

F●**CUS** brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

Agosto • 2017

VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores correspondientes al mes 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 fuerte en el segundo trimestre de 2017.

Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, crecieron a un ritmo promedio del 0,9% en el segundo trimestre en relación al primer trimestre, y que en tasa anualizada alcanza el 3,4%, sustancialmente menor al 4,5% anualizado del primer trimestre, si bien manteniéndose las ventas en ritmos de crecimiento muy holgados. El dato de crecimiento intermensual fue del 0,7% en junio, el segundo mayor de los últimos doce meses y que compensa el débil crecimiento conjunto de abril y mayo.

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 más rápido que las segundas, justo al contrario que en el primer trimestre. Mientras que las ventas interiores crecen a un

ritmo anualizado del 1,1%, las exportaciones avanzan un 0,7%. Las ventas en el exterior, se abren paso con dificultad en un contexto de ralentización del comercio internacional, siendo muy positivo su avance, si bien este avance es tres y cinco veces inferior al observado en los dos trimestres anteriores. Ello **refleja, en parte, el parón del comercio mundial que no creció nada en el conjunto de los meses de abril y mayo de 2017, si bien el mes de mayo ha evolucionado favorablemente frente a lo ocurrido en abril.** Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el comercio internacional, tras crecer en noviembre, diciembre y enero, cayó un 0,7% en febrero, para subir en marzo hasta reflejar en abril la mayor caída de los últimos siete años (-2,1%), retroceso que no se observaba en el comercio mundial desde octubre de 2016. Afortunadamente, el mes de mayo ha registrado un avance del 2% sobre abril, cambiando de momento la tendencia al alza. El crecimiento es generalizado en las economías avanzadas, destacando el comercio en la eurozona. Las economías emergentes, sin embargo, sufrieron un estancamiento de sus exportaciones en mayo, si bien sus importaciones crecen a un ritmo del 3,1%.

Las importaciones, por su parte, avanzan un 0,7% intertrimestral, creciendo más que las exportaciones, algo que no sucedía desde hace más de un año, concretamente desde el primer trimestre de 2016.

Un cambio importante con respecto al primer trimestre es la **fuerte desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios hacia el mercado no europeo.** Con crecimientos de doble dígito durante el primer trimestre de 2017, en el segundo trimestre las exportaciones fuera de la Unión Europea avanzaron tan sólo un 7% en términos interanuales, la mitad que en el primer trimestre. Las exportaciones hacia el mercado europeo se desaceleraron también, pero de forma mucho menos acuciadas, pasando de crecer un 7,5% interanual en el primer trimestre a hacerlo a un ritmo del 5,5% en el segundo trimestre de 2017.

Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, compensando así, en parte la apreciación desde principios del año del euro del 13,5% con respecto al dólar y del 7,3% con respecto a la

* *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.

libra esterlina. La apreciación frente al dólar fue del 7,1% en el segundo trimestre y del 2,9% en julio y las tres primeras semanas de agosto. También se produjo una ligera apreciación del euro con respecto a la libra esterlina del 3,4% desde inicio de año, y con respecto al yen del 4,7% desde inicios de 2017. La competitividad precio de la economía española empeora con respecto al conjunto de la UE, debido principalmente a la depreciación de la libra esterlina y, de forma más moderada, también frente a la zona euro. Sin embargo, la competitividad-precio frente a la OCDE y los BRICS (Brasil, Rusia, China e India) mejoró en el primer semestre del año, según el Índice de Tendencia de la Competitividad calculado con el Índice de Precios de Consumo (IPC) del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

El buen comportamiento de las exportaciones en el primer semestre del año adquiere gran relevancia, por un lado, por la merma de competitividad recientemente observada y, por otro, 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 segundo trimestre de 2017 dicho porcentaje subió hasta el 24,7%.

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 ha perjudicado 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.

En este sentido, el tamaño influye en la internacionalización, en la financiación y en la capacidad para formar y atraer talento. El mayor tamaño de las empresas españolas mejoraría la productividad y el crecimiento potencial de la economía. Por ello será de crucial importancia en

el futuro trabajar sobre los factores que condicionan el crecimiento empresarial tales como la falta de financiación, la excesiva regulación, la fragmentación del mercado y los umbrales laborales y fiscales, respondiendo estos últimos a normas que se activan cuando la empresa supera un determinado tamaño, pudiendo frenar su expansión. Por último, la calidad de la formación del capital humano parece ser uno de los principales problemas identificados por las empresas para ganar dimensión. El desarrollo en España de la Formación Profesional Dual y la adaptación entre oferta y demanda para que las empresas puedan cubrir los perfiles que actualmente necesitan son clave para contribuir a la mejora futura de la competitividad y la productividad de la economía española.

