

**F**●**CUS** brief

*Boletín Mensual de  
Coyuntura Económica*

*Febrero • 2017*

---

## VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores de diciembre de ventas, empleo y salarios de las *Grandes Empresas\** que cada mes elabora y publica la Agencia Tributaria muestran que la economía española crece 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 podría mantenerse o incluso repuntar ligeramente en el cuarto trimestre.

**Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, crecieron a un ritmo medio trimestral del 0,8%, más del doble que en el tercer trimestre. El dato de crecimiento intermensual fue del 0,19%, notable, si bien menor al 0,28% del mes de noviembre. En cualquier caso, el balance del cuarto trimestre es muy positivo y supone un relanzamiento de la actividad tras el parón del tercer trimestre.**

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



Fuente: Agencia Tributaria.

Si el principal responsable del parón de ventas de las grandes empresas en el tercer trimestre fue el sector exterior, el comportamiento de las exportaciones españolas de bienes y servicios registra el tercer mayor crecimiento intertrimestral desde 2008. La subida del 3,1% contrasta con la caída del 0,2% del tercer trimestre y refleja, en gran parte, la recuperación del comercio mundial de finales de 2016. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el comercio internacional, tras caer un 0,9% en octubre, repuntó un 2,8% en noviembre de 2016.

**El avance medio de las exportaciones de las grandes empresas**, que representan alrededor del 88% del total de ventas al exterior en España, fue en el cuarto trimestre del 3,1%, manteniendo en diciembre el fuerte aumento ya observado en octubre y, sobre todo, en noviembre, en un contexto de desaceleración de las ventas interiores en relación a la primera mitad del año.

**Las importaciones, por su parte, aceleran con fuerza, a lo que contribuyen decididamente los datos de diciembre.** El cuarto trimestre de 2016 cerró con un crecimiento intertrimestral de las importaciones del 3,4%, y a ello pese a que el PIB creció, probablemente, al mismo ritmo que en el tercer trimestre. La cifra contrasta con el débil crecimiento observado en el tercer trimestre del 0,3%. Ello implica que las importaciones han pasado de crecer a una tasa anualizada del 1,2% a hacerlo a un ritmo del 13,6%. El incremento del precio del petróleo a partir de diciembre repercute notablemente ya que esta materia prima se encareció alrededor del 20% intermensual en diciembre.

**Un cambio importante con respecto a meses pasados es el buen comportamiento en las exportaciones de bienes y servicios hacia el mercado no europeo.** Tras los buenos datos de octubre y noviembre, éstas registraron un crecimiento del 4,6% interanual en el cuarto

### \* 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.

trimestre, aumentando por encima de las exportaciones hacia la Unión Europea (4,4%), algo no observado desde el tercer trimestre de 2015.

Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, así como un euro más barato. El euro experimentó una notable depreciación media a lo largo del trimestre frente al dólar (próxima al 6%) en el último trimestre del año, llegando a estar a 1,04 \$/€. También se produjo una depreciación de la libra esterlina frente al euro del 13%, que contrasta con la notable apreciación del euro contra el yen, de cerca de un 9%.

**El mejor comportamiento de las exportaciones con respecto al tercer trimestre de 2016, adquiere gran relevancia, habida cuenta del mayor peso que éstas tienen hoy en las ventas de las grandes empresas y en la economía española.** Si en el año 2007 el peso de las ventas en el exterior sólo suponía el 15,3% de los ingresos de las grandes empresas, en el cuarto trimestre de 2016 dicho porcentaje subió hasta el 24,2%.

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 en la devaluación del tipo de cambio nominal. **Ahora bien, el diferencial negativo de inflación con la zona euro perjudicará esta vía de competitividad en la primera mitad de 2017.**

**Las ventas interiores, por su parte, siguieron mejorando sobre el fuerte crecimiento del 1,1% intertrimestral registrado en el segundo trimestre.** Si en el tercer trimestre las ventas interiores de las grandes empresas españolas avanzaron un 0,3% intertrimestral, el cuarto trimestre replica el crecimiento del tercer trimestre, volviendo a avanzar un 0,3%.

