

F●**OCUS** brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

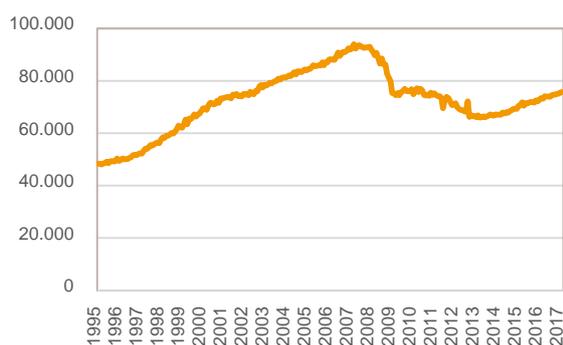
Abril • 2017

VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores de febrero 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 primer trimestre de 2017.

Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, crecieron a un ritmo promedio mensual del 0,6% en los dos primeros meses del año frente a los dos últimos, un ritmo de crecimiento que es el doble del observado en el tercer trimestre, si bien algo inferior al del cuarto trimestre de 2016 (0,8%). El dato de crecimiento intermensual fue del 0,2%, notable, si bien menor al 0,4% del mes de enero. En cualquier caso, el balance de los dos primeros meses del primer trimestre de 2017 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.

Tanto las ventas interiores como las exportaciones evolucionan favorablemente. Las primeras avanzan pero más despacio que las exportaciones, que crecen un 0,5% en promedio en los dos primeros meses del año. El crecimiento es sustancialmente inferior al observado en el cuarto trimestre (3,1%), pero siguen avanzando a muy buen ritmo tras el rápido avance de finales de 2016, en un marco internacional muy distinto al que propició las caídas en las ventas exteriores en el tercer trimestre del año pasado. Ello **refleja, en parte, la recuperación del comercio mundial de finales de 2016, que parece ralentizada a comienzos de 2017.** 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 y un 0,9% en diciembre, para estancarse (0%) en enero de 2017.

Las importaciones, tras la fuerte subida del cuarto trimestre, se frenan en seco hasta un crecimiento promedio del 0,1% en enero y febrero frente al promedio observado en noviembre-diciembre. La estabilización del precio del petróleo de comienzos de año ha podido contribuir a la importante desaceleración en el crecimiento de las importaciones.

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 del cuarto trimestre con un ascenso del 4,6% interanual, los dos primeros meses de 2017 han registrado un avance promedio del 12,5% interanual.

Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, así como un euro más barato. El euro experimentó una ligera depreciación media frente al dólar a lo largo del tercer trimestre (próxima al 1,3%), aunque el tipo de cambio llegó a estar a 1,04 \$/€. También se produjo una apreciación de la libra esterlina frente al euro que contrasta con la ligera apreciación del euro contra el yen. El

* *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.

tipo efectivo nominal del euro experimenta una ligera depreciación en consecuencia con respecto al cuarto trimestre de 2016 que contribuye a que el tipo de cambio efectivo real también se deprecie y permita una ligera mejora de la competitividad de las exportaciones.

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 los dos primeros meses de 2017 dicho porcentaje subió hasta el 24,3%.

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 perjudicará esta vía de competitividad en la primera mitad de 2017. Mantener en el tiempo el buen dinamismo exportador requerirá también importantes avances en el sistema educativo, la dimensión empresarial y mayor inversión en I+D.

Las ventas interiores, por su parte, siguieron creciendo al mismo ritmo que en trimestres anteriores. Si en el tercer y cuarto trimestres las ventas interiores de las grandes empresas españolas avanzaron un 0,3% intertrimestral, los dos primeros meses de 2017 han servido para mantener intacto ese crecimiento, que se traduce, de mantenerse ese ritmo, en un crecimiento anualizado del 1,8%, ligeramente superior al promedio histórico.