Las ventas interiores, por su parte, registraron un fuerte crecimiento anualizado del 4,4% en el segundo trimestre, el más alto observado desde hace casi dos años, concretamente desde el tercer trimestre de 2015, que pone de manifiesta el vigor de la demanda interna y que explica también, en parte, el impulso observado de las importaciones.

Desde el lado de la oferta, mientras que construcción y servicios aumentan a ritmos anualizados del 5% y del 4,3% respectivamente, las ventas de la industria avanzan un 3,7%.

El Índice de Producción Industrial (IPI), con datos corregidos de calendario, creció en junio el 2,7% interanual, tasa inferior en cuatro décimas a la del mes precedente (3,1%).

El índice PMI de manufacturas también se desacelera en los dos últimos meses con respecto a la cifra observada en junio, pasando del 55,4 del mes de junio al nivel 54 de julio.

Por último, las ventas industriales en junio crecieron con fuerza hasta un 5,8% y anticipan un fuerte crecimiento de este sector en el PIB del segundo trimestre de 2017. El mayor crecimiento fue en bienes de equipo, lo cual anticipa que el ciclo de inversión en España, y sobre todo en Europa, donde se acumula la mayor parte de nuestras ventas por exportación, se está acelerando. Y al ciclo de inversión le sigue un ciclo de empleo y consumo privado.

El PMI de actividad en los servicios alcanzó en julio el nivel 57,6, inferior en siete décimas al de junio. **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 11,6% en junio, igual tasa de variación que se observó en el primer semestre de 2017, según datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR). El gasto acumulado de los turistas internacionales que mide la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), creció un 14,8% en el primer semestre de 2017 hasta los 37.217 millones de euros, siendo en junio el avance del 14,8%, lo que ha permitido que el gasto medio por turista se sitúe en junio en 1.065 euros, un 2,9% más que en junio de 2016. Ahora bien, el turismo nacional, que acumulaba una tendencia menos dinámica al crecer las pernoctaciones en los cinco primeros meses del año por debajo del 1% (0,8%). En contraste, se encuentra el fuerte avance de las pernoctaciones de no residentes del 5,7% interanual acumulado entre enero y mayo, ha visto en junio una recuperación importante del 4,5% anual (6,2% en junio). La nueva bajada de precios de la gasolina facilita el consumo y el turismo. Las pernoctaciones de no residentes crecen al 7% interanual en el mes de junio.

No es probable que los recientes ataques terroristas en Cataluña reduzcan sustancialmente el número de visitantes, si bien la amenaza terrorista se cierne con más intensidad hoy sobre la economía española, siendo el sector turístico el sector que puede verse más seriamente afectado. Por otro lado, este sector también tiene otros retos a los que hacer frente como son los movimientos anti-turismo.

Respecto a los indicadores de actividad en la construcción, el Índice de Producción de la Industria de la Construcción, con series corregidas de calendario y deflactadas, publicado por Eurostat, aumentó en el segundo trimestre un 0,6% gracias al buen comportamiento del mes de junio que avanzó un 2,2% sobre mayo. En la comparativa interanual el segundo trimestre cerró con una producción un 0,2% inferior a la observada en el mismo periodo de 2016.

Mientras, en el **sector inmobiliario**, la compra-venta de viviendas sigue su proceso de recuperación ascendiendo en junio a 44.135 operaciones, lo que representa un avance interanual del 19,3%, si bien también representa una ligera caída del 1,4% con respecto al mes anterior, según el Instituto Nacional de Estadística.

No obstante, el fuerte crecimiento del empleo en la construcción en los últimos meses unido al cambio significativo en la composición de la venta de viviendas, creciendo la venta de viviendas nuevas en mayo y junio frente a las caídas de meses anteriores, podrían ser indicativos de nuevas construcciones en ciudades con presión fuerte de demanda y donde el stock de viviendas disponible para la venta comienza a agotarse.

Por el lado de la demanda, tanto las ventas de bienes y servicios de las grandes empresas de consumo como las de bienes de equipo y las de bienes y servicios intermedios aceleran su crecimiento, avanzando las dos primeras a un ritmo anualizado en el segundo trimestre del 4,7% y las terceras un 4,5%, desestacionalizadas, corregidas de calendario y deflactadas.

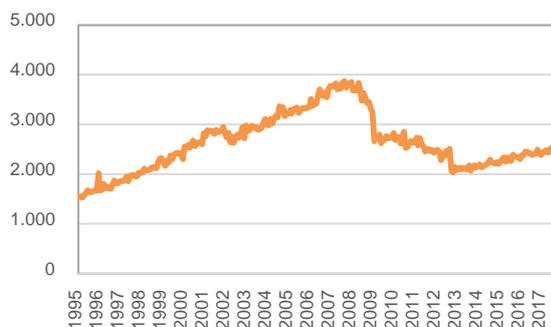
Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en lo que llevamos de año son, por ejemplo, **las matriculaciones de turismos y de vehículos comerciales** que, según ANFAC, se incrementaron en tasa interanual un 6,4% en el acumulado hasta julio, mejorando el avance observado en el primer semestre del año.