**Desde el lado de la oferta, todos los sectores de actividad, excepto la construcción, han mostrado un buen comportamiento.** Es destacable el cambio de tendencia de la

industria, que de caer un 0,2% en el tercer trimestre avanza un 0,4% en el cuarto trimestre. El sector servicios, por su parte, avanza el doble de rápido que en el tercer trimestre al crecer un 1% intertrimestral.

**El Índice de Producción Industrial (IPI), con datos corregidos de calendario, creció un 1,9% en tasa anual en diciembre,** lo que representa una moderación en el ritmo de crecimiento, tras mejorar un 3,5% en noviembre. Ello deja el avance del cuarto trimestre en un 1,8%, dos décimas por encima del observado en el tercer trimestre, si bien el índice refleja caída del 0,5% con series corregidas de estacionalidad y en tasa intermensual, frente al avance del 1,5% en noviembre. El incremento del conjunto del año también es del 1,8%, casi la mitad que el registrado en 2015, pero acumulando una expansión que ya dura tres años.

**Dentro del sector servicios, destaca sobre manera el turismo,** que evoluciona a ritmo de récord cada trimestre, muy favorecido por factores de índole macroeconómica y geopolítica. La llegada de turistas creció hasta el 13,3% en diciembre, frente al 10,1% de los once primeros meses del año, según datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR). Con 75,6 millones de turistas extranjeros llegados en 2016 se superó el record histórico del país. Según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) el gasto de los turistas que visitaron España en 2016 fue de 77.625 millones de euros, superior en un 9% al de 2015.

Respecto a los indicadores adelantados de actividad en la construcción, la superficie a construir en obra nueva, atendiendo a los visados de dirección de obra, registró en noviembre un aumento interanual del 30,8%, en línea con el mes anterior. Por componentes, el residencial se incrementó un 22,7% y el no residencial un 67%. En el periodo enero-noviembre el incremento medio fue del 21,5%, inferior al observado en el mismo periodo de 2015 (33,7%).

Mientras, en el **sector inmobiliario,** también se produjo una **aceleración en la compraventa de viviendas a finales de año.** Según datos del Instituto Nacional de Estadística, el cuarto trimestre de 2016 se cerró con un avance intertrimestral del 0,7%, frente a la caída del 0,6% del trimestre anterior, con series corregidas de estacionalidad. En el conjunto de 2016, las compraventas de viviendas aumentaron un 13,6%, tasa de variación ligeramente superior a

la observada en 2015, y once puntos superior a la registrada en 2014.

**Por el lado de la demanda, tanto las ventas de bienes y servicios de consumo como, especialmente, las de bienes de equipo y software fueron las más dinámicas en el cuarto trimestre**, creciendo un 0,9% y 1,1% respectivamente, desestacionalizadas, corregidas de calendario y deflactadas. Las ventas de bienes y servicios intermedios se incrementan un 0,3%, avance inferior al del tercer trimestre.

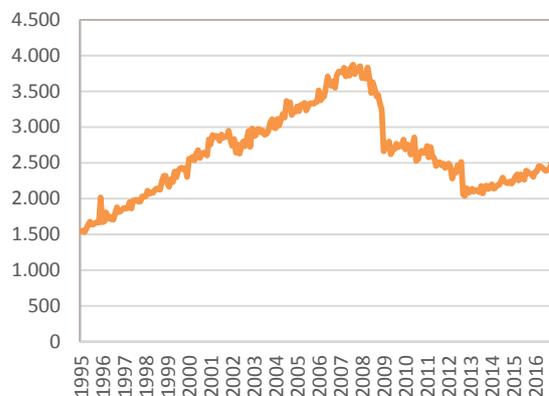
**Otros indicadores del buen comportamiento del consumo son**, por ejemplo, **las matriculaciones de turismos y de vehículos comerciales** que, según ANFAC, se incrementaron en tasa interanual un 10,7% en enero, una variación alrededor del punto porcentual superior a la de diciembre y a la del conjunto del año 2016. Si bien conviene tener en cuenta que enero de 2017 ha tenido dos días laborales más que el mismo mes del año anterior. Todos los canales de venta mostraron un resultado positivo en enero pero destacan más en la subida los segmentos de empresa y alquiladores, con aumentos del 13,6% y del 12,3%, respectivamente, frente a la subida del 8,7% del canal de particulares.

