



**F**●**OCUS** brief

*Boletín Mensual de  
Coyuntura Económica*

*Enero • 2017*

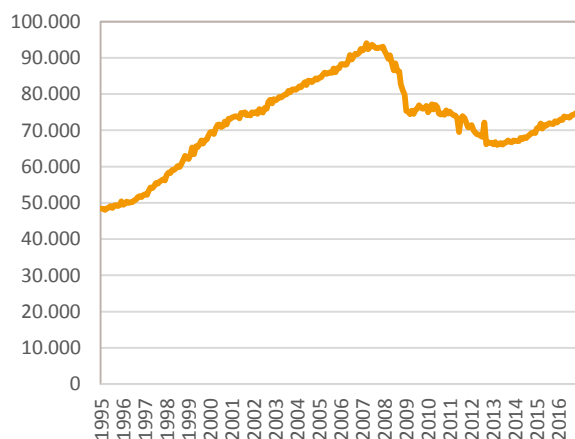
---

## VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores de noviembre de ventas, empleo y salarios de las *Grandes Empresas\** que cada mes elabora y publica la Agencia Tributaria muestran que la economía española crece a buen ritmo. Analizados en conjunto con otros indicadores relevantes del desempeño de la economía, todo parece indicar que el ritmo de crecimiento de la economía española podría mantenerse o incluso repuntar ligeramente en el cuarto trimestre.

**Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, crecieron a un ritmo medio bimestral (octubre y noviembre frente a agosto y septiembre) del 1,01%. De mantenerse la tendencia en diciembre, ello supondría un relanzamiento de la actividad tras el parón del tercer trimestre. El dato de crecimiento mensual del 0,9% en noviembre es el mejor de los últimos seis meses.**

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



Fuente: Agencia Tributaria.

Si el principal responsable del parón de ventas de las grandes empresas en el tercer trimestre fue **el sector exterior, el buen comportamiento de las exportaciones españolas de bienes y de servicios en el segundo trimestre de 2016 parece que puede repetirse en el cuarto trimestre.** Y ello en un contexto de caída del comercio mundial en octubre del 1,1%, según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, y del moderado crecimiento del PIB de los principales socios comerciales europeos.

El avance medio de las exportaciones de las grandes empresas, que representan alrededor del 88% del total de ventas al exterior en España, fue en los meses de octubre y noviembre del 3,1%, en comparación con los dos meses anteriores. De mantenerse la tendencia en diciembre, el cuarto trimestre registraría el mayor ritmo de crecimiento de las ventas al exterior desde comienzos de 2014, en un contexto de desaceleración de las ventas interiores en relación a la primera mitad del año.

**Las importaciones, por su parte, también aceleran, pero a un ritmo más pausado,** en parte probablemente debido a la menor fuerza con la que crece la demanda interna, pasando de crecer un 0,3% en tasa intertrimestral en el tercer trimestre a hacerlo un ritmo medio bimestral del 1,3% para octubre y noviembre. El incremento del precio del petróleo a partir de julio repercute notablemente.

**Un cambio importante con respecto a meses pasados es el buen comportamiento en las exportaciones de bienes y servicios hacia el mercado no europeo.** Tanto en octubre como en noviembre éstas registraron crecimientos superiores al 5% en tasa interanual, tras caer tanto en el tercer trimestre como en la primera mitad del año.

### \* 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.

Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, así como un euro más barato. El euro experimentó una notable depreciación frente al dólar (de alrededor del 7%) en el último trimestre del año, llegando a estar a 1,04\$/€, habiéndose apreciado de nuevo en la primera quincena de 2017 hasta 1,06\$/€. También se produjo una apreciación de la libra esterlina frente al euro que contrasta con la notable apreciación del euro contra el yen, de más de un 8%. En cualquier caso, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se depreció alrededor del 1,8% a lo largo del trimestre.

**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 el tercer trimestre de 2016 dicho porcentaje subió hasta el 23,5%, siendo los meses de octubre y noviembre de 2016 los que registran el récord de la serie al superar ligeramente el 24%.

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 efectivo real se ha depreciado un 18,2% en los últimos siete años.

**Las ventas interiores, por su parte, siguieron mejorando, tras el fuerte crecimiento registrado en el segundo trimestre.** Si en el tercer trimestre las ventas interiores de las grandes empresas españolas avanzaron un 0,48% intertrimestral, la tasa media observada en octubre y noviembre respecto a los dos meses anteriores se elevó hasta 0,55%.