El **Índice General del Comercio Minorista (ICM)**, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, **registró, en junio, un aumento anual del 2,5%, con un avance mensual del 0,6%.**

Por último en relación al consumo, y en clave cualitativa, **el Indicador de Confianza del Consumidor**, elaborado por el CIS, aumentó en dos puntos y medio el dato del mes anterior situándose en los 108,3 puntos. Ello se explica tanto por una mejor valoración de la situación actual como por la evolución del índice de expectativas, que también mejora.

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.

Los datos de inversión de la contabilidad nacional mostraron en el primer 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 segundo trimestre, se mantiene el buen tono de la inversión en bienes de equipo observado en el primer trimestre, avanzando así las ventas de bienes de equipo a un ritmo anualizado del 4,8%. Por otro lado, las matriculaciones de vehículos de carga pasan de crecer un 20,8% en el primer trimestre a un crecimiento muy moderado del 1,9% en el acumulado hasta julio. Por último, las expectativas empresariales vuelven a mejorar en el segundo trimestre de 2017, tal y como recoge el **Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA)** elaborado por el INE. Éste sube un 2% en el tercer trimestre en comparación con el segundo trimestre, que también se elevó un 1,8%, y acumula así seis trimestres al alza. Para el tercer trimestre de 2017, por componentes el balance de expectativas se situó en 7,7 puntos, inferior en 1,6 puntos al del trimestre anterior, y el de situación actual alcanzó un saldo de 7,5 puntos, casi 10 puntos superior al del segundo trimestre, pero ligeramente inferior a las expectativas manifestadas previamente para ese trimestre, que se situaron en 9,3 puntos. Todos los sectores de actividad analizados presentaron un aumento de la confianza respecto al trimestre precedente. El mayor incremento se registró en el transporte y hostelería (4,6%), seguido de la construcción (2,6%) y el comercio (2,1%). Por su parte, en los otros servicios la confianza avanzó un 1,5% y en la industria un 1,2%.

De acuerdo con los datos del Banco de España de avance de la balanza de pagos de mayo, el saldo de las cuentas corriente y de capital, que determinan la capacidad o necesidad de financiación de la economía, **se situó en 2.700 millones de euros, frente a una capacidad de financiación de 2.300 en mayo de 2016.** Dicha mejora proviene sobre todo del mayor superávit en la cuenta corriente que se elevó a 2.600 millones, registro superior al del mismo mes de 2016 (2.200 millones de euros). Por componentes, los bienes y servicios alcanzaron un superávit de 3.700 millones en mayo de 2017, frente a 4.000 millones de un año antes, debido a un aumento de los pagos superior al de los ingresos (14,9% y 12,1% en términos interanuales, respectivamente). Dentro del conjunto de bienes y servicios, el saldo del turismo y viajes experimentó un superávit de 3.900 millones, mayor que el del año anterior

(3.600). El saldo de las rentas primaria y secundaria fue de -1.200 millones en mayo, disminuyendo respecto a los -1.900 millones del mismo mes del año anterior. Finalmente, la cuenta de capital mostró un saldo positivo de 100 millones de euros. En el acumulado de doce meses, la economía española registró en mayo una capacidad de financiación de 21.900 millones, inferior a los 23.300 millones acumulados en el conjunto de 2016, lo que permite al país mantener una capacidad de financiación alrededor del 2% del PIB, según los datos del Banco de España.

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, si bien con tendencia a la desaceleración. En efecto, tras el intenso impulso de los cinco primeros meses del año, el ritmo de creación de empleo pierde algo de intensidad por segundo mes consecutivo. El aumento del empleo en julio ligeramente superior a las 56.000 afiliaciones ha sido el más moderado de un mes de julio desde 2013 y, en términos desestacionalizados la creación de empleo es la más baja de los dos últimos años. No obstante, la cifra de afiliados sigue aumentando a muy buen ritmo y se sitúa en niveles máximos desde el cierre de 2008, alcanzando los 18,5 millones, después de más de tres años y medio de tasas intermensuales positivas.