El **índice general del comercio minorista**, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, registró, por su parte, en noviembre un 3,3% interanual, mayor al 2,1% observado en octubre, y apunta a que el consumo privado seguirá siendo el principal motor del crecimiento.

Por último en relación al consumo, y en clave cualitativa, **el Indicador de Confianza del Consumidor**, elaborado por el CIS, empeoró 2,4 puntos en enero respecto a diciembre de 2016, hasta situarse en el nivel 98,3, indicativo de una percepción negativa de los consumidores, debida a una peor valoración de la situación actual y, en menor medida, a unas peores expectativas.

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 capital. 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 capital respecto a los niveles alcanzados previos a la crisis, lo que refleja una intensa caída del gasto en inversión de las empresas, explicado en gran parte por el escenario reciente de la economía española caracterizado por deflación y fuerte endeudamiento. **Lograr aumentar el stock de capital para mejorar la productividad y elevar el potencial de crecimiento condicionará el futuro de la economía española.** Si bien no es deseable que se alcancen los niveles registrados durante el auge inmobiliario (las ventas de bienes y servicios de capital incluyen ventas de bienes de equipo y software, pero también construcción y promoción inmobiliaria), 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.

En este sentido, las importaciones de bienes de capital mostraron una tendencia positiva a finales del año, en tanto en cuanto las importaciones que más subieron fueron las relacionadas con bienes de equipo (+12,7% interanual en diciembre), precisamente las que hacen falta, como hemos señalado, para elevar la capacidad exportadora de España y hacer la estructura económica más productiva.

Los datos de inversión de la contabilidad nacional mostraron en el segundo trimestre que la economía española necesita que las empresas inviertan a un ritmo notable. Para ello 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 genera consumo, lo que a su vez provoca 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 más rápida del déficit público.

Además, una mayor capitalización de las empresas exportadoras españolas las hará más competitivas, haciéndolas más resistentes en un contexto internacional turbulento y en el que las empresas españolas necesitan imperiosamente seguir haciéndose un hueco en aras a reducir la elevada deuda externa a través de la exportación.

Pues bien, en el tercer trimestre, la dinámica anterior de la inversión se paró en seco (+0,1% intertrimestral). A la espera del dato del cuarto trimestre de la contabilidad nacional, **los indicadores adelantados de la inversión en bienes de equipo permiten seguir siendo optimistas sobre su comportamiento.** Por un lado, los datos de ventas de bienes y servicios de capital de las grandes empresas, vistas anteriormente, muestran claras señales de avance, al subir un 1% intertrimestral en el cuarto trimestre. Por otro, las matriculaciones de vehículos de carga registraron un crecimiento del 10,1% en diciembre, lo que deja el año con una variación interanual del 6,1%. Dicho esto, otros indicadores muestran agotamiento en diciembre. Tal es el caso del **Índice de Entrada de Pedidos a la Industria** que, en términos intermensuales y con series corregidas de calendario y estacionalidad disminuyó un 2,5% en diciembre, tras el aumento del 0,4% de noviembre. Dicho retroceso se debió a las caídas observadas en los bienes de equipo y de consumo (-9,5% y -0,3%, respectivamente), y al menor dinamismo de los bienes intermedios, que se desaceleran nueve décimas hasta el 1,3%.

Por último, las expectativas empresariales vuelven a mejorar en el primer trimestre de 2017, tal y como recoge el **Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA)** elaborado por el INE. Éste sube un 0,3% en el primer trimestre en comparación con el cuarto trimestre, que también se elevó un 0,2%, y acumulando así cuatro trimestres al alza. Si bien el balance de expectativas fue este trimestre desfavorable y aún más desfavorable que el del trimestre

anterior, ello se vio compensado por el balance de situación final del cuarto trimestre, ya que la situación final terminó siendo más beneficiosa de lo esperado por parte de las empresas encuestadas. Para el primer trimestre de 2017, el 17% de los gestores de establecimientos empresariales considera que la marcha de su negocio será favorable, mientras que el 20,1% opina que será desfavorable. El 62,9% restante considera que será normal.

