

F●**OCUS** brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

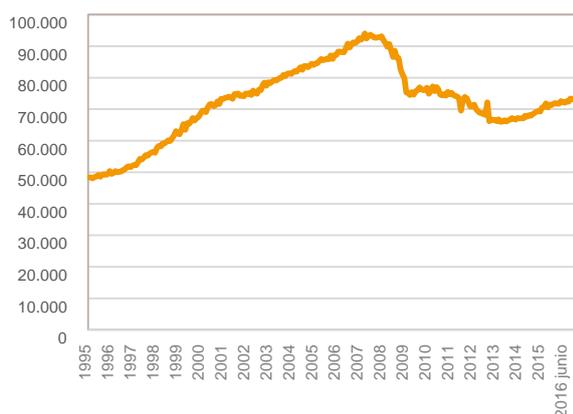
Agosto • 2016

VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores de junio 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 se mantendrá en el segundo trimestre del año en torno al 0,7%.

La tendencia seguida por las ventas de las grandes empresas merece un análisis detenido. **Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, crecen a un ritmo intertrimestral del 1,3% en el segundo trimestre, el más alto desde el primer trimestre de 2015**, cuando registraron un crecimiento del 2,5% y en claro contraste con el estancamiento observado en el primer trimestre (0,3%). Ello situaría el aumento en las ventas de las grandes empresas claramente por encima del crecimiento previsto del PIB del 0,7% para el segundo 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 primer trimestre fue el sector exterior, esta misma rama de actividad es la principal base para explicar el crecimiento intertrimestral del 1,3% del segundo trimestre, creciendo las exportaciones a un ritmo intertrimestral del 1,4% (tras la caída del 0,9% del primer trimestre), frente al aumento del 1,3% de las importaciones. Tras dos meses de caídas intermensuales de las importaciones, estas vuelven a crecer con fuerza en junio, un 1,7% en tasa intermensual.

La ligera apreciación del euro del 2,7% con respecto al dólar en lo que llevamos de 2016 y, especialmente con respecto a monedas de economías emergentes, y la desaceleración del crecimiento en esta parte del mundo, explican gran parte del mal comportamiento de las exportaciones españolas fuera de la zona euro, concretamente hacia destinos fuera de la Unión Europea, que cayeron un 0,1% en la comparativa anual en el primer semestre. Mientras, las ventas que tienen como destino el mercado comunitario, aumentaron un 3,5% en el mismo periodo de tiempo.

El mejor comportamiento de las exportaciones con respecto al primer 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 2015 dicho porcentaje subió hasta el 23,6%.

Por último, **el sostenido ritmo de crecimiento de la demanda interior ha afectado también a la tasa de variación de las importaciones** que, frente a la ligera caída observada en el primer trimestre, sube un 1,3% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre.

* **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.

La relativa mejora de las ventas exteriores de las grandes empresas españolas es meritorio teniendo en cuenta el mal momento que atraviesa el comercio internacional. Según el Central Planning Bureau de los Países Bajos, el comercio internacional ha caído un 0,4% en mayo y sigue contrayéndose en lo que llevamos de 2016, fundamentalmente por el menor ritmo de comercio en Asia.

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. El tipo de cambio real se ha depreciado un 18,5% en los últimos siete años.

Las ventas interiores, por su parte, crecieron un 1,2% intertrimestral en el segundo trimestre, casi el doble que en el primer trimestre.

El mayor impulso, desde el lado de la oferta, proviene del sector servicios, con un crecimiento intertrimestral del 1,3%, que toma el relevo de la industria liderando el crecimiento en el segundo trimestre. La industria, por su parte, avanza un 0,9%. La construcción y promoción cayó un 0,7%, acumulando dos trimestres en negativo, fundamentalmente debido al subsector de obra pública e ingeniería civil.

Indicadores de actividad tales como los índices PMI (Purchasing Managers' Index), tanto del sector manufacturero como del sector servicios, **se consolidaron en zona marcadamente expansiva**. El PMI de la industria manufacturera para España se situó en julio en el valor 51, retrocediendo desde los 52,2 de junio. El PMI de actividad en los servicios, por su parte, pese al claro ritmo de expansión, retrocedió hasta el nivel 54,1.

La utilización de la capacidad productiva en la industria se situó en el tercer trimestre de 2016 (datos recogidos en julio) en el 78,4%, seis décimas superior a la del periodo anterior y 3,2 puntos inferior al registrado en la zona euro.

Dentro del sector servicios, destaca sobremanera 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 en el primer semestre aumentó un 11,7%. A su vez, el gasto por turista aumentó un 8,2% interanual también en el primer semestre, alcanzando los 32.685 millones de euros.

Todo ello deriva en que **las ventas de las grandes empresas de comercio y hostelería, deflactadas y corregidas de efecto calendario y estacionalidad, sean las que más tiran del conjunto de ventas del sector servicios**, al crecer en términos interanuales un 4,2% en el segundo trimestre (frente al 1,9% del primer trimestre) y hacerlo el conjunto de ramas del sector servicios (comercio y hostelería, transporte, comunicaciones, servicios a empresas, otros) un 3,6% en el mismo periodo.

Por el lado de la demanda, el patrón de crecimiento cambia en el segundo trimestre, al ser las ventas de bienes de consumo las que más crecen en términos intertrimestrales (1,6%) frente al mayor crecimiento de las ventas de bienes de equipo en el primer trimestre, que se ha ralentizado en el segundo (1,3%). Los bienes y servicios intermedios también contribuyen en mayor medida a las ventas de las grandes empresas en el segundo trimestre al crecer en tasa intertrimestral un 1,2%, muy superior al rendimiento observado del 0,8% del primer trimestre.

El buen comportamiento de las ventas de bienes de equipo denota que la inversión empresarial continúa viéndose sostenida por las perspectivas favorables de evolución de la demanda final. El crecimiento intertrimestral anualizado del 5,2% se sitúa, aún, ligeramente por encima del crecimiento registrado por las ventas de bienes de equipo en 2015 (5%).

El mayor ímpetu inversor de las empresas en equipamiento y tecnología mostrado en el segundo trimestre es determinante para lograr mejoras de productividad. La evolución histórica de este indicador se recoge en el gráfico 2.

Gráfico 2. Ventas 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 nuestras 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.

Los datos de inversión de la contabilidad nacional mostraron en el primer trimestre que las empresas españolas invierten con fuerza, a diferencia de otras economías occidentales, consecuencia de que perciben una demanda sostenible y de que sacan 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.

Sorprende, en el actual marco político, que las expectativas empresariales vuelvan a mejorar para el tercer trimestre, tal y como recoge el Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA) elaborado por el INE. Según este indicador de confianza, ésta ha subido un 0,5% en el tercer trimestre de 2016, similar al del trimestre previo (0,6%).

Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en lo que llevamos de año son, por ejemplo, **el índice general del comercio minorista**, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, que sube un 1,7% intermensual en junio (siendo negativo en mayo, -0,9%), a lo que se suma el incremento interanual que mantienen las **matriculaciones de automóviles** en el primer semestre de año del 12,2%, superando las 620.000 unidades y siendo el mejor semestre desde 2008, y del 16% en el caso de los vehículos comerciales.

La sólida recuperación del mercado laboral, con un fuerte crecimiento de las afiliaciones a la Seguridad Social en el primer semestre, seguirá actuando como sostén de la demanda interna. El incremento en la afiliación registrado en el mes de junio es el más alto desde 2006, impulsado fundamentalmente por el sector servicios. En términos desestacionalizados, el ritmo de creación de empleo duplica en junio el observado en mayo (0,4% frente a 0,2%). En términos interanuales, el aumento es del 2,9%, tasa casi cuatro décimas superior al mes de mayo (2,6%).

Según la Encuesta de Población Activa (EPA) del segundo trimestre de 2016, publicada por el INE, y con datos corregidos de estacionalidad, la tasa de variación intertrimestral se sitúa en el 0,3%, inferior en cinco décimas a la del primer trimestre. En los últimos doce meses, el empleo aumentó en 434.400 personas, lo que supone una tasa interanual del 2,4%, nueve décimas inferior a la del primer trimestre. Ello supone una ralentización en el ritmo de creación de empleo pues en el segundo trimestre de 2015 el empleo crecía a un ritmo del 3%.

Un aspecto positivo de la EPA del segundo trimestre de 2016 reside en el aumento del empleo a tiempo completo frente al empleo a tiempo parcial, indicativo tanto de que los nuevos contratos traen consigo un número de horas trabajadas considerable (y, en consecuencia, mayores retribuciones), como de que la demanda de empleo muestra mayor fuerza al demandar jornadas completas y no parciales.

El paro registrado, por su parte, disminuyó en junio en 124.349 personas. Esta reducción es la segunda mayor de la serie histórica y el desempleo se sitúa en su cifra más baja desde septiembre de 2009, ascendiendo a 3.767.054 parados.

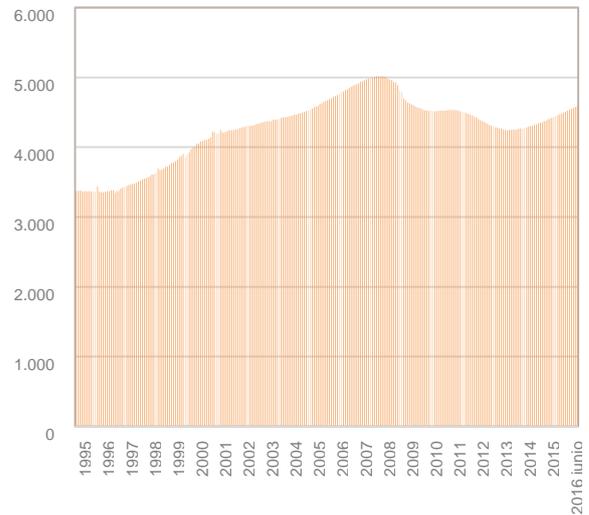
El consumo de los hogares también se beneficia del bajo precio del petróleo, al suponer el componente energético alrededor del 11,5% en la cesta de bienes de consumo de los hogares españoles, motivo por el cual la caída del precio del petróleo tiene un impacto directo sobre su capacidad de compra.

La mejora de los datos de consumo no está relacionada, en general, con mejoras salariales importantes sino con la intensidad en la creación de empleo observada en el primer semestre del año.

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 3,5% en el semestre, superior al de 2015. En julio el crecimiento interanual se ralentizó hasta el 3,2%. El incremento anual del rendimiento bruto medio muestra oscilaciones mensuales, pero el promedio del año muestra un crecimiento del 0,6%.

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.

Gráfico 3. Empleados de las grandes empresas. Miles



Fuente: Agencia Tributaria

Junto a la mejora en las expectativas empresariales, **las favorables condiciones de financiación resultado de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE) contribuyen de manera decisiva a sostener la inversión por parte de las empresas.** La mejora en las condiciones de financiación para pymes se ha traducido en una caída de casi un punto porcentual en un año, desde el 3,54% de junio de 2015 a 2,64% de junio de 2016, tipos de interés que nada tienen que ver con los observados en los años anteriores. El tipo medio ponderado para créditos entre 250.000 y un millón de euros se situó en junio en 1,86%, mientras que los préstamos de más de un millón de euros pagan un tipo del 1,68%. Además, la intervención del Banco Central Europeo también sigue permitiendo al Estado financiarse a tipos de interés muy reducidos. En el mercado secundario de deuda, la menor aversión al riesgo y la ausencia de tensiones han sido la tónica general a lo largo del último mes, reduciéndose las rentabilidades por la mayor demanda de renta fija. En España, la decisión de la Comisión Europea de cancelar la multa por ausencia de acción efectiva para corregir el déficit excesivo, junto a los positivos datos de la EPA han contribuido a que la rentabilidad del bono a diez años se situara a mediados de agosto en el 0,91%, 17 puntos básicos por debajo de la observada a finales de julio.

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

Según los datos publicados por el Banco de España, las nuevas operaciones de préstamo y crédito a hogares, a vivienda y el destinado a consumo crecen por encima del 20% y el importe de las nuevas operaciones de préstamos y créditos a pymes (usando como proxy de estos créditos los inferiores a un millón de euros) aumentó, en el acumulado de los doce últimos meses hasta junio, un 8,9% interanual, frente al 10% del mes anterior. Son los créditos superiores a un millón de euros los que cayeron un 11,8% interanual, hecho que también muestra el creciente recurso al mercado de las grandes empresas como alternativa a la tradicional financiación bancaria.

Relacionado con lo anterior y determinante para mantener ritmo de actividad y crecimiento, **la tasa de morosidad ha registrado una reducción durante el último año de 1,98 puntos porcentuales, hasta situarse en el 9,44%**, derivado, sobre todo, del notable retroceso de la morosidad del crédito promotor y a la construcción, y gracias 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.

Los datos macroeconómicos siguen siendo favorables, con sólo una muy suave tendencia a la desaceleración en el segundo trimestre. Según la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral, el PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el segundo trimestre de 2016 un crecimiento intertrimestral del 0,7%, una décima inferior al del primero. En términos interanuales el aumento del PIB sería de un 3,2% dos décimas menos que el trimestre anterior.

La actividad económica del país sigue beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del bajo precio del petróleo, de la relativa debilidad del euro y de los tipos de interés extraordinariamente bajos.

El escenario global para 2016 seguirá marcado por el proceso de asimilación de los mercados del Brexit, siempre más fácil si la negociación entre el Reino Unido y la Unión Europea fluye con normalidad. El BCE concluía recientemente que el impacto del Brexit ha sido menor de lo que anticipaba el mercado, sin movimientos de precios desordenados en el mercado de divisas, más allá de la esperada depreciación de la libra esterlina. La economía británica se contraerá probablemente en el tercer trimestre, algo que no sucedía desde 2009.

También en clave europea, los problemas de la banca italiana y la solución de financiación que se establezca podrían generar tensión en la zona euro. La economía china, por su parte, continúa con su proceso de desaceleración y reorientación del modelo productivo a uno menos basado en la inversión y en la industria y más volcado en el consumo y en los servicios. Por último, el precio del petróleo parece que tocó fondo en el primer trimestre de 2016 y todo parece indicar que sólo queda esperar subidas a medio plazo. En los primeros quince días de agosto la subida ha sido del 14,3%, si bien se mantiene en niveles bajos en comparación con 2015 y, especialmente, en relación a lo observado en 2014.

En cualquier caso, y más allá de los efectos del Brexit, que genera riesgos a la baja en el crecimiento para los próximos meses en Europa, **es posible que alguno de los vientos de cola que nos han favorecido se vuelva algo menos intenso en la segunda parte del año.**

En particular, el cumplimiento de las reglas fiscales comunitarias obligará probablemente a aprobar ajustes presupuestarios antes de fin de año. Es probable también que estos ajustes se vuelvan aún más intensos el próximo año. Además, la situación política (tanto en lo concerniente al gobierno central como en lo relativo a la cuestión catalana) puede continuar siendo una fuente de incertidumbre.

En efecto, el ajuste del déficit público sigue pendiente. Tras cerrar 2015 con un déficit público del 5% del PIB y con la deuda pública rozando el 100% del PIB, con gobierno en funciones en el primer semestre del año no se ha logrado poner bajo control el déficit público. Con datos consolidados y en términos de contabilidad nacional, la Administración Central, la Administración Regional y los Fondos de la Seguridad Social registraron hasta mayo de 2016 un déficit del 2,32% del PIB, frente al 2,13% de 2015.

España no ha sido multada, finalmente, por el incumplimiento del déficit público de manera continua en los últimos años, si bien Bruselas exigirá un ajuste y dejará la política económica bajo la tutela de la Unión Europea, sometida a un duro examen trimestral. El déficit público debería situarse en el 4,6% del PIB este año para cumplir con el programa pactado con Bruselas, afectando el grueso del ajuste en 2017 y 2018, hasta lograr el objetivo de déficit público del 2,2% del PIB.

Otro factor que podría generar riesgos a la baja en el desempeño de la economía española es **el menor crecimiento de nuestro principal socio comercial, la Unión Europea**. Pese a la sorpresa positiva del crecimiento de la economía alemana en el segundo trimestre, la ausencia de avances del PIB de Francia e Italia fue decepcionante.

Por último, **el bajo coste del petróleo de la primera mitad del año es muy improbable que se mantenga en trimestres venideros**, por lo que la factura energética debería tender a empeorar y, con ella, el déficit comercial (en un entorno difícil para crecer en exportaciones), haciendo más difícil mantener la capacidad de financiación de la economía lograda en los últimos años.

Todo lo anterior podría situar el crecimiento en el conjunto del año ligeramente por debajo al observado en 2015, aunque se situará muy próximo al 3%, en cualquier caso.

Todo este escenario es compatible con una **inflación subyacente suavemente al alza**, y con una inflación general que también debería tender a repuntar en la medida en que se confirme la reciente estabilización de los precios del crudo.

Tampoco debemos olvidar que las políticas fiscales se están volviendo más laxas, tanto en Estados Unidos como en la zona euro o en Asia (Japón o China), y ello debería ser un factor de impulso de actividad en 2016 en comparación con lo que ha sido en 2015, viniendo a complementar la actuación de unas políticas monetarias que seguirán siendo muy expansivas.

La reciente depreciación del dólar ha favorecido al sector manufacturero de Estados Unidos, logrando la primera economía del mundo crecer a una tasa intertrimestral del 1,2%, cuatro puntos porcentuales por encima del primer trimestre. Mientras, en la zona euro, cuyo crecimiento se ha visto fuertemente impulsado por unos vientos de cola muy favorables en forma de crudo barato, euro débil, bajísimos tipos de interés y mayor fluidez de crédito, **los riesgos son a la baja para el segundo semestre, tras el mal dato de crecimiento del segundo trimestre (0,3%, la mitad que el primer trimestre), debido, entre otros factores, a los problemas no resueltos de la banca italiana y a la incertidumbre abierta por el Brexit**.

Europa necesita avanzar en la unión fiscal para hacer de la política fiscal el segundo instrumento de política económica que complementa la política monetaria única en su lucha contra la deflación y el desempleo. Del mismo modo, la Unión Europea reforzará probablemente su compromiso con la unión bancaria en aras a una mayor integración tras el Brexit.

La economía española seguirá beneficiándose por tanto, de unos tipos de interés muy bajos y de crédito abundante. También de un precio del petróleo relativamente bajo que favorecerá mantener capacidad de financiación a la economía española y poder reducir parte de la aún elevada deuda externa. Continuará a buen ritmo la creación de empleo, habiéndose logrado recuperar ya uno de cada tres empleos perdidos durante la crisis. La creación de nuevos puestos de trabajo será prioritaria y determinará la mayor o menor facilidad para consolidar las cuentas públicas.

La principal amenaza para el segundo semestre de 2016 reside en la incertidumbre política por la falta de gobierno, en un entorno internacional que se presenta altamente inestable, con dudas y ralentización en el mundo emergente. Si bien la economía mundial podría atravesar una desaceleración más aguda de lo previsto, los fundamentos económicos y financieros de familias, empresas e incluso entidades financieras españolas son más sólidos que al inicio de la crisis.

El próximo gobierno, sea cual sea, deberá afrontar cruciales reformas estructurales para el futuro del país. Si bien la situación a corto plazo es favorable con una economía creciendo en tasa anualizada por encima del 3% y el doble 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, reducir la elevadísima tasa de paro, reducir la creciente desigualdad y consolidar las cuentas públicas.

FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }
conocer para decidir

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