ajuste estructural del previsto inicialmente. En cualquier caso, no está claro aún que se vayan a aprobar los presupuestos y, más allá de la negociación con Bruselas, no se debe perder de vista que España está en el foco de los mercados y que el efecto contagio desde Italia, salvando las distancias entre las dos economías y los dos presupuestos, ya se ha producido, al contar sendas economías con vulnerabilidades financieras similares por un endeudamiento excesivo, si bien la economía española muestra un mayor dinamismo en el ritmo de avance de su actividad económica.

Con una deuda pública que se situó en agosto en 1.162.483 millones de euros, lo que supone un ascenso interanual del 2,9%, y el déficit

público más elevado de la Unión Europea, el gobierno de **España debe tener como prioridad mantener muy alta la credibilidad en materia fiscal, llevando las acciones de política presupuestaria oportunas siempre coherentes y en línea con reforzar dicha credibilidad**, especialmente en un momento como el actual, de clara inestabilidad política nacional y de **riesgo cada vez más evidente de crisis de deuda por subida de tipos de interés**, con Italia como gran elemento desestabilizador en la eurozona.

Con la necesidad de emitir en 2019 un volumen de deuda pública equivalente al 20% del PIB, con problemas para aprobar un presupuesto y cumplir con Bruselas, el escenario más probable es que el contagio italiano siga afectando a España. De nuevo, **el ser creíble en los mercados gracias a un claro mensaje de consolidación de las cuentas públicas es crucial.**

Por último, se hace necesario aún tomar medidas estructurales 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.** 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.

**Ahora bien, tampoco se puede negar que España es más competitiva y atractiva para la inversión extranjera hoy que hace diez años.**

Según la OCDE, la productividad por hora trabajada es de 39 euros, parecida a la italiana pero inferior a la francesa o la alemana (50 euros). Pero el coste laboral por hora de la economía española (21 euros) es sustancialmente inferior al de Italia, Francia o Alemania, de 28, 35 y 35 euros respectivamente.

Por otra parte, la economía española mantiene aún un elevado endeudamiento exterior neto, una vulnerabilidad importante que la hace estar a merced de la voluntad de inversores extranjeros, pero al mismo tiempo ya no necesita nueva financiación neta, lo que reduce significativamente el riesgo de *sudden stop* de los mercados.

A lo anterior se une una balanza de pagos por cuenta corriente en superávit desde mediados de 2012, que probablemente será capaz de mantener en 2018 y 2019, si bien con un saldo

mucho más modesto. Ello ha sido posible gracias a la pujanza y la diversificación en las exportaciones de bienes y servicios, que alcanzan un peso en el PIB del 34%, superior a países como China, Estados Unidos, Francia; Italia o Reino Unido; esta ratio se situaba en el 22% en el año 2000.

En este sentido, y según las Cuentas Financieras de la Economía Española publicadas por el Banco de España, en el segundo trimestre de 2018 la economía española presentó una capacidad de financiación frente al resto del mundo de 3.013 millones de euros, equivalente al 1% del PIB trimestral, aunque inferior a la registrada un año antes (2,2% del PIB). Por sectores, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas se redujeron 1,2 puntos, hasta el 5,7% del PIB trimestral, mientras que el saldo de operaciones financieras netas de las sociedades no financieras cayó 1,6 puntos, hasta el 3,9% del PIB trimestral; por su parte, el de las instituciones financieras y el de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLH) disminuyeron 0,5 y 0,3 puntos, respectivamente, hasta el 2,6% y el 0,2% del PIB.

Por último, si bien el empeoramiento en el endeudamiento público condicionará el futuro de las futuras generaciones y es uno de los principales desequilibrios de la economía española en la actualidad, la reducción de deuda por parte de familias y empresas no financieras hasta el 155% del PIB a mediados de 2018 desde más del 210% del PIB en 2009, también envía un poderoso mensaje de fortaleza al mercado donde antes solo había debilidad.

**Nuestra previsión de crecimiento para 2019 es del 2,4% en el escenario central. Alcanzar esa tasa de crecimiento depende, fundamentalmente, de lo que ocurra con tres palancas de crecimiento principales:** consumo privado; sector exterior y, por último, inversión.

En primer lugar, la evolución que siga el **consumo privado**, que vendrá condicionada por la capacidad de creación de empleo en el próximo año, que a su vez influirá sobre la confianza de los consumidores. La palanca del consumo privado es muy poderosa pues equivale a más de la mitad del PIB, concretamente el 54% del PIB en el segundo trimestre. Pero el margen de maniobra es escaso, dado que el impulso que la Renta Disponible Bruta de las familias pueda alcanzar por la mayor creación de empleo podría anularse por el aumento de los precios.