Si bien en el conjunto del segundo trimestre de 2017, la tasa de variación anual de las afiliaciones a la Seguridad Social fue del 3,8%, cuatro décimas superior a la del primer trimestre, en julio se frena levemente hasta el 3,6%, lo que supone 644.337 afiliados más en los últimos 12

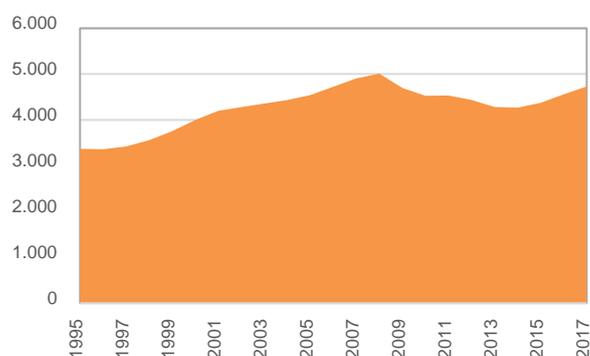
meses).

Cabe también destacar que mientras que el Régimen General continúa registrando elevados ritmos de crecimiento (4,2%) interanual, no sucede lo mismo con el Régimen de Autónomos, que muestra una mayor debilidad, si bien continúa avanzando en julio (0,8%). Por sectores, destaca la pérdida de impulso en agricultura y hostelería (pese a una intensa creación anual del 6,1% y concentrando el 12,3% del aumento de la afiliación en el último año) y la aceleración de la creación de empleo en el sector de la construcción (8,8%).

El paro registrado se redujo en los últimos doce meses en 347.137 personas, hasta los 3,3 millones. La caída del paro se ralentiza también hasta el 9,4%. Desde máximos, el paro se ha reducido en 1,7 millones de personas.

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

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 3,9% en el segundo trimestre, cifra una décima superior al ya elevado ritmo de crecimiento de 2016. En cuanto a los salarios, el incremento anual del rendimiento bruto medio fue del 0,2% en junio, el mismo débil crecimiento que se

observa como promedio en el primer semestre del año.

Esta recuperación intensiva en empleo es necesaria para reducir el elevado nivel de paro, si bien también implica que el crecimiento se está apoyando sobre actividades de escaso valor añadido y escasa productividad, dado que el empleo crece al mismo ritmo que el PIB.

En relación a las cuentas públicas, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) considera que la reducción del déficit público hasta el -3,7% del PIB en los primeros cinco meses del año confirma la factibilidad del cumplimiento del objetivo anual del -3,1% del PIB. Ahora bien, el ajuste del déficit público se debe exclusivamente a la tendencia decreciente de los empleos no financieros, que disminuyen siete décimas en los primeros cinco meses. La previsión es que los empleos continúen con la consolidación aunque es previsible cierta ralentización como consecuencia de la aprobación de los Presupuestos de las distintas Administraciones. Es, por tanto, la evolución de los recursos lo que dificulta el ajuste del déficit, al perder una décima en porcentaje del PIB en los primeros cinco meses. A pesar del fuerte crecimiento de la economía española, se prevé que a final de año los ingresos mantengan el mismo peso en el PIB que en 2016.

Por otro lado, según el Banco de España la Deuda de las Administraciones Públicas atendiendo a la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) alcanzó en junio la cifra de 1.138.899 millones de euros, un 2,9% superior a la del mismo periodo del pasado año, y un 1,2% superior a la registrada en el mes de mayo. Situada ya en un 100,03% del PIB, se aleja de momento del objetivo de final de año situado en el 98,8% del PIB.

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 (Banco Central Europeo)**, siguen contribuyendo a mejorar el acceso y el coste de financiación para las pymes al tiempo que también permiten al Estado financiarse a tipos de interés muy reducidos, resultando todo ello en claros incentivos para **la inversión por parte de las empresas.**

La progresiva caída de la morosidad contribuye a que los balances bancarios estén cada vez más

saneados, un factor necesario para que aumente la oferta de crédito.

El problema, sin embargo, aparece en forma de falta de demanda de crédito, tal y como han recogido en sus últimos informes tanto la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España como la Encuesta de Acceso a Financiación de las Empresas del BCE. **Dicha caída en la demanda de crédito, que podría explicar la moderación en el crecimiento interanual del crédito en la segunda mitad de 2016**, vendría explicada en el caso del crédito empresarial, 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 en la recesión y, 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. Por tanto, con mayores recursos propios evita la necesidad de demandar crédito. No obstante, **la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios realizada por el Banco de España en junio muestra que durante el segundo trimestre de 2017 los criterios de aprobación de préstamos en España se mantuvieron estables en todos los segmentos**, mientras que en la UEM (Unión Económica y Monetaria) se relajaron ligeramente tanto en los préstamos a empresas como en los de los hogares para adquisición de vivienda, **mientras que la demanda de crédito procedente de los hogares habría crecido en ambas áreas y en los dos segmentos.**

Finalmente, **la estabilización del precio del crudo alrededor de los 50\$ y la política del BCE alejan, de momento, los riesgos deflacionistas.** La apreciación del euro abarata el coste de la energía para los consumidores españoles y europeos. En la medida que, en Europa el crecimiento, como esperamos, se siga situando por encima del potencial, lo más probable es que la economía se oriente hacia un repunte lento pero progresivo de la inflación subyacente en los próximos meses.