Desde el lado de la oferta, todos los sectores de actividad han mostrado un buen comportamiento. Es destacable el cambio de tendencia de la industria que de caer un 0,2% en el tercer trimestre avanzó un 0,4% en el cuarto trimestre, para acelerarse en enero-febrero de 2017 hasta el 1,7% en comparación con noviembre-diciembre. El sector servicios, por su parte, se desacelera hasta el 0,3% en el bimestre

enero-febrero, tras avanzar un 1% intertrimestral en el cuarto trimestre, el doble de rápido que en el tercer trimestre. La construcción, por su parte, aumentó un 1,6%.

El Índice de Producción Industrial (IPI), con datos corregidos de calendario, creció un 2,4% en tasa anual en febrero, lo que representa una ligera moderación en el ritmo de crecimiento tras crecer al 2,7% en enero, pero en cualquier caso adelantando un resultado trimestral mejor que el del cuarto trimestre de 2016 (1,8%), ello pese a la notable corrección observada en energía.

El índice PMI de manufacturas, pese a la corrección experimentada en febrero y marzo, logra mantener un significativo avance en el conjunto del trimestre (54,8), frente al 54,4 con el que cerró el cuarto trimestre de 2016.

Dentro del sector servicios, destaca sobre manera el turismo, que evoluciona a ritmo de récord cada trimestre, muy favorecido por factores de índole macroeconómica (bajo precio del petróleo) y geopolítica. La llegada de turistas creció hasta el 11,3% promedio interanual en enero y febrero, aumento superior al observado en 2016 (10,3%), según datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR). De acuerdo con la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) el gasto de los turistas que visitaron España en enero y febrero creció un 13,8% y un 16,2%, respectivamente, muy por encima del 9% registrado en el conjunto del año 2016 y también superior al ritmo de avance de las entradas de turistas, lo que ha permitido en el inicio de año que aumente el gasto por turista, tras descender en 2016. Ahora bien, el turismo nacional acumula una tendencia notablemente negativa en el inicio de año, que ya se observó en los datos de diciembre de 2016. Así, las pernoctaciones en hoteles caen en febrero un 2% tras desacelerarse en enero hasta el 3,5% interanual, y ello es debido al mal comportamiento de las pernoctaciones de residentes.

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 enero una fuerte desaceleración, aumentando un 8,3% interanual, frente al promedio del 20,1% de 2016.

Mientras, en el **sector inmobiliario,** se produjo un **cambio de tendencia en la compraventa de viviendas en los dos primeros meses del año.** Según datos del Instituto Nacional de

Estadística, si 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, en enero y febrero el aumento fue del 9,3%, con un dato especialmente malo en febrero, mes en el avance fue de un débil 1,2% interanual.

Por el lado de la demanda, tanto las ventas de bienes y servicios de consumo como, especialmente, las de bienes de equipo y software han vuelto a ser las más dinámicas en los dos primeros meses del año, creciendo un 0,4% y 1,9% respectivamente, desestacionalizadas, corregidas de calendario y deflactadas. Las ventas de bienes y servicios intermedios se incrementan un 0,2%, avance ligeramente inferior al del cuarto trimestre.

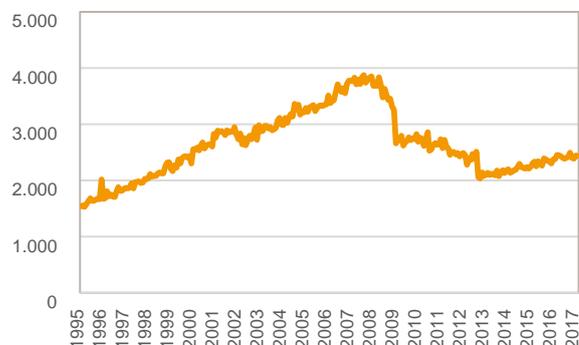
Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en lo que llevamos de año son, por ejemplo, **las matriculaciones de turismos y de vehículos comerciales** que, según ANFAC, se incrementaron en tasa interanual un 12,6% en marzo, si bien en el cómputo global del trimestre se observa desaceleración de tres puntos porcentuales (7,9%) con respecto al promedio de 2016 (10,9%).