Del análisis de las Cuentas Trimestrales no Financieras de la economía española, recientemente publicadas por el INE, que muestran la evolución de las decisiones de inversión y ahorro de las familias, empresas no financieras, instituciones financieras y sector público en España y su relación con el exterior, se concluye que **la economía española no sólo sigue manteniendo la capacidad de financiación sino que la amplió en el tercer trimestre hasta máximos de la serie (7.569 millones, 2,8% del PIB trimestral).**

**Esta mayor capacidad de financiación se explica por el aumento del saldo de la balanza de intercambios de bienes y servicios, del 17,4% (hasta alcanzar los 11.860 millones en el tercer trimestre de 2016), parcialmente compensado por el descenso del saldo de la balanza de rentas y transferencias corrientes con el resto del mundo y de la balanza de capital.**

Según los datos del avance de noviembre, últimos disponibles y publicados por el Banco de España, la balanza de pagos mostró, de nuevo, capacidad de financiación frente al exterior, superior en 700 millones a la registrada en el mismo mes de 2015. La mejora del saldo exterior en noviembre se debe al incremento del 56,6% del superávit de la balanza por cuenta corriente, resultado de aumentos de los superávits de los saldos de bienes y servicios y de rentas primarias y secundarias, que compensaron el descenso en el superávit de la balanza de capital. Atendiendo a los datos de aduanas, la balanza comercial registró un déficit de 650 millones de euros superior al de 2015, el cual se explica por un aumento del déficit comercial del 36,4% debido, por un lado, a la evolución del componente energético (cuyo déficit subió un 9%) como al no energético (cuyo déficit subió en 490 millones de euros). En el conjunto del año, el déficit comercial se redujo el 22,4% respecto al de 2015, debido a una reducción del déficit del componente energético del 25,1% parcialmente compensada por la caída del superávit del componente no energético del 45,2%.

**El saldo positivo de la balanza de pagos y la capacidad de financiación de la economía española a lo largo de 2016 (26.700 millones de euros, superior al 2% del PIB) se explica, principalmente, por la reducción del déficit energético, vinculada a la caída del precio del petróleo y, en menor medida, por la mejora del déficit de rentas, ligada al descenso de los tipos de interés, aspecto éste explicado en su totalidad por la compra de deuda pública española por parte del Banco Central Europeo (BCE) en el marco de su proceso de expansión cuantitativa.** Ambas variables harán, fundamentalmente la primera, tras el cambio de tendencia observado en la segunda mitad de 2016, más difícil para la economía española alcanzar en 2017 niveles de capacidad de financiación similares, de mantenerse, como esperamos, su tendencia ligeramente alcista.

No obstante, las exportaciones mantendrán el tono expansivo en los próximos ejercicios, fundamentalmente por un mayor dinamismo del comercio mundial ya observado en la última parte de 2016, tal y como recogen las cifras de ventas en el exterior de las grandes empresas españolas analizadas anteriormente. Las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años, la depreciación del euro con respecto al dólar, el importante esfuerzo de internacionalización llevado a cabo por las empresas españolas y la diversificación de los destinos de exportación contribuyeron al avance de las exportaciones en 2016 en un 2,2%, tasa que, sin embargo, es la menor observada desde 2009.

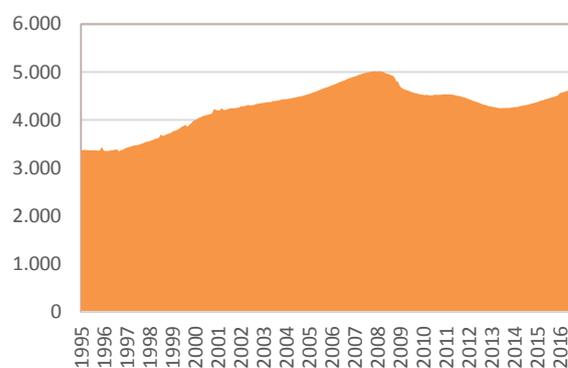
**La capacidad de financiación anteriormente descrita se traduce en clave muy positiva al ser el ahorro generado en España superior a la inversión, de manera que no es necesario apelar al ahorro externo para financiar los proyectos de inversión del país, un elemento clave en una economía con un elevado 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 22,5% del PIB y el segundo en el 20%. Y dicha brecha es significativamente positiva, pues permite aunar crecimientos del PIB cercanos al 2,5% 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.