**Desde el lado de la oferta, todos los sectores de actividad han mostrado un buen comportamiento.** Son destacables los cambios de tendencia de la industria y, especialmente, del sector de la construcción, que muestran crecimientos bimensuales en octubre y noviembre respecto a los dos meses anteriores (del 1% y 1,2%, respectivamente), tras varios meses registrando descensos. El sector servicios, por su parte, mostró un crecimiento bimestral del 0,9% en octubre y noviembre, que de mantenerse la tendencia en diciembre podría cerrar el trimestre creciendo el doble que en el tercer trimestre.

**El Índice de Producción Industrial (IPI), con datos corregidos de calendario, creció un 3,5% en tasa anual en noviembre,** muy superior a los registros observados desde el verano y cercano al avance del 4% del mes de agosto. No obstante, en el balance de los 11 primeros meses de 2016, el aumento interanual quedó situado en 1,9%, sustancialmente por debajo del avance del 3,4% de 2015. Todos los bienes mostraron un tono dinámico, especialmente la rama de energía, que incrementó un 6,4%.

**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, aunque recientemente se ha encarecido) y geopolítica. La llegada de turistas creció hasta el 10,1% (casi el doble que en 2015) en los once primeros meses del año, habiendo anotado en el primer semestre un aumento del 11,7%, según datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR). Con 71,6 millones de turistas extranjeros llegados hasta noviembre se superó el record histórico del país, y se superarán los 75 millones en el conjunto del año. Según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) el gasto de los turistas que visitaron España en los primeros once meses de 2016 fue un 8,4% superior en términos interanuales al igual periodo en 2015. Este podría ascender en 2016 a 77.000 millones de euros.

**Resulta interesante destacar, inmersa como está la Unión Europea y el Reino Unido en un proceso de salida y remodelación de la relación comercial que, por mercado emisor, el Reino Unido es, tanto en número de turistas como en gasto turístico, el principal mercado para España,** con un 23,7% y un 21,3% del total respectivamente en noviembre, y que además es el mercado emisor europeo que más crece, concretamente un 12,5% y un 10% respectivamente en ambos registros en el mes de noviembre. De momento, la fuerte depreciación de la libra esterlina no ha hecho mella en la llegada de turistas británicos a España.

Mientras, en el **sector inmobiliario**, también se produjo una **fuerte aceleración en la compraventa de viviendas a finales de año.** Según datos del Instituto Nacional de Estadística, el aumento interanual en noviembre fue del 17,3%, muy superior al avance de 6,5% registrado en el mes de octubre. Este fuerte impulso observado a final de año viene explicado tanto por el excelente comportamiento de las compraventas de vivienda usada, cuya tasa de variación interanual rozó el 20% como por el repunte de las compraventas de vivienda nueva, subiendo a un ritmo interanual del 6,8% en noviembre, tras una ligera caída del 0,4% en octubre.

**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 sido las más dinámicas en los dos primeros meses del cuarto trimestre.** Las primeras avanzan un 1,3% de media en el bimestre octubre-noviembre frente a agosto-septiembre, desestacionalizadas, corregidas de calendario y deflactadas. Las segundas avanzan un 2,3%, buen dato tras la caída del 1% en el tercer trimestre. Queda la duda de saber cómo se comportarán éstas en diciembre, tras un excelente dato de octubre y una importante caída en noviembre.

**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 se incrementaron en tasa interanual un 9,3% en diciembre, frente al aumento del 13,5% de noviembre. Todos los canales de venta mostraron un resultado positivo en el último mes de 2016 y, por encima de todos, el segmento de empresas alquiladoras que, debido a la

excelente temporada turística, aumentó sus compras un 38,4%. Los canales de empresas y particulares, por su parte, subieron en diciembre un 20,8% y 0,6%, respectivamente. En el cómputo global del año, las matriculaciones de automóviles crecieron un 10,9%. Pese al notable aumento, la ralentización es evidente con respecto a 2015.

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

Por último en relación al consumo, y en clave cualitativa, **el Indicador de Confianza del Consumidor,** elaborado por el CIS, mejoró 1,3 puntos en diciembre respecto a noviembre, hasta alcanzar el nivel 100,7, máximo de todo el año y por encima del umbral de 100, indicativo de una percepción positiva de los consumidores. Dicho incremento se explica por el avance de 3,7 puntos de la situación actual, parcialmente compensado por el descenso de 0,9 puntos del componente expectativas.