El **Índice General del Comercio Minorista (ICM)**, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, **registró**, por su parte, **en febrero un modesto aumento del 0,2%**, tras la caída del 1,3% de enero, que no es suficiente para compensar los malos datos de diciembre y enero. La caída del 0,7% promedio en los dos primeros de 2017 contrasta con la expansión del 3,6% de 2016 y se explica por la caída de las ventas al por menor de productos no alimenticios, dado que las ventas al por menor de productos alimenticios avanzan a mejor ritmo que en 2016.

Por último en relación al consumo, y en clave cualitativa, **el Indicador de Confianza del Consumidor**, elaborado por la Comisión Europea, empeoró 2,2 puntos en febrero, si bien la tendencia es ligeramente de mejora al haber empeorado más en enero.

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 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**. 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 equipo a precios constantes han mostrado una tendencia positiva en el mes de enero, creciendo un 8% interanual, avance que duplica el observado en diciembre y en el promedio de 2016. Es un buen dato que debe confirmarse en meses venideros. Las importaciones de bienes de equipo son las que hacen falta, como hemos señalado, para elevar nuestra capacidad exportadora y hacer nuestra 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 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 nuestra elevada deuda externa a través de la exportación.

Pues bien, en el tercer trimestre, la extraordinaria dinámica de la inversión observada en la primera mitad de 2016 se paró en seco (+0,1% intertrimestral), para recuperarse ligeramente un 0,5% en el cuarto trimestre, cerrando el año con una variación interanual del 3,1%, la mitad que en 2015. **Nuestra previsión para el primer trimestre de 2017 es una importante recuperación intertrimestral de la inversión alrededor del 0,9%, fundamentalmente debido a la recuperación de la inversión en equipo, impulsada en buena parte por la expansión prevista de las exportaciones.** A la espera del dato de la contabilidad nacional, **indicadores adelantados de la inversión en bienes de equipo permiten seguir siendo optimistas sobre su comportamiento.** Por un lado, los datos de ventas de equipo y software de las grandes empresas, vistas anteriormente, muestran claras señales de avance al subir un 1,9% bimestral, con datos de enero y febrero. Por otro, las matriculaciones de vehículos de carga, tras la ralentización experimentada en el cuarto trimestre de 2016, vuelven a crecer con fuerza en el primer trimestre de 2017, concretamente un 20,8%. Además, el Índice de Entrada de Pedidos a la Industria presentó muy buenos datos en febrero y marzo, con aumentos del 5,5% y del 4,1%, que mejoran la tendencia negativa de dos meses anteriores. 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 acumula así cuatro trimestres al alza. 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 presentó capacidad de financiación por quinto año consecutivo, por importe equivalente al 2% del PIB, al igual que en 2015**, debido a la menor necesidad de financiación de las Administraciones Públicas (-4,5% del PIB, frente al -5,1% en 2015) y a la mayor capacidad de las instituciones financieras (1,9% del PIB frente al 1,7% en el año anterior), que más que compensaron la menor capacidad de financiación de los hogares e ISFLSH (1,9% del PIB). Las sociedades financieras, por su parte, mantuvieron la capacidad de financiación en porcentaje del PIB alrededor del 2,8%.

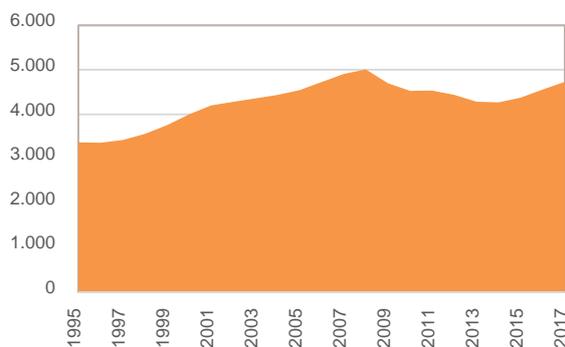
El saldo positivo de la balanza de pagos y la capacidad de financiación de la economía española a lo largo de 2016 (26.700 millones de euros, superior al 2% del PIB) se explica, principalmente, por la reducción del déficit energético, vinculada a la caída del precio del petróleo y, en menor medida, por 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, más difícil para la economía española alcanzar en 2017 niveles de capacidad de financiación similares a los del año pasado, de mantenerse, como esperamos la 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 en los dos primeros meses de 2017, 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 seguirán contribuyendo al avance de las exportaciones a lo largo del primer semestre de 2017.