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**

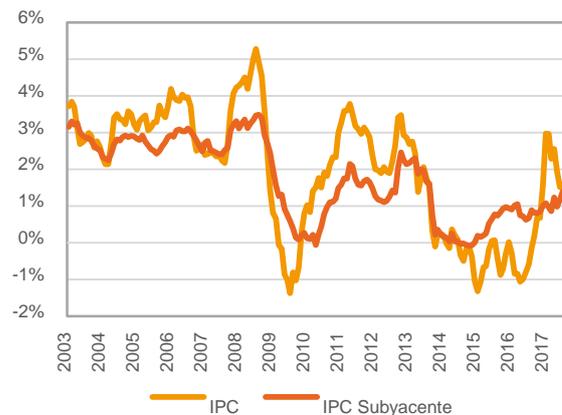
progresivos y lentos, en los salarios deberían contribuir a un mejor reparto de la riqueza generada, haciendo participes también a los trabajadores de la etapa de crecimiento actual. Las empresas, una vez decidan el reparto óptimo de beneficios y las necesidades de inversión para reforzar su tecnología, equipamiento y capital humano, deberían disponer de fondos también para recompensar el esfuerzo que están haciendo los trabajadores a lo largo de la crisis.

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

Las subidas salariales también permitirían compensar, en parte, la subida registrada en la tasa interanual del IPC armonizado español hasta el 1,5% en julio, como muestra el gráfico 4. Los mayores precios, de materializarse en subidas salariales, facilitarían, además, el proceso de desapalancamiento de la economía española. Sin embargo, los salarios están estancados o creciendo muy poco de modo que la mayoría de empresas no pueden subir sus precios (la inflación subyacente aumentó una décima en julio hasta el 1,4%). Ello implica que todo el repunte del precio del petróleo supone renta que se irá fuera del país y tendrá un impacto negativo sobre consumo e inversión. Por ello, no es probable observar efectos de segunda ronda en precios que eleven de manera rápida la inflación subyacente y que resten aún más

competitividad a la economía española. Y, pese a lo transitoria que la subida de precios tiene visos de ser, pone de manifiesto la necesidad de que la economía española se mueva hacia un modelo productivo cada vez menos centrado en competir en costes y más orientado hacia el valor añadido, para lo que se hace imprescindible una mayor inversión en investigación y desarrollo, tanto desde el ámbito público como desde el privado.

Gráfico 4. Tasa de inflación e inflación subyacente en España



Fuente: INE.

En definitiva, en el cómputo global los datos macroeconómicos siguen siendo favorables para la economía española, y esperamos que el PIB crezca un 0,9% en el segundo trimestre de 2017. La actividad económica del país sigue beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del precio relativamente bajo del petróleo y de los tipos de interés extraordinariamente bajos. A lo largo del segundo trimestre de 2017 la economía española recuperó su tamaño previo a la crisis. Ahora bien, un ritmo ligeramente inferior en la creación de empleo y una menor intensidad inversora y exportadora tras los excelentes registros de la primera mitad de año se podrían traducir en un crecimiento levemente inferior del PIB en la segunda mitad del año.

El año 2017 aparecía como un año especialmente incierto en la política, si bien cada vez algo menos incierto en la Unión Europea, tras los alentadores resultados electorales en Holanda y Francia. No obstante la falta de claridad y sintonía en la administración de Estados Unidos junto con las difíciles negociaciones del Brexit aún pueden desestabilizar una economía mundial que, atendiendo a los datos más recientes de

producción y comercio, ha cogido algo más de impulso. Las recientes previsiones del FMI muestran más optimismo en el escenario a 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 segundo trimestre de 2017, creciendo al 0,6% intertrimestral y un 2,2% interanual. Las recientes previsiones de primavera de la Comisión Europea señalan un crecimiento del 1,7% para 2017 (el FMI prevé un crecimiento ligeramente superior del 1,9%) y del 1,8% para 2018. **Nuestras proyecciones de crecimiento para la economía española de un aumento del PIB del 3,1% en 2017 la situarán, de nuevo, creciendo un punto más en el año que nuestros socios europeos.**

La tensión política y las incertidumbres asociadas a la administración estadounidense así como las expectativas sobre la negociación del Brexit también se han reflejado en el mercado de divisas, donde el dólar ha perdido lo ganado tras las últimas elecciones. La moneda europea se ha apreciado un 13,5% frente al dólar desde principios de año. De continuar esta tendencia, la apreciación encarecería las exportaciones y frenaría la recuperación de la economía española. La libra esterlina, por su parte, cerrará agosto seguramente en su nivel más bajo desde octubre de 2009.