El margen para seguir aumentando el consumo será en 2019 mucho más pequeño, al encontrarse el ahorro actualmente por debajo del 6% de la renta disponible bruta; precisamente, la renta disponible en términos reales se ha mantenido estable a costa de reducir la tasa de ahorro. Y por el lado de la confianza, la tendencia observada en el índice de confianza del consumidor en los últimos meses muestra una menor confianza por parte de los consumidores. Y menor confianza del consumidor se traduce en menor confianza del empresario, lo que desemboca en una menor inversión y en un posible menor ritmo de creación de empleo, lo que a su vez se convertiría en el caldo de cultivo de menor gasto futuro de los hogares.

Una segunda palanca a considerar es el **sector exterior**. Por desgracia, 2018 volverá a ser testigo de una aportación negativa al crecimiento del sector exterior, tras dos años de contribución positiva. En un contexto de ralentización del crecimiento del comercio internacional y de menor dinamismo de los principales socios comerciales, las exportaciones reales españolas de bienes y servicios cayeron un 1% intertrimestral en el segundo trimestre lo que supuso un freno al avance del PIB español, dado la menor caída de las importaciones (-0,3%). Y nuestra previsión es que este patrón de comportamiento se mantenga en los próximos trimestres, de modo que en el conjunto del año 2018 el avance de las exportaciones de bienes y servicios previsto del 1,8% será inferior al avance esperado de las importaciones del 2,6%. Dicho desequilibrio se ve además acentuado por un precio del petróleo en línea ascendente desde comienzos de año y que sólo muy recientemente parece haber tocado techo en el entorno de los 80 dólares. No obstante, aunque seguirán débiles, las exportaciones de bienes y servicios podrían beneficiarse levemente de la ligera depreciación del euro con respecto al dólar hasta el entorno del 1,15-1,16 dólares por euro.

La tercera palanca, relacionada con la anterior, es la **inversión**. La inversión empresarial en bienes de equipo resultó ser finalmente mejor de lo que preveíamos en el segundo trimestre, al igual que las compras de coches por parte de las familias. Fue precisamente el inesperado aumento de la inversión lo que permitió que el PIB avanzara un 0,6% trimestral pese al frenazo en el consumo de las familias. Ambas variables determinan de manera importante las expectativas de futuro de empresas 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.

**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 9% interanual. En este contexto, la promoción inmobiliaria avanza a buena velocidad. La demanda de nuevos visados de obra se acerca a las 100.000 viviendas anuales, una cifra importante, si bien es cierto que muy alejada de los niveles de la burbuja inmobiliaria. En definitiva, la inversión en construcción residencial podría cerrar 2018 con un avance ligeramente superior al 8% del 2017. Por su parte, la inversión en obra pública podría duplicar el impulso observado en 2017, alcanzando un crecimiento del 3,1%, de modo que en el conjunto la inversión en construcción podría mejorar 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% interanual del año pasado.

**Por lo que se refiere al estado de la economía mundial, a pesar de todos los ruidos (política comercial de Trump, Brexit, Italia, mercados emergentes...), el proceso de reflación sigue en marcha y probablemente cada vez se vuelva más evidente. De este modo, los tipos de interés a largo plazo se verán forzados a ajustarse al alza.** Y, aunque todo parece indicar que el proceso de endurecimiento de las condiciones financieras globales pueda continuar llevándose a cabo de un modo ordenado, conforme los riesgos de recalentamiento de la economía de Estados Unidos sigan aumentando, **también se eleva la probabilidad de que se puedan vivir episodios de volatilidad en los mercados.**

En efecto, la economía de Estados Unidos continúa creciendo muy por encima del potencial y crea empleo a tasas que doblan lo que es sostenible a medio plazo. La Reserva Federal sigue adoptando una actitud muy prudente, subiendo los tipos de forma lenta y aceptando la posibilidad de ver un cierto *overshooting* de su objetivo de inflación. A medida que la inflación de precios y salarios se vaya haciendo más evidente se irá traduciendo en un aumento apreciable de los tipos a largo plazo en Estados Unidos.

En la eurozona, la reducción de la capacidad ociosa continúa yendo a muy buen ritmo (las

vacantes de empleo están en niveles máximos), en un contexto además de mejor comportamiento de salarios y de recuperación de las expectativas de inflación. La subida continuada del precio del petróleo también contribuirá a sostener las tasas de inflación general durante los próximos meses. A su vez, la reciente debilidad del euro también jugará a favor de la inflación en el continente europeo.

Por todo ello, prevemos una senda alcista para la inflación subyacente en los próximos meses, algo que debería llevar al Banco Central Europeo (BCE) a empezar a ser más explícito sobre la senda futura de subidas de los tipos de interés. Y ello, a su vez, dará lugar probablemente a un repunte significativo de los tipos de interés a largo plazo en los próximos meses, repunte que podría ser incluso mayor que el observado en Estados Unidos. Incluso en Japón empieza a haber señales cada vez más evidentes de recuperación de precios y salarios.