**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.** Estas, con series

corregidas de estacionalidad, crecieron un 0,4% intermensual, en enero, tras la subida del 0,2% del mismo mes del año anterior. Respecto a 2015, hubo 569.817 afiliados más en enero de 2017, lo que supone un incremento interanual del 3,3%, el mismo ritmo de crecimiento que en el cuarto trimestre, y superior en dos décimas al del conjunto de 2016. Estas cifras dan muestra de la intensidad en la creación de empleo con la que terminó 2016 y ha empezado 2017.

**La evolución positiva que confiamos que tenga el mercado de trabajo seguirá impulsando el consumo privado y los precios.**

Gráfico 3. Empleados de las 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 3,3% en el mes de diciembre, ligeramente inferior al ritmo de crecimiento observado en promedio en el año (3,4%). En cuanto a los salarios, el incremento anual del rendimiento bruto medio fue del 0,4% en el conjunto del año, muy similar al de 2015 (0,5%).

**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 casi al mismo ritmo que el PIB.**

**En relación con las Administraciones Públicas (AAPP), éstas registraron hasta noviembre de 2016 un déficit, en términos de Contabilidad Nacional, de 39.579 millones de euros (el 3,54% del PIB), inferior en un 4,2% al del mismo periodo del año anterior, incluidas las ayudas a las instituciones financieras.**

El déficit de la Administración Central representó un 2,40% del PIB, mientras que el resto viene representado por la Administración Regional en un 0,49% y por los fondos de la Seguridad Social en un 0,65% del PIB. **La economía española no debería tener problemas, en principio, para cumplir en 2016 con el objetivo de déficit del 4,6% del PIB,** gracias al impacto de las medidas relativas a los pagos fraccionados del Impuesto de Sociedades, la ampliación del objetivo de déficit y la previsible reducción de los gastos en cerca de un punto del PIB.

**La deuda pública, por su parte, cerró 2016 en el 98,9% del PIB, desde el 99,8% registrado en 2015.** Este descenso es el resultado del efecto expansivo del PIB, que reduce el tamaño de la deuda en proporción a la economía. No se amortiza deuda, por tanto. Todo lo contrario; en términos brutos el endeudamiento subió en más de 32.000 millones de euros hasta alcanzar 1,1 billones de euros. Solo las corporaciones locales redujeron su deuda, al cerrar 2016 con un 9,1% menos que en 2015. El Estado central y las CCAA aumentaron su deuda un 3,7% y un 5% respectivamente.

La vulnerabilidad de la economía española viene no solo explicada por el importe total de deuda en relación al PIB, sino también por el elevado volumen de deuda adquirido en 2016 por el BCE, el cual compró 93.500 millones de euros, casi tres veces el incremento neto de la deuda, lo que explica los tipos tan bajos a los que se está financiando la deuda (el 0,61% en promedio para la deuda emitida en 2016 y el 3% para el conjunto de la deuda, muy por debajo del 4,1% observado en 2011). **El Tesoro español ha sabido sacar ventaja de estas adquisiciones del banco central para emitir más deuda a largo plazo y financiarse más barato durante más tiempo.**

Ahora bien, desde la elección del nuevo presidente de los Estados Unidos, junto a las presiones inflacionistas, la incertidumbre política, el inicio del ciclo de subida de tipos por parte de la Fed en Estados Unidos y la imposibilidad de descartar de manera rotunda una victoria de la extrema derecha en las elecciones francesas del próximo mes de abril, hacen que los tipos de

interés a los que se financia el Tesoro español hayan subido.