El reto de levantar los estímulos monetarios y poner fin a la histórica avalancha de liquidez proporcionada por los bancos centrales en los últimos años es enorme y de su correcta implementación dependerá el devenir económico y financiero mundial en los próximos años. En un contexto en el que se ha quedado solo el Banco Central de Japón que aún continuará su expansión cuantitativa, el Banco Central Europeo cambió ligeramente el mensaje en el foro de Sintra del pasado mes de junio adelantando un giro en la dirección futura, si bien no especificó cuándo. En cualquier caso, los tipos a corto plazo europeos, especialmente los bonos a dos años, han comenzado a subir anticipando subidas de tipos y se ha cerrado el diferencial con EEUU. Y ello explica, en parte, la apreciación del euro. Hasta diciembre de 2017 el BCE comprará 60.000 millones de bonos cada mes y durante 2018 seguirá comprando bonos, aunque todavía no sabe la cuantía ni el ritmo de reducción del volumen de compra. Los tipos de interés seguirán en niveles muy bajos por un

largo periodo de tiempo, pero las ventajas de empezar muy gradualmente a retirar estímulos parecen superar a los costes. Sólo así el BCE y el resto de bancos centrales podrían afrontar con garantías y con el necesario margen de maniobra la estabilización de la economía mundial ante la llegada de una próxima crisis financiera.

La reciente reunión del G20 en Alemania mostró, pese al cuidado por no hacerlo, el aislamiento de Estados Unidos en temas medioambientales y comerciales. La falta de acuerdo y de sintonía en el ámbito comercial podría afectar muy negativamente al comercio mundial, si el resto de países no buscan reforzar y facilitar sus intercambios comerciales. Una tarea que no es fácil, y que requiere de esfuerzo y de buena voluntad. Se siguen viviendo momentos de tensión e incertidumbre en las relaciones comerciales entre Estados Unidos y China.

Con unas proyecciones de déficit público del 4% por parte de la oficina de presupuesto del Congreso de los Estados Unidos para la próxima década, el aumento de deuda pública sería importante y Estados Unidos cerró 2016 con una deuda pública de alrededor del 105% del PIB. 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, de apreciarse la moneda norteamericana como sería probable.

La Unión Europea, por su parte, se enfrenta a un entorno político complicado, con Trump en la Casa Blanca y pendiente de las negociaciones del Brexit. El relanzamiento del eje franco-alemán en la búsqueda de una mayor integración en la Unión Europea podría mejorar notablemente la confianza y las expectativas hacia la economía de la zona euro. Atención significativa merece lo que acontece en Italia, pendiente de nuevas elecciones y donde se observa un cada vez mayor rechazo a Europa y al euro.

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. 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.

Ahora, todas las esperanzas están puestas en el presidente de Francia, Emmanuel Macron, quien ha reconocido en público que la integración monetaria europea es incompleta y no durará sin profundas reformas en su diseño.

De momento, poco se puede esperar de la demanda interna de la zona euro, si bien la economía de la zona euro muestra cierta fortaleza al volver a crecer alrededor del 2,2% en 2017. No obstante, la economía española seguirá beneficiándose de unos tipos de interés muy bajos, de crédito abundante, de un tipo de cambio infravalorado y, probablemente, de cierta mejora en el comercio mundial. Así, una demanda interna algo menos fuerte y una demanda externa más vigorosa, especialmente aquella procedente de fuera de la Unión Europea, debería permitir a la economía crecer a un ritmo próximo al 3%, con capacidad de financiar al resto del mundo así como permitir 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 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.

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 cercana al 3% y más de 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.**

El avance de las importaciones y el deterioro del déficit comercial en la primera mitad del año.

El excelente comportamiento de las exportaciones de bienes españolas en el primer semestre de 2017, con un crecimiento del 10% en términos nominales se ha visto empañado por el avance aún mayor de las importaciones de mercancías del 11,8% referido al mismo periodo, como muestra el gráfico 5. Ello ha supuesto un deterioro aún mayor del tradicional déficit comercial que registra históricamente la economía española, situándose en el acumulado hasta junio en los 11.088,4 millones de euros, lo que supone un aumento interanual del 40,7%, atendiendo a los datos del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

Si tenemos en cuenta también los intercambios de servicios, se observa un comportamiento similar. Mientras que las

exportaciones de bienes y servicios, según los datos de la Agencia Tributaria para las grandes empresas, ascienden un 10,7%, las importaciones aumentan un 9,5%, siendo en este caso el balance favorable para la economía española en tasas de variación.

El fuerte avance de las importaciones conforme se consolida la recuperación es un problema clásico de la economía española que históricamente ha derivado en el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente, implicando pedir dinero prestado del exterior para mantener el crecimiento. Ello se convierte en un riesgo aún mayor si a ello añadimos la tradicional dependencia energética del país así como su actualmente elevado endeudamiento.