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 del país, elemento éste clave en un 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 20,5%. 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.

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. Éstas crecieron un 3,5% interanual en el primer trimestre y un 3,6% en marzo y, con series corregidas de estacionalidad, la afiliación aumentó en 73.941 personas en marzo, un 0,4% más, encadenando así más de tres años de tasas intermensuales positivas, concretamente desde diciembre de 2013. Estas cifras muestran 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 3,6% en el mes de febrero, con lo que el aumento en el bimestre, del 3,7%, superó en tres décimas al del trimestre anterior. En cuanto a los salarios, el incremento anual del rendimiento bruto medio bajó un 0,2% en el bimestre, si bien esta cifra aún no es definitiva de lo que sucederá en el conjunto del año, al no estar concluidas las negociaciones salariales que afectan a muchas grandes empresas, debiéndose la caída a la parte de retribuciones extraordinarias, cuya distribución mensual cambia con frecuencia en las empresas.

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, el déficit público del conjunto de las administraciones públicas cerró el año 2016 en el 4,33% del PIB, sin contar con las ayudas a la banca, y en el 4,54% contando esas ayudas financieras, lo que lo situaron algo más de dos décimas por debajo de la meta de consolidación fiscal pactada con Bruselas, en el 4,6%. El gobierno espera cumplir también con el 3,1% de déficit para este año comprometido con la UE y salir del procedimiento de déficit excesivo en 2018, cuando el déficit debería situarse en el 2,2% del PIB. La vulnerabilidad de la economía española viene no solo explicada por el importe total de deuda en relación al PIB, que aumentó un 0,3% en febrero hasta el 99,69% del PIB, según los cálculos del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad basados en la previsión de crecimiento de la economías para 2017 contenida en el proyecto de Presupuestos del Estado, sino también por el elevado volumen 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 financió la deuda (0,61% de la deuda emitida en 2016, para el conjunto de la deuda del 3%, muy por debajo del 4,1% observado en 2011). El Tesoro español ha sabido sacar ventaja de estas adquisiciones del BCE 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, la subida de tipos en Estados Unidos y la imposibilidad de descartar de manera rotunda una victoria de la extrema derecha en la segunda vuelta de elecciones francesas, los tipos de interés a los que se financia el Tesoro español han subido, todo ello en un marco de repunte de las primas de riesgo en Europa, del yen y del precio del oro, siendo la deuda francesa la peor parada. La cuenta atrás para la segunda vuelta de las elecciones en Francia activan una mayor aversión al riesgo, a lo que se añade el rebrote de las tensiones geopolíticas en Turquía, Siria y Corea del Norte, lo que ha favorecido la búsqueda de refugio además de en el oro y en el yen en la deuda más segura de la eurozona, la alemana.

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% en el primer trimestre de 2017. 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.

Los índices PMI de la industria manufacturera y de servicios apuntan a un elevado dinamismo en el primer trimestre. El primero se situó en promedio en el nivel 54,8, cuatro décimas superior al del trimestre anterior. El PMI de actividad en los servicios alcanzó en febrero el nivel 57,7, máximo desde agosto de 2015, para ceder tres décimas en marzo.

Por último, el PMI compuesto de actividad global para España alcanzó en el primer trimestre un promedio de 56,2, frente a 55,6 en la eurozona, superior en 1,2 puntos al del cuarto trimestre de 2016.

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 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 ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE respalda también el crédito,

determinante para mantener ritmo de actividad y crecimiento. **La tasa de morosidad ha retomado la senda bajista en febrero al caer hasta el 9,14% desde el 9,17% de enero. De esta manera, la tasa de morosidad del sector financiero se mantiene en sus niveles mínimos desde 2012. Nuestras previsiones apuntan a que la morosidad bancaria podría bajar del 9% a finales de 2017.** Ello ha sido posible gracias al 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 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.

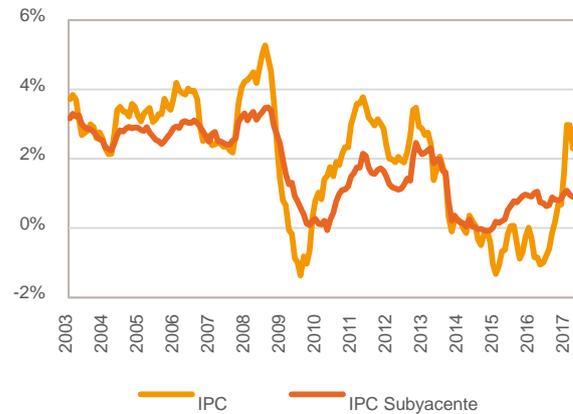
Finalmente, **la subida del precio del crudo y la política del BCE alejan, de momento, los riesgos deflacionistas**. En la medida que en Europa el crecimiento, como esperamos, se siga situando por encima del potencial, lo más probable es que la economía se oriente hacia un repunte progresivo de la inflación 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 superar a la**

inflación subyacente en meses venideros, tal y como viene haciendo desde comienzos de 2017, **pudiendo situarse a finales de año 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 participes 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 2,3% en marzo, superior en 0,7 puntos a la del mes de diciembre, como muestra el gráfico 4, resultando así un diferencial de inflación de 0,6 puntos con el área del euro. 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 cayó una décima en marzo con respecto a febrero), 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. Las recientes previsiones del FMI muestran más optimismo en el escenario de corto plazo, revisando al alza el crecimiento para 2017 por vez primera en seis años (+0,1% hasta el 3,5%), frente al 3,1% registrado de crecimiento de la economía mundial en 2016, gracias al impulso del comercio exterior y la recuperación del sector manufacturero y de la inversión. 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 y el FMI prevé un crecimiento ligeramente superior del 1,7%. **Nuestras proyecciones de crecimiento para la economía española de un aumento del PIB del 2,7% en 2017 la situarían, de nuevo, creciendo un punto más en el año que nuestros socios europeos.**

El riesgo político en el ámbito nacional se encuentra en la cuestión catalana, aún no resuelta, y en un gobierno en minoría que sea capaz de brindar estabilidad 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, aún no está completamente garantizada la aprobación de los presupuestos en el Congreso, pudiendo surgir medidas para lograr pactos que alejen al ejecutivo del cumplimiento de los objetivos fiscales.

La incertidumbre política es creciente también a nivel internacional, tras las polémicas y contradictorias declaraciones del presidente de los Estados Unidos, 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 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 política 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, en el que se vislumbra una Europa a dos velocidades. Por un lado, con Trump en la Casa Blanca, aunque sus relaciones con la Unión Europea se han suavizado. Por otro lado, el escenario europeo, las negociaciones del Brexit, las elecciones francesas, alemanas y ahora también británicas a la vuelta de la esquina y sin olvidar la economía italiana con la necesidad de sanear parte de su sector bancario. Sin embargo, el resultado de las elecciones holandesas alejó el fantasma populista de la quinta economía de la Unión y una mayoría más holgada de Theresa

May en el Parlamento británico tras las elecciones anticipadas podría facilitar una negociación más práctica y un acuerdo más rápido con la Unión Europea.

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 podrían aumentar 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. Las buenas noticias deberían venir, como se observa ya en los datos de exportaciones de las grandes empresas de los dos primeros meses de 2017, por el lado de las exportaciones fuera de la Unión Europea. Así, una demanda interna algo menos fuerte y una demanda externa más vigorosa, especialmente aquella procedente de fuera de la Unión Europea, permitirán que continúe 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 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, 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 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 acumulados a lo largo del último año.**

¿Continuará en 2017 el dinamismo del sector turístico?

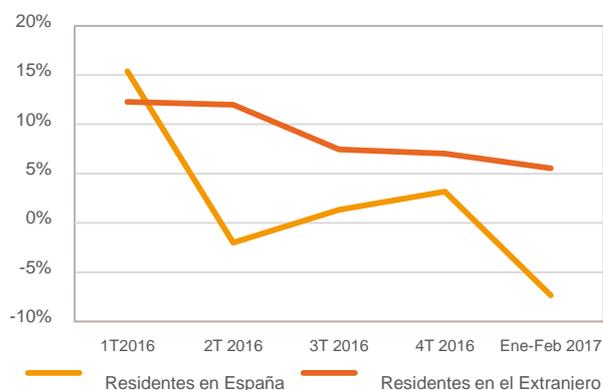
En 2016 el sector turístico español experimentó un notable dinamismo, impulsado fundamentalmente por las llegadas de turistas foráneos, que se elevaron un 10,3% sobre el ya de por sí elevado registro de 2015, hasta alcanzar los 75,6 millones. El turismo residente, por su parte, se estancó (-0,3% interanual) en los 34,5 millones de viajes nacionales anuales, mientras que los viajes de residentes al extranjero crecieron un 7,7%.

Favorecido por factores de índole macroeconómica (bajo precio del petróleo) y geopolítica, la llegada de turistas no residentes creció hasta el 11,3% promedio interanual en enero y febrero, aumento superior al observado en 2016 (10,3%), según datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR). De acuerdo con la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) el gasto de los turistas que visitaron España en enero y febrero creció un 13,8% y un 16,2%, respectivamente, muy por encima del 9% de 2016 y también

superior al ritmo de avance de las entradas de turistas, lo que ha permitido en el inicio de año que aumente el gasto por turista, tras descender en 2016. Ahora bien, el turismo nacional acumula una tendencia negativa en el inicio de año, con los datos de pernoctaciones hoteleras disponibles hasta la fecha, que ya se observó en los datos de diciembre de 2016. Así, las pernoctaciones en hoteles caen en febrero un 2% tras desacelerarse en enero hasta el 3,5% interanual, y ello es debido al mal comportamiento de las pernoctaciones de residentes. La caída interanual del bimestre asciende al 7,3%.

El gráfico 5 recoge el peor comportamiento de las pernoctaciones en hoteles en los dos primeros meses del año, destacando la caída de las pernoctaciones de turistas residentes. No obstante, en ambos casos se ha compensado con una notable mejora de los precios que ha permitido de media al sector mejorar su rentabilidad en los primeros meses del año.

Gráfico 5. Evolución reciente de las pernoctaciones en hoteles de turistas. Variación interanual.



Fuente: INE.

Este mal comportamiento del gasto del turista nacional se suma a otros indicadores que en los primeros meses del año también han mostrado síntomas de debilidad en el consumo, tales como las ventas minoristas y las ventas de automóviles. En el caso del turismo, corregida la serie de efecto calendario, la caída sería dos puntos inferior al considerar que 2016 fue un año bisiesto y febrero contó con un día más. En cualquier caso es también razonable pensar que la fuerte subida de la inflación observada en el los primeros meses del año hasta el 3% también haya podido influir en las decisiones de consumo de los agentes residentes en España. Y no todas las comunidades autónomas experimentaron las

mismas caídas. Mientras que las pernoctaciones de turistas residentes en Baleares, Aragón y Cantabria crecieron por encima del 10% en la primera y ligeramente por encima del 5% en las dos segundas, las pernoctaciones hoteleras del turismo nacional cayeron en el resto de regiones de manera generalizada, destacando por caídas superiores al 10% Canarias, Andalucía y la Comunidad Valenciana.

Dado el fuerte ritmo de creación de empleo mostrado por el crecimiento de las afiliaciones en el primer trimestre del año, el buen comportamiento de la ocupación hotelera en la Semana Santa, con subidas según la patronal hotelera del 10% con respecto al año anterior y con aumento de las pernoctaciones también de turistas residentes y dada la corrección de la subida de los precios observada en marzo, en gran parte debida a la estabilización en el precio del petróleo y de la luz, se puede concluir que el turismo residente seguirá también contribuyendo positivamente al dinamismo del sector turístico en España en 2017. Por último, otros datos que invitan al optimismo y que muestran la mejora en la renta de los españoles es la propia recuperación de los viajes al exterior (+21,7% en enero) así como el fuerte crecimiento de las ventas de las grandes empresas de comercio y hostelería, que según la Agencia Tributaria, crecen un 6,5% interanual en el bimestre enero-febrero, muy por encima del crecimiento de las ventas del resto de sectores.

En línea con el buen comportamiento del sector, el empleo turístico creció por encima de la subida del PIB. Con datos hasta marzo, las ramas turísticas generaron 64.256 nuevos afiliados en marzo, lo que representa un 4,4% más que en el mismo periodo del año anterior, ascenso que se convierte en aún más relevante al tener en cuenta que la Semana Santa tuvo lugar en marzo en 2016. El PIB turístico continúa en 2017 creciendo por encima del PIB nacional y la fortaleza del turismo permitiría seguir explicando en buena medida el probable mejor desempeño económico relativo de las regiones en las que esta actividad tiene un mayor peso, como sucedió en 2016, siendo Baleares, Canarias y Comunidad Valenciana las tres comunidades autónomas que más crecieron.

Si los distintos indicadores invitan a ser moderadamente optimistas sobre la demanda turística nacional, la demanda de turismo procedente del extranjero seguirá teniendo un magnífico comportamiento en los meses venideros. Si bien factores tales como el tipo de cambio efectivo nominal frente a países

desarrollados no euro (que ya no nos es favorable como fue en 2014 y 2015) y la importante subida media que acumulará el precio del petróleo en 2017 con respecto a 2016 tenderían a ralentizar la llegada de turistas no residentes, éstos siguen siendo mejores que en 2014 y no son malos en promedio histórico.

Los datos de comienzos de 2017 no dan muestras de desaceleración en la llegada de turistas y la ralentización en las pernoctaciones se está compensando con notables mejoras en los precios. Y todo ello es también debido a que las perspectivas económicas de los principales países emisores son a día de hoy positivas, pudiéndose añadir que, de momento, el Brexit no ha tenido efectos significativos de carácter negativo en la llegada y el gasto de los turistas británicos.

A todo lo anterior habría que añadir dos factores más que explican el buen comportamiento del sector turístico en los últimos años y sus favorables perspectivas para 2017. En primer lugar, dado el clima de inseguridad en algunas regiones competidoras, **el atractivo turístico de España como destino refugio seguirá siendo importante**. En segundo lugar, y más allá de factores de naturaleza menos estructural, **las mejoras en la competitividad de la economía española acumuladas en los últimos años**, a través de la moderación de los costes laborales y financieros **también favorecen el potencial turístico de nuestro país**. Mejoras que no sólo fueron en costes y precio, sino que en conjunto volvieron a situar al sector turístico español en 2017 en lo más alto del podio internacional de competitividad turística, según el "Índice de Competitividad Turística" elaborado por el Foro Económico Mundial, que sintetiza la evolución de distintas variables explicativas de la capacidad de un país para competir en los mercados turísticos internacionales. Seguridad, infraestructuras, patrimonio cultural y adaptación a los nuevos hábitos de consumo digital son algunos de los principales elementos que hacen tan competitivo al sector turístico español.

FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }

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