**En definitiva, en el cómputo global los datos macroeconómicos siguen siendo favorables para la economía española, y esperamos que el PIB crezca un 0,7 trimestral en el cuarto trimestre de 2016.** La actividad económica del país sigue beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, de la relativa debilidad del euro y de los tipos de interés extraordinariamente bajos. Nuestra previsión de crecimiento para el año en curso es del 2,5%, tras el 3,2% de 2016.

**¿A qué se debe la ligera desaceleración del PIB en el cuarto trimestre y el menor crecimiento esperado para 2017?**

En primer lugar, **el precio del petróleo en dólares se ha elevado alrededor de un 16,7% desde la intervención de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de finales del mes de noviembre.** Hay aspectos que permiten reforzar la credibilidad de la reducción esta vez en la oferta de crudo. Dado que la oferta de producción con la tecnología *shale* aumentará conforme mayor sea el precio del petróleo, debido a que más cantidad de pozos serán rentables, y el precio final que se alcance vendrá determinado en gran medida por la fuerza de la demanda. El mejor comportamiento de la economía mundial en el segundo semestre permite ser más optimistas sobre el crecimiento mundial a lo largo de 2017. Todo lo cual redundará en un probable mayor precio del petróleo, en el entorno de los 60 \$ barril para el crudo Brent, que es la referencia mundial, que, unido a un euro más bajo que en anteriores etapas alcistas del crudo, hará que su traslación al índice general de precios sea importante, como ya se está viendo en las estadísticas del INE sobre IPC. Ello implicará una pérdida de poder adquisitivo de los hogares a lo largo de todo 2017. Menor renta, por tanto, para consumo o para ahorro de las familias. Mayores costes de igual modo para las empresas.

En segundo lugar, **el aumento de los pagos fraccionados del impuesto de sociedades,** medida con la que el Gobierno estima recaudar 8.000 millones de euros en el tramo final del ejercicio, afecta a la tesorería de las empresas pues es un gasto con el que no contaban, lo que podría retrasar nuevos proyectos de inversión.

En tercer lugar, **la contribución al crecimiento del consumo e inversión públicas será sustancialmente inferior** al observado en

trimestres anteriores, especialmente la inversión pública, que ya cayó en los primeros once meses de 2016 un 28,7%, resultado del proceso de ajuste fiscal que tiene como objetivo situar el déficit público en el 3,1% a finales de 2017.

**Todo ello apuntaría a una ligera ralentización del crecimiento en el cuarto trimestre, si bien, algunos de los indicadores adelantados más fiables tales como afiliaciones a la seguridad, indicadores de confianza e índices PMI, han mostrado excelentes registros**, tanto en el cuarto trimestre de 2016 como en enero de 2017.

Los índices PMI de la industria manufacturera y de servicios indican un elevado dinamismo. En el mes de enero se situó en 55,6 puntos, el nivel más elevado desde mayo de 2015, como resultado de la aceleración de la producción y de los nuevos pedidos, en especial los nuevos pedidos para exportaciones. El PMI de servicios alcanzó en enero 54,2 puntos, un ligero descenso respecto a diciembre, pero después de una racha de tres años consecutivos creciendo.

Por último, el PMI compuesto de actividad global para España alcanzó en diciembre el nivel de 55,5, tres décimas superior al del mes previo y el mayor de los últimos seis meses. Ello indica una aceleración de la actividad global, la cual superó en 1,1 puntos la registrada en la zona euro (54,4). La economía española fue en la que se observó un mayor crecimiento de la actividad económica dentro de la zona euro, por delante de Alemania (55,2) y Francia (53,1).

Junto a la mejora en las expectativas empresariales destacadas en la primera parte del informe, **las favorables condiciones de financiación, resultado de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE), siguen contribuyendo a mejorar el acceso y el coste de financiación para las pymes** al tiempo que también permite al Estado financiarse a tipos de interés muy reducidos, resultando todo ello en claros incentivos para la inversión por parte de las empresas.