La economía China, por su parte, desacelera y crece al menor ritmo desde el año 2008, avanzando un 6,5% interanual en el segundo trimestre. No obstante, el consumo privado sigue fuerte y las autoridades tienen la firme determinación de apoyar la actividad económica por vía de una mayor inversión en infraestructuras y de crecimiento del crédito, especialmente el dirigido a pymes. Ello debería reducir el riesgo de una desaceleración abrupta, sobre todo a corto plazo, si bien el nuevo contexto de represalia comercial con Estados Unidos debilita el yuan, que se ha depreciado de forma significativa en las últimas semanas.

En el resto del mundo emergente, y excluyendo un relativamente reducido grupo de países (Turquía, Argentina, Brasil), no sólo no se observan síntomas de desaceleración sino más bien todo lo contrario. Sirva como ejemplo el crecimiento de la economía india en el segundo trimestre, por encima del 8%. Por ello, **no vemos causas serias para esperar un shock global significativo con epicentro en los países emergentes.** Aunque sí es cierto que, si la economía de Estados Unidos llegara a recalentarse, entonces sí que son asumibles escenarios disruptivos, dado que la financiación en dólares podría endurecerse de manera significativa, con efectos nocivos sobre la liquidez y, probablemente, también sobre la actividad económica global. El riesgo empezaría a ser considerable si las tensiones geopolíticas y comerciales actuales desembocan en una ralentización significativa del crecimiento de la economía mundial, pues los datos recientes



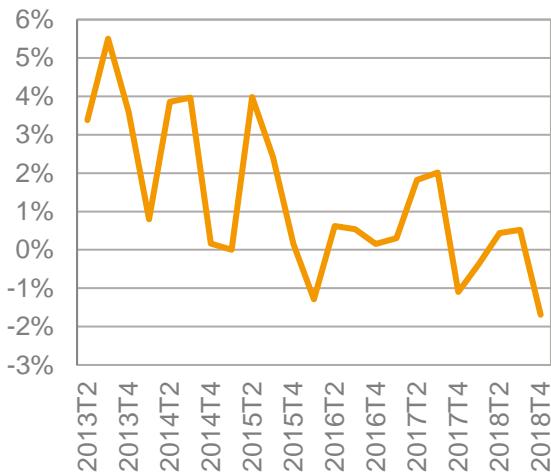
sobre exportaciones muestran sin lugar a duda la mayor dependencia del estado de salud de la economía mundial que presenta la economía española, siendo las exportaciones responsables de la mitad del crecimiento observado en el PIB en los últimos tres años.

**Empresarios y consumidores pierden confianza.**

**La confianza empresarial cae con fuerza, según el Índice de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA) publicado recientemente por el INE.** La encuesta del ICE recoge las opiniones de los gestores de los establecimientos sobre la marcha de su negocio para cada trimestre pasado y sobre sus expectativas para cada trimestre entrante.

Según este indicador la confianza de los empresarios en sus empresas para el cuarto trimestre recula de manera importante y desciende un 1,7% comparado con el tercer trimestre. Se trata de un giro importante ya que es la mayor caída observada en el índice desde 2013, como muestra el gráfico 5.

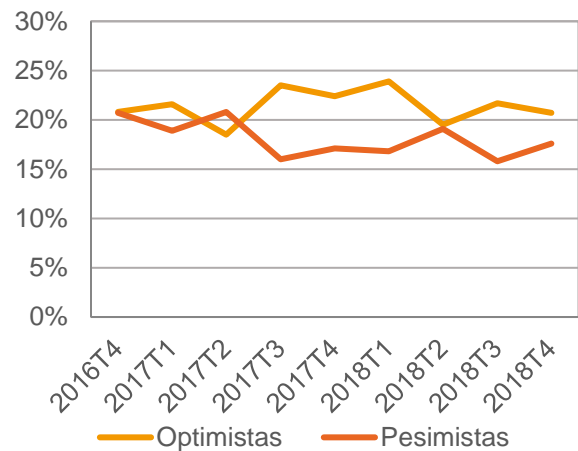
Gráfico 5. Índice de Confianza Empresarial Armonizado. Tasa intertrimestral



Fuente: INE

Las expectativas de los empresarios sobre la marcha de su empresa en el trimestre actual empeoran por segundo trimestre consecutivo, ya que aumenta el porcentaje de pesimistas (16,1% del total, cuatro décimas por encima del trimestre anterior) y se reduce el de optimistas, casi cuatro puntos hasta el 19%, mínimo desde principios de 2017, como recoge el gráfico 6. El resultado es que el balance (diferencia de ambos porcentajes) se sitúa en 2,9, frente al 7,1 del segundo trimestre.