En relación a la inversión, **el ímpetu inversor de las empresas en equipamiento y tecnología es determinante para lograr mejoras de productividad.** La evolución histórica de este indicador para las grandes empresas se recoge en el gráfico 2.

Gráfico 2. Ventas de las grandes empresas de bienes y servicios de capital. Millones de euros. Datos mensuales



Fuente: Agencia Tributaria.

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

Los datos de inversión de la contabilidad nacional mostraron en el segundo trimestre que las empresas españolas estaban invirtiendo a un ritmo notable, a diferencia de otras economías occidentales, consecuencia de que percibían una demanda sostenible y de que sacaban 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.

Por último, 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 dinámica anterior de la inversión se paró en seco (+0,1% intertrimestral). A la espera del dato del cuarto trimestre 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 bienes y servicios de capital de las grandes empresas vistas anteriormente muestran señales mixtas aunque avanzan en el bimestre octubre-noviembre un 2,3%; por otro, las disponibilidades de bienes de equipo, indicador muy fiable de inversión en equipo, corregidas de calendario y estacionalidad mostraron una ligera caída en los meses de septiembre y octubre. Por último, las matriculaciones de vehículos de carga registraron un crecimiento interanual del 6,3%, si bien dichas matriculaciones crecieron algo más en el tercer trimestre (10,6%). El impulso en noviembre (+11,5%) ayudó a compensar el mal dato de octubre (-2,7%).

Por último, las expectativas empresariales vuelven a mejorar en el primer trimestre de 2017, tal y como recoge el **Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA)** elaborado por el INE. Éste sube un 0,3% en el primer trimestre en comparación con el cuarto trimestre, que también se elevó un 0,2%, y acumulando así cuatro trimestres al alza. Si bien el balance de expectativas fue este trimestre desfavorable y aún más desfavorable que el del trimestre anterior, ello se vio compensado por el balance de situación final del cuarto trimestre, ya que la situación final terminó ser más beneficiosa de lo esperado por parte de las empresas encuestadas. Para el primer trimestre de 2017, el 17% de los gestores de establecimientos empresariales considera que la marcha de su negocio será favorable mientras que el 20,1% opina que será desfavorable. El 62,9% restante considera que será normal.

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

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

**Por sectores institucionales, la mayor capacidad de financiación de la economía española en el tercer trimestre de 2016 se debe, principalmente al sector de Administraciones Públicas (AAPP), que ha pasado de registrar una necesidad de financiación en el tercer trimestre de 2015 del 0,6% del PIB, a presentar capacidad de financiación por vez primera desde 2007 (0,9% del PIB trimestral). También ha contribuido positivamente a esta capacidad de financiación la mejora observada en el sector de instituciones financieras, desde el 1,2% del PIB hasta el 1,6%. En sentido contrario, la capacidad de financiación de las sociedades no financieras se ha visto reducida en el tercer trimestre en comparación con el mismo periodo de 2015, pasando del 3,5% del PIB al 2,9%. Los hogares e instituciones sin ánimo de lucro también empeoraron al pasar a registrar una necesidad de financiación del 2,6% del PIB, frente al 1,4% anotado en el tercer trimestre de 2015.**

Los hogares y las Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH) mostraron en el tercer trimestre de 2016 un aumento de la renta bruta disponible (RBD) del 1,5%, respecto al mismo trimestre del año anterior, inferior al 2,8% observado en el segundo trimestre. Esta desaceleración se debió a la evolución de las rentas salariales y no salariales, cuyos ritmos de crecimiento se moderaron, así como al incremento de los impuestos pagados sobre la renta y el patrimonio, y al mayor aumento de las transferencias corrientes pagadas. Las transferencias corrientes recibidas también aceleraron su aumento.

El aumento de la renta bruta disponible fue más moderado que el del gasto en consumo final de los hogares (2,6% interanual), reduciéndose así el ahorro de las familias un 35,4% respecto al tercer trimestre de 2015. La tasa de ahorro bruto de los hogares e ISFLSH se situó en el 1,8% de su RBD en el tercer trimestre de 2016, frente al 2,8% del tercer trimestre de 2015. En definitiva, el ahorro de los hogares no fue suficiente para financiar las transferencias de capital netas pagadas y la inversión, que aumentó un 16,1%, lo que permite explicar la necesidad de financiación del sector en el tercer trimestre de 2016.