Gráfico 5. Comercio exterior de mercancías de España. Tasa de variación interanual (%)



Fuente: Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

Si bien de momento la economía cuenta con la enorme ventaja de un petróleo barato y de unos bajísimos tipos de interés, la preocupación surge al saber que estos factores, que han permitido, en gran parte, situar con capacidad de financiación a la economía española, no son estructurales, esto es, **no es probable que se mantengan en el tiempo**.

Para hacernos una idea más exacta de la realidad actual, un buen ejercicio tal vez sea poner en contexto el reciente (2016) superávit por cuenta corriente nacional de 23.328 millones de euros, poniendo el foco en dos datos: las importaciones de crudo y el importe del pago por intereses de la deuda. Los datos indican que el ahorro, en comparación con un año (2012) en el que estos indicadores estaban en niveles bien alejados de donde se encuentran ahora, ha sido mayúsculo: más de 20.000 millones de euros en el caso del pago de intereses y 30.000 millones de euros en el caso de la factura energética.

La importancia de analizar el comportamiento de las importaciones reside precisamente en saber que se trata de uno de los componentes clave para mantener el superávit por cuenta corriente cuando el precio del petróleo y, fundamentalmente, los tipos de interés, vuelvan a niveles más elevados normalizando así su situación. No parece probable que estos vientos de cola que han coadyuvado a la recuperación de la economía española de manera equilibrada sin déficit exterior vayan a mantenerse en el futuro. Aunque tampoco sería realista esperar que vayan a volver a los niveles vistos en 2012 de la noche a la mañana. Por un lado, la nueva industria del *fracking* en Estados Unidos debería mantener el precio del petróleo alejado de los 109,45 dólares observados en promedio en 2012. Además, el avance, aunque lento, en eficiencia energética, también debería servir para seguir reduciendo progresivamente la dependencia energética exterior. Así mismo, la retirada de estímulos y la normalización de la política monetaria por parte del BCE serán con toda seguridad ordenada, lenta y gradual. Por último, la espiral de incertidumbre causada por el temible binomio morosidad bancaria y excesivo peso de una deuda pública depreciada en los balances bancarios aliñada con el riesgo de desintegración de la unión monetaria europea que disparó la prima de riesgo en 2012, no parece probable que se repita en los próximos años. No obstante, sí es realista esperar que en los próximos trimestres las importaciones en volumen de crudo sean mayores que las observadas en 2012, en una economía que crece a un ritmo del 3% frente a una economía en recesión como la de aquel fatídico año. Es igualmente necesario asumir que la deuda pública hoy es superior a la de finales de 2012 en 307.241 millones de euros. La economía española es financieramente vulnerable.

En términos más generales, **la demanda nacional ha sido el principal condicionante de la evolución de las importaciones en España, mientras que la contribución de los precios de importación ha sido más limitada.** Dada la tradicional reducida elasticidad de las importaciones respecto a los precios, el papel de la devaluación interna ha jugado probablemente un papel más limitado en la evolución de las importaciones de bienes y servicios en los últimos años. La caída en la demanda, sin embargo, sí que conllevó la fuerte contracción de las importaciones en la primera etapa de la crisis, mientras que, en la recuperación reciente, su repunte no ha sido suficiente para recuperar las tasas de crecimiento previas al año 2007. Esta

menor contribución de la demanda interna al crecimiento de las importaciones podría reflejar, al menos en parte, el comportamiento de **ciertos factores que**, si bien han lastrado el dinamismo de la demanda interna, también **habrían contribuido a la corrección del saldo exterior. El envejecimiento de la población, el proceso de consolidación de las cuentas públicas y las menores expectativas de crecimiento** se encontrarían entre estos factores que van a seguir condicionando el balance del saldo exterior en los próximos años.

Pero las importaciones también se han visto impulsadas por el buen comportamiento de las exportaciones, en la medida en que aquellas requieren normalmente el uso de productos importados. Esta circunstancia ha sido especialmente relevante en el pasado reciente dado el **contexto de globalización y de fragmentación geográfica de la producción a través de las cadenas globales de valor**, que han elevado las transacciones comerciales internacionales por unidad de producto. Según las tablas input-output globales **el contenido importador de las exportaciones españolas pasó de un 25% en 2008 a un 31% en 2014** (último año disponible). El mayor crecimiento de las exportaciones en aquellos sectores con mayor dependencia importadora (tal ha sido el caso en la economía española en los últimos años del sector de automoción y de la industria química) explicaría el aumento generalizado del contenido importador de las exportaciones en los últimos años. Se trataría, por tanto, de un aumento en el contenido importador de las ventas al exterior provocado por el aumento de las exportaciones procedentes de sectores más intensivos en importaciones y no tanto por un aumento en la utilización de productos importados dentro de cada sector.