Gráfico 6. Expectativas respecto al trimestre que comienza



Fuente: INE

**El deterioro de la confianza y las expectativas de los empresarios está en línea con el debilitamiento que se viene observando en la actividad económica resultado, sobre todo, del menor vigor del gasto de las familias y del sector turístico.** Los sectores de transporte y hostelería son los que lideran el empeoramiento de la estadística, con una caída del 2,7%, en una dinámica de movimientos negativos de todos los sectores: industria (-2,5%), comercio (-1,6%), otros servicios (-1,1%) y construcción (-1%). La construcción no sólo es el sector de actividad donde menos empeora la confianza de los empresarios del sector sino que es, además, la actividad que presenta el nivel de confianza más elevado.

Por lo que se refiere al Balance de Situación, diferencia entre los porcentajes de respuestas favorables y desfavorables referidas al trimestre finalizado, éste se situó en 3,1 puntos, un nivel que empeora notablemente las expectativas manifestadas previamente para ese trimestre en la encuesta del tercer trimestre, que fueron de 7,1 puntos.

**La influencia de fenómenos sociales y psicológicos sobre el ciclo económico, el nivel de ahorro, el mercado de trabajo, la inversión, los mercados financieros o la vivienda está altamente contrastada.** Uno de los factores psicológicos de mayor trascendencia económica es la “**confianza**”, es decir, la creencia espontánea y visceral de que las cosas saldrán bien, aunque no tengamos certeza absoluta de que así sea. Keynes, en su Teoría General ya hacía referencia a los “*animal spirits*” como elemento determinante de la inversión

**empresarial.** La confianza influye sobre la disposición de los empresarios a llevar a cabo inversiones a largo plazo; de las familias a adquirir bienes, especialmente duraderos, que sólo comprarán cuando no tengan miedo a perder el empleo; y de las entidades financieras a conceder préstamos, que sólo otorgarán cuando tengan confianza en que serán reembolsados.

**Las variaciones de la confianza tienen un “efecto multiplicador”** mucho más poderoso que el clásico “multiplicador de la inversión” ya que producen efectos de retroalimentación por diversas vías: la expansión del crédito y la bonanza aumentarán el precio de los activos, lo que provocará un “efecto riqueza” que, además de estimular el consumo, permitirá a las entidades financieras aumentar su endeudamiento y aumentará su nivel de capitalización, lo que retroalimentará el ciclo expansivo

Por el contrario, las caídas súbitas de la confianza conducen a una economía a la recesión y la contracción del crédito amplía la dinámica recesiva.

Pues bien, para que la economía española mantenga el notable ritmo de inversión observado en el segundo trimestre, se necesita no solo unos bajísimos tipos de interés y un avance razonable de la demanda, sino que se requiere además la confianza de los empresarios. **Y sobre el estado de ánimo de los empresarios empiezan a pesar las dudas sobre la situación política, el encarecimiento de la energía y del trabajo, los menores beneficios o la ralentización del comercio mundial, elementos que podrían explicar, al menos en parte, el significativo empeoramiento de las expectativas empresariales, como recoge el ICEA para el cuarto trimestre.**

**A lo anterior hay que añadir la menor confianza que muestran también los consumidores, como recoge el Índice de Confianza del Consumidor difundido recientemente por el INE. Este indicador para el pasado mes de septiembre se situó en 90,6 puntos, significativamente por debajo del mes anterior, lo que lo sitúa en valores inferiores a los observados en los dos últimos años.** Y ello se produce por un empeoramiento de las expectativas de los consumidores y, especialmente, por la fuerte caída en la valoración de la situación actual de la economía española.

**Menor confianza de la parte de consumidores y empresarios solo puede adelantar menor consumo, menor inversión y menor empleo que el observado en los últimos trimestres.**

Estos indicadores cualitativos de la economía española se suman a numerosos indicadores cuantitativos que parecen confirmar que **la economía española se adentra en una fase más madura del ciclo.** Los avances del PIB y del empleo serán más moderados, con una desaceleración muy significativa del gasto de las familias, que podría avanzar un exiguo 1,1% en 2019. El componente inversión estará caracterizado por un menor dinamismo de la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo, más dependiente del comportamiento del sector exterior (que tendrá difícil mantener tasas de crecimiento de las exportaciones como las vistas en los últimos años), y que podría ralentizar su crecimiento casi dos puntos el año próximo, hasta el 4% interanual, si bien esta moderación se ve amortiguada parcialmente por un crecimiento más vigoroso del segmento construcción, que avanzaría un significativo 7,4% en 2019.

# FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia  
de Rating española* }

902 10 10 33  
[www.axesor.es](http://www.axesor.es)  
[bccomunicacion@axesor.es](mailto:bccomunicacion@axesor.es)