Por su parte, las sociedades no financieras mostraron en el tercer trimestre de 2016 una capacidad de financiación equivalente al 2,9% del PIB, inferior al 3,5% observado en el tercer trimestre de 2015. Este comportamiento se explica por un aumento de la inversión empresarial del 12,2% interanual, superior al de la renta disponible bruta (6,8%). Al mismo tiempo, el incremento de esta última es debido al crecimiento del excedente bruto de explotación (4,1%) y a las menores rentas de la propiedad netas pagadas (-4,4%) y transferencias corrientes pagadas netas (-11,8%), en parte compensados por el ligero incremento del impuesto de sociedades (0,3%). El avance del excedente bruto de explotación se debe al aumento del valor añadido bruto de las empresas del 3,5% y a la ligera caída de los impuestos netos de subvenciones sobre la producción, mientras que la remuneración de asalariados se incrementó el 3,2%. El ahorro bruto, junto al saldo positivo de transferencias de capital netas recibidas, fue suficiente para financiar la inversión del sector, resultando una capacidad de financiación en las empresas no financieras de 7.942 millones de euros, inferior en 1.385 millones de euros a la del mismo periodo de 2015.



Las instituciones financieras, por su parte, aumentaron en el tercer trimestre de 2016 su capacidad de financiación respecto al mismo periodo de 2015, desde el 1,2% del PIB hasta el 1,6%. El ahorro generado fue suficiente para financiar las transferencias netas de capital pagadas y la inversión del sector, que cayó cerca del 61% interanual. Del mismo modo, la mayor renta disponible bruta de las empresas financieras (5,6% interanual) fue debida al fuerte aumento de las rentas de la propiedad netas recibidas y, en menor medida, al descenso de las transferencias corrientes netas pagadas, mientras que el excedente bruto de explotación descendió un 5,3%, y los pagos por el impuesto de sociedades aumentaron un 27,5%.

Finalmente, las AAPP registran capacidad de financiación por primera vez desde el tercer trimestre de 2007, situándose en el tercer trimestre de 2016 en el 0,9% del PIB intertrimestral, frente a la necesidad de financiación del 0,6% del PIB anotada un año antes, como consecuencia del mayor ahorro del sector, que ha aumentado el 31,7%, motivado por un crecimiento de la renta bruta disponible (5,6%) mayor al del gasto en consumo final (2,3% en términos interanuales).

En relación con las AAPP, estas registraron hasta el tercer trimestre de 2016 un déficit, en términos de Contabilidad Nacional, de 31.107 millones de euros (el 2,78% del PIB), inferior en un 5,1% al del mismo periodo del año anterior (32.793 millones), ayudas a las instituciones financieras incluidas. El descenso del déficit, se explica por un aumento de los recursos no financieros (1,2% interanual) superior al de los empleos no financieros (0,6% interanual). **La economía española no debería tener problemas para cumplir en 2016 con el objetivo de déficit del 4,6% del PIB. La deuda pública, por su parte, disminuyó por segundo mes consecutivo en noviembre y se situó en el 98,7%, por lo que es muy probable que se cumpla el objetivo de 2016 (99,4% del PIB). En cualquier caso, la deuda pública ha aumentado con respecto a noviembre de 2015 en 26.300 millones de euros.**

**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%. Y dicha brecha es significativamente positiva pues permite aunar crecimientos del PIB cercanos al 2,5% con desapalancamiento de empresas y familias al disponer de margen para que la formación bruta de capital crezca sin necesidad de apelar a la financiación externa.

Los datos de la **balanza de pagos** del mes de octubre, últimos disponibles y publicados por el Banco de España, confirman estas tendencias al mostrar un saldo positivo de las cuentas corriente y de capital, por octavo mes consecutivo, determinantes de la necesidad o **capacidad de financiación**, de 2.144 millones de euros, ligeramente inferior a la observada en octubre 2015 (2.347 millones de euros) y que, en el acumulado de doce meses, asciende a 26.000 millones de euros, **algo más del 2% del PIB.**