Ahora bien, **también se observa en los datos de los últimos años que el contenido importador de otros componentes del PIB que han perdido peso durante la crisis se ha reducido. Tal es el caso del consumo, tanto público como privado**, que podría encontrar explicación en la reducción de la renta de los hogares y por el proceso de consolidación fiscal de las cuentas públicas. La disminución de la renta disponible ha podido llevar a los hogares a sustituir el consumo de productos y servicios importados, que generalmente presentan precios más elevados, por un mayor consumo de bienes y servicios nacionales. Y este fenómeno de sustitución puede haber contribuido también a la reducción de la intensidad importadora del consumo público. Bien distinto de lo observado

con la recuperación de las importaciones en la inversión a niveles pre-crisis tras la caída observada durante los años 2008-2010.

Por último, otro factor que también invita a ser moderadamente optimistas sobre el comportamiento futuro de las importaciones es la evolución de las compras en el exterior de las empresas españolas, que podría indicar una **cierta sustitución de importaciones por producción nacional en el periodo más reciente**.

No obstante, el proceso de reasignación de recursos hacia empresas más grandes y productivas ha provocado que empresas con un mayor contenido importador ganaran cuota de mercado, pudiendo disfrazar así el proceso de sustitución de importaciones en términos agregados.

En cualquier caso, **el componente principal que explica el fuerte crecimiento de las importaciones en el primer semestre de 2017 es la aún elevada dependencia energética de la economía española y la normalización del precio del petróleo en la primera mitad de año frente a los precios históricamente reducidos del barril de crudo observados en el primer semestre de 2016**. En efecto, mientras que las importaciones de productos no energéticos avanzaron un 7,4% nominal interanual en el primer semestre, las de productos energéticos se dispararon un 51,7% en el mismo periodo. El fuerte crecimiento de la economía española se ha traducido en mayor demanda de cantidad de petróleo (+21,5%) que en el semestre del año anterior pero el aumento de precios ha sido también enormemente significativo (+25%).

Dos factores permiten adelantar un menor crecimiento del déficit comercial energético para la segunda mitad del año. En primer lugar, el ascenso de los precios del petróleo en la segunda mitad de 2016 unido a la contención de la subida observada en 2017 (alrededor de los 50\$) del barril Brent desde la mitad de este año, anticipa un menor deterioro del saldo comercial energético en la segunda mitad del año, contribuyendo así a moderar el crecimiento de las importaciones. En segundo lugar, la progresiva apreciación del euro a lo largo de este año también contribuye al abaratamiento del petróleo en dólares debilitando, de este modo, su impacto en el empeoramiento del saldo comercial.

Resta fijarse en el tipo de bienes que importa la economía española, además de petróleo, pues

no es lo mismo que el saldo comercial se deteriore mientras se importa tecnología o bienes de equipo que si el dinero se dirige a bienes de consumo. En este sentido, los datos de comercio exterior del primer semestre del año muestran un avance muy superior de las importaciones de bienes de equipo (+10%) sobre los bienes de consumo, tales como automóviles (+2%), bienes de consumo duradero (+4%) o manufacturas de consumo (+4,1%).

Sólo Lituania, Irlanda, Holanda y Finlandia mejoran su saldo comercial de mercancías con el resto del mundo en el primer semestre del año, según los datos de Eurostat. Los quince restantes países miembros de la zona euro empeoran su balance exterior, entre ellos España. El renovado brío que muestra la demanda interna de la economía europea explica gran parte del aumento. Pero la apreciación del euro, que acumula una subida con respecto al dólar de alrededor del 13,5% en 2017 y que ha llevado, en parte, al tipo de cambio efectivo nominal a apreciarse ligeramente desde comienzos del año, también resta competitividad a las empresas de la zona euro y abarata los productos provenientes del exterior. Además, conforme más se aprecia la divisa europea más impide la importación de inflación del resto del mundo, en un contexto ya no deflacionista pero de inflación demasiado baja y del que busca salir el BCE. Ello preocupa en Frankfurt.

A pesar de ello, y según datos también de Eurostat, el avance del 10% interanual de las exportaciones de bienes españolas del primer semestre está muy por encima de los principales economías del continente europeo (Alemania 6%, Francia 4%, Italia 8%), siendo solamente superadas por Holanda, Finlandia, Bulgaria, Portugal, Grecia, Croacia, Letonia y Lituania, lo que da muestras de la fortaleza y desempeño del sector exterior en cuanto la demanda de nuestros socios comerciales europeos y del resto del mundo se dinamiza tal y como ha sucedido en la primera mitad del año, lo que invita a seguir creyendo en el sector. No parece que la segunda mitad del año vaya a ser tan prolífica para el comercio.

FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }

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