**La ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE respalda también el crédito. La tasa de morosidad, determinante para mantener ritmo de actividad y crecimiento, ha registrado una reducción durante el último año de 1,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 9,11% en diciembre**, derivado, sobre todo, del notable retroceso de la morosidad del crédito promotor y a la construcción, y gracias a que el crédito dudoso siguió contrayéndose a mayor velocidad que el

saldo total de crédito. La mejora sostenida en el ritmo de actividad económica debería coadyuvar a que la morosidad siga reduciéndose, factor fundamental para que la fluidez del crédito se afiance.

Todo esto 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 recogen recientemente tanto la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España como la Encuesta de Acceso a Financiación de las Empresas del Banco Central Europeo (BCE). Dicha caída en la demanda de crédito, que podría explicar la moderación en el crecimiento interanual del crédito en la segunda mitad de 2016, vendría explicada en el caso del crédito empresarial, en parte, por el mayor recurso a fuentes alternativas de financiación como la emisión de valores de renta fija en el caso de compañías de mayor dimensión y, en parte, por el menor apetito hacia el endeudamiento y el ahorro precautorio por parte de empresas con mayores ratios de liquidez en comparación con los años previos a la crisis y 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.

Finalmente, **la subida del precio del crudo y la política del BCE alejan, de momento, los riesgos deflacionistas**. 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 progresivo de la inflación subyacente en los próximos meses**.

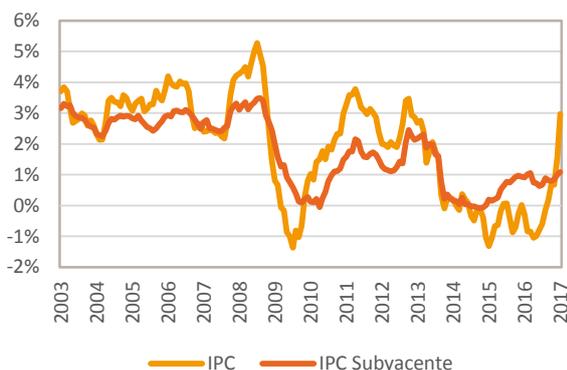
A su vez, **la subida y estabilización del precio del crudo debería contribuir a que la inflación general tienda a aproximarse y a superar a la inflación subyacente en meses venideros, pudiendo situarse en 2017 por encima del 2%**. En ciertos países de la zona euro con bajo desempleo el dinamismo de 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 partícipes también a los**

**trabajadores de la etapa de crecimiento actual.** Las empresas, una vez decidan el reparto óptimo de beneficios y las necesidades de inversión para reforzar su tecnología, equipamiento y capital humano, deberían disponer de fondos también para recompensar el esfuerzo que están haciendo los trabajadores a lo largo de la crisis.

Ello también permitiría compensar, en parte, la fuerte subida registrada en la tasa interanual del IPC armonizado español hasta el 2,9% en enero, superior en 1,5 puntos a la del mes de diciembre, como muestra el gráfico 4, resultando así un diferencial de inflación de 1,1 puntos con el área del euro, muy superior al diferencial, también negativo, de inflación para España de tres décimas registrado en diciembre. Los mayores precios, de materializarse en subidas salariales, facilitarían, además, el proceso de despalancamiento 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, lo que 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

**El año 2017 aparece como un año especialmente incierto en la política. Es el riesgo político el que puede ocupar el centro de la escena,** toda vez que, atendiendo a los datos más recientes de producción y comercio, todo parece indicar que la economía mundial ha cogido algo más de impulso, con estimaciones de crecimiento del FMI del orden del 3,4% y 3,8% para 2017 y 2018, superiores al modesto 3,1% de 2016. También la economía del área del euro mostró un gran vigor en el último trimestre del año, creciendo al 0,4% intertrimestral y un 1,7% interanual. Las previsiones de la Comisión Europea señalan un crecimiento del 1,6% para 2017. **Nuestras proyecciones de crecimiento para la economía española de un aumento del PIB del 2,5% en 2017 situarían a la economía española, de nuevo, creciendo casi un punto más en el año que sus socios europeos.**

**El riesgo político en el ámbito nacional se encuentra en la cuestión catalana,** aún no resuelta, **y en las posibilidades de que un gobierno en minoría sea capaz de tener la estabilidad necesaria para poder afrontar las variadas y profundas reformas que necesita el país.** Existe el riesgo de desandar parte del camino andado en caso de derogar reformas y leyes aprobadas en la anterior legislatura. Por último, **existe el peligro de tener dificultad para aprobar los presupuestos en el Congreso con un gobierno en minoría y que surja la necesidad de tener que pactar medidas que alejen al ejecutivo del cumplimiento de los objetivos fiscales.**

**La incertidumbre política es creciente también a nivel internacional, tras las polémicas declaraciones del nuevo presidente de EE UU, Donald Trump.** Un giro en la política comercial norteamericana hacia el proteccionismo podría desatar una guerra comercial de graves efectos a nivel mundial.

**El problema reside en que una mayor incertidumbre para la economía mundial influye negativamente en las expectativas de consumidores e inversores.** La política fiscal expansiva también propuesta terminaría teniendo efectos expansivos si bien, a corto plazo, puede desencadenar una fuerte corrección del mercado de bonos, como ya ha sucedido, debido a sus potenciales efectos sobre la inflación y el endeudamiento público.

**Y la subida de rentabilidades responde a expectativas crecientes de subidas de precios lo que podría obligar a la Reserva Federal a normalizar la política monetaria a una velocidad más rápida de la deseada,**

**influyendo negativamente sobre la estabilidad financiera mundial**, especialmente en la estabilidad financiera de numerosas economías emergentes, sobre todo si tomaron prestado en dólares, dado que **la moneda estadounidense no ha dejado de apreciarse frente a todo tipo de monedas y es bien probable que lo siga haciendo**.

En cualquier caso, la llegada a la presidencia de Estados Unidos de D. Trump puede ayudar a que preocupe un poco menos el debate sobre el estancamiento secular, ya que las tres cosas que ha prometido hacer el nuevo presidente norteamericano son todas claramente inflacionistas: política fiscal expansiva, proteccionismo comercial y mayor control de la inmigración. Y quizás significativamente inflacionistas en un contexto en que la economía norteamericana está en pleno empleo.

**La Unión Europea, por su parte, se enfrenta a un entorno político complicado, con Trump en la Casa Blanca, las negociaciones del Brexit, la inminencia de las elecciones francesas y holandesas, y la economía italiana y su sector bancario pasando serios apuros.**

**En clave económica, la eurozona disfruta de superávit exterior (a diferencia de Estados Unidos), y 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 aumentarían el déficit exterior y la deuda externa, más aún si el precio del petróleo dobla su precio en 2017, conforme se aproxime a los 60 dólares por barril. 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 para 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.

**De momento, por tanto, poco se puede esperar de la demanda interna de la zona euro.** No obstante, la economía española seguirá beneficiándose de unos tipos de interés muy bajos, de crédito abundante, de un tipo de cambio infravalorado y de la recuperación del comercio mundial, lo que debería favorecer las exportaciones de las grandes empresas fuera de la UE. **Así, una demanda interna algo menos robusta y una demanda externa más vigorosa, especialmente aquella procedente de fuera de la Unión Europea, permitirán a buen ritmo la creación de empleo.** La creación de nuevos puestos de trabajo será prioritaria y determinará la mayor o menor facilidad para consolidar las cuentas públicas.

**El reto del nuevo gobierno es llegar a acuerdos y avanzar en las numerosas decisiones y reformas pendientes.** Y ello, en un entorno internacional que se presenta altamente inestable y con claros riesgos a la baja, procedentes especialmente de desencuentros en el área política nacional e internacional. Si bien la situación a corto plazo es favorable, con una economía creciendo en tasa anualizada por encima del 2,5% y un punto por encima que la media de la zona euro, los retos a medio y largo plazo son enormes, entre otros, elevar la productividad y el potencial de crecimiento de la economía española, reducir la elevada deuda externa, la alta tasa de paro, la creciente desigualdad y consolidar las cuentas públicas.

Es evidente que un entorno económicamente más revuelto y políticamente más incierto no favorecerá a una economía aún vulnerable como la española. Es por ello que **adquiere aún más relevancia que el Gobierno y la oposición 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 que dominan el escenario internacional.**

# 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)