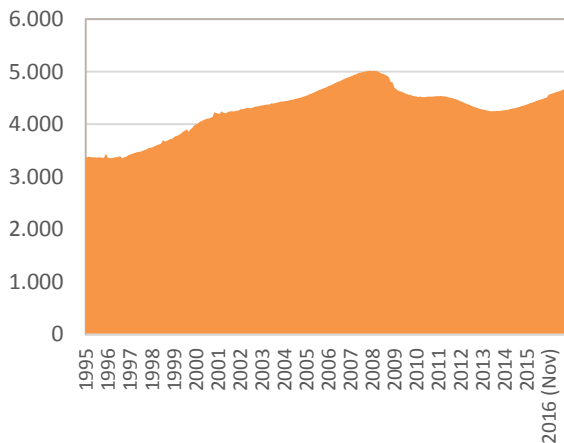
**El saldo positivo de la balanza de pagos y la capacidad de financiación de la economía española a lo largo de 2016 se explica, principalmente, por la reducción del déficit energético, vinculada a la caída del precio del petróleo y, en menor medida, por la mejora del déficit de rentas, ligada al descenso de los tipos de interés, aspecto éste explicado en su totalidad por la compra de deuda pública española por parte del Banco Central Europeo (BCE) en el marco de su proceso de expansión cuantitativa.** Ambas variables harán, fundamentalmente la primera, tras el cambio de tendencia observado en la segunda mitad de 2016, más difícil para la economía española alcanzar en 2017 niveles de capacidad de financiación similares, de mantenerse, como esperamos, su tendencia ligeramente alcista. No obstante, las exportaciones mantendrán el tono expansivo en los próximos ejercicios fundamentalmente por un mayor dinamismo del comercio mundial ya observado en la última parte de 2016. A ello se debe añadir, las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años, la depreciación del euro con respecto al dólar, al importante esfuerzo de internacionalización llevado a cabo por las empresas españolas y a la diversificación de los

destinos de exportación. No obstante, focos de incertidumbre global tales como la negociación del Brexit o la orientación de la política comercial global hacia un mayor proteccionismo (que sale reforzada de la victoria de Donald Trump en Estados Unidos) preocupan y vislumbran un entorno difícil en el que operar, también para las empresas españolas.

**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, con series corregidas de estacionalidad, crecieron un 0,2% intermensual, tras la subida del 0,1% de noviembre. Respecto a 2015, hubo 540.655 afiliados más en diciembre de 2016, lo que supone un incremento interanual del 3,1%, mientras que en el conjunto del cuarto trimestre, la tasa de variación interanual de la afiliación se sitúa en el 3,3%, y en el conjunto del año, en el 3%, inferior en dos décimas a la de 2015. Estas cifras dan idea de la fuerte capacidad de empleo de la economía española en 2016.

**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 3,5% en el mes de noviembre, ligeramente superior al ritmo de crecimiento del observado en

promedio en los once primeros meses del año (3,4%). En cuanto a los salarios, el incremento anual del rendimiento bruto medio creció algo menos en septiembre (0,2%), pero el aumento promedio del año se mantiene estable alrededor del 0,4%. **Esta recuperación intensiva en empleo es necesaria para reducir el elevado nivel de paro, si bien también implica que el crecimiento se está apoyando sobre actividades de escaso valor añadido y escasa productividad, dado que el empleo crece casi al mismo ritmo que el PIB.**

**En definitiva, en el cómputo global los datos macroeconómicos siguen siendo favorables para la economía española, y esperamos que el PIB crezca un 0,6 trimestral en el cuarto trimestre de 2016.** La actividad económica del país sigue beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del bajo precio del petróleo, una variable que ahora puede empezar a complicarse, de la relativa debilidad del euro y de los tipos de interés extraordinariamente bajos.

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

En primer lugar, **el precio del petróleo en dólares se ha elevado alrededor de un 16,5% desde la intervención de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) de finales del mes de noviembre.** Hay aspectos que permiten reforzar la credibilidad de la reducción esta vez en la oferta de crudo. Dado que la oferta de producción con la tecnología *shale* aumentará conforme mayor sea el precio del petróleo, debido a que más cantidad de pozos serán rentables, el precio final que se alcance vendrá determinado en gran medida por la fuerza de la demanda. El mejor comportamiento de la economía mundial en el segundo semestre permite ser más optimistas sobre el crecimiento mundial a lo largo de 2017. Todo lo cual redundará en un probable mayor precio del petróleo, en el entorno de los 60\$ barril, que, unido a un euro más bajo que en anteriores etapas alcistas del crudo, hará que su traslación al índice general de precios sea importante, como ya se está viendo en las estadísticas del INE sobre IPC. Ello implicará una pérdida de poder adquisitivo de los hogares españoles en la parte final del año así como a lo largo de todo 2017. Menor renta, por tanto, para consumo o para ahorro de las familias. Mayores costes de igual modo para las empresas.



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

En tercer lugar, **la contribución al crecimiento del consumo e inversión públicas será sustancialmente inferior** al observado en trimestres anteriores, especialmente la segunda, que cae en los primeros once meses del año un 28,7%, resultado del proceso de ajuste fiscal que tiene como objetivo situar el déficit público en el 3,1% a finales de 2017.

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

Los índices PMI de la industria manufacturera y de servicios apuntan a un elevado dinamismo en diciembre. El primero se situó en diciembre en el nivel 55,3, ocho décimas superior al de noviembre y el más elevado desde principios de 2016, como resultado de la aceleración de la producción y de los nuevos pedidos. El segundo alcanzó el nivel 55, prácticamente igual al del mes anterior y por encima del registrado en la zona euro (53,7). La actividad viene aumentando ininterrumpidamente desde noviembre de 2013, y la última expansión se explica a través del incremento de nuevos pedidos.

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

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

resultando todo ello en claros incentivos para la inversión por parte de las empresas.

**La ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE respalda también el crédito.** Determinante para mantener ritmo de actividad y crecimiento, **la tasa de morosidad ha registrado una reducción durante el último año de 1,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 9,23% en noviembre**, derivado, sobre todo, del notable retroceso de la morosidad del crédito promotor y a la construcción, y gracias a que el crédito dudoso siguió contrayéndose a mayor velocidad que el saldo total de crédito, si bien esta tendencia se invirtió en el mes de noviembre, al crecer ligeramente el importe de los créditos dudosos, si bien fue compensado por la subida también del stock de crédito. La mejora sostenida en el ritmo de actividad económica debería coadyuvar a que la morosidad siga reduciéndose, factor fundamental para que la fluidez del crédito se afiance.

Todo esto contribuye a que los balances bancarios estén cada vez más saneados, un factor necesario para que aumente la oferta de crédito.

**El problema, sin embargo, aparece en forma de falta de demanda de crédito**, tal y como recogen recientemente tanto la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España como la Encuesta de Acceso a Financiación de las Empresas del Banco Central Europeo (BCE). Dicha caída en la demanda de crédito que podría explicar la moderación en el crecimiento interanual del crédito en la segunda mitad de 2016, vendría explicada en el caso del crédito empresarial, en parte, por el mayor recurso a fuentes alternativas de financiación como la emisión de valores de renta fija en el caso de compañías de mayor dimensión.

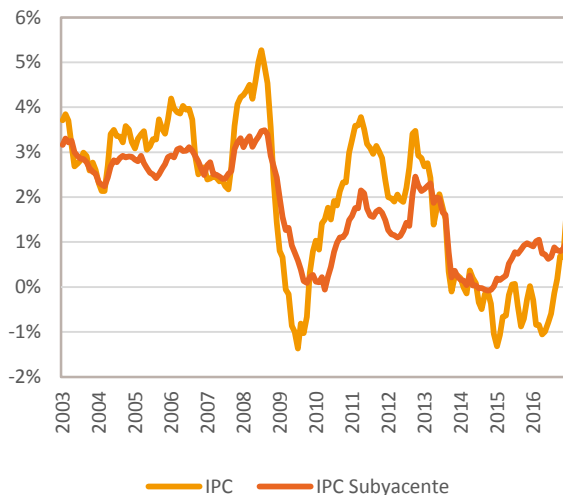
Finalmente, **la subida del precio del crudo y la política del BCE alejan de momento los riesgos deflacionistas.** En la medida que en Europa el crecimiento, como esperamos, se siga situando por encima del potencial, lo más probable es que la economía se oriente hacia un repunte progresivo de la inflación 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, pudiendo situarse en 2017 por encima del 2%.** En ciertos países de la zona euro con bajo desempleo el dinamismo de los salarios debería

presionar al alza a los precios. Incluso en España, con las mejoras en las cuentas de resultados de un gran número de empresas, y sin dejar de hacer seguimiento a la evolución de productividad, **los aumentos, aunque progresivos y lentos, en los salarios deberían contribuir a una mejor repartición de la riqueza generada haciendo partícipes también a los trabajadores de la etapa de fuerte 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.

Este aumento de inflación por el lado de los costes facilitaría, además, el proceso de desapalancamiento de la economía española. Por el momento, y tras la fuerte subida del precio del petróleo por la retirada de producción del mercado por parte del cártel, el Índice de Precios al Consumo (IPC) aumentó en diciembre un 1,6% en tasa interanual, cifra totalmente alejada del 0,7% de octubre y que deja bien atrás el 0,2% registrado en septiembre, según cifras publicadas por el INE (gráfico 4).

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.

En efecto, según la actualización de las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) la economía mundial crecerá más en 2017 y en 2018 que lo ha hecho en 2016, tanto por el mejor comportamiento de las economías desarrolladas como de las emergentes. Si 2016 cierra con un dato relativamente bajo en comparativa histórica, 3,1%, las proyecciones para 2017 y 2018 apuntan a crecimientos del orden del 3,4% y 3,6%, y donde la zona euro, el principal socio comercial de España, situaría su crecimiento en un modesto 1,6% en ambos años. **Nuestras proyecciones de crecimiento para la economía española de un aumento del PIB del 2,5% en 2017 situarían a la economía española, de nuevo, creciendo casi un punto más en el año que nuestros socios europeos.**

**El riesgo político en el ámbito nacional se encuentra en la cuestión catalana,** aún no resuelta, y en que 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, existe el peligro de tener dificultad para aprobar los presupuestos en el Congreso con un gobierno en minoría y que surja la necesidad de tener que pactar medidas que alejen al ejecutivo del cumplimiento de los objetivos fiscales.

**La incertidumbre política es creciente también a nivel internacional, tras las polémicas y contradictorias declaraciones del nuevo presidente de 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 también propuesta terminaría teniendo efectos expansivos si bien, a corto plazo, puede desencadenar una fuerte corrección del mercado de bonos, como ya ha sucedido, debido a sus potenciales efectos sobre la inflación y el endeudamiento público.

Y la subida de rentabilidades responde a expectativas crecientes de subidas de precios lo que podría obligar a la Reserva Federal a normalizar la política monetaria a una velocidad más rápida de la deseada, influyendo negativamente sobre la estabilidad financiera mundial, especialmente en la estabilidad financiera de numerosas economías emergentes, sobre todo si tomaron prestado en dólares, dado que la moneda estadounidense no ha dejado de apreciarse frente a todo tipo de monedas y es bien probable que lo siga haciendo.

La Unión Europea, por su parte, se enfrenta a un desafío sin precedentes por el probable enfriamiento de las relaciones comerciales y políticas con Estados Unidos. En 2017 a lo anterior hay que añadir la negociación del Brexit con el Reino Unido, y todo ello en medio de un año electoral crucial y muy complejo en el que se elegirán los nuevos gobiernos de Holanda, Francia y Alemania.

**En clave económica, la eurozona disfruta de superávit exterior (a diferencia de Estados Unidos), y las políticas expansivas de demanda son adecuadas para disminuir la tasa de paro sin provocar graves desequilibrios.** Pero los países europeos periféricos, como es el caso de España, tienen una elevada deuda externa y las políticas de estímulo de la demanda aumentarían el déficit exterior y la deuda externa, más aún si el petróleo dobla su precio en 2017, conforme se aproxime a los 60 dólares. 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 con ello contribuir 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 complementa 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 y de un tipo de cambio infravalorado, por lo que las alegrías deberían venir, como se observa ya en los datos de exportaciones de las grandes empresas de noviembre por el lado de las exportaciones fuera de la Unión Europea. Así, una demanda interna algo menos alegre 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 nuevo Gobierno es llegar a acuerdos y avanzar en las numerosas decisiones y reformas pendientes.** Y ello, en un entorno internacional que se presenta altamente inestable y con claros riesgos a la baja procedentes especialmente de desencuentros en el área política nacional e internacional. Si bien la situación a corto plazo es favorable con una economía creciendo en tasa anualizada por encima del 2,5% en 2017 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, reducir la alta tasa de paro, reducir la creciente desigualdad y consolidar las cuentas públicas.

Es evidente que un entorno económicamente más revuelto y políticamente más incierto no favorecerá a una economía aún vulnerable como la española. Es por ello que **adquiere aún más relevancia que el Gobierno y la oposición en España aborden los cuestiones políticas y las reformas económicas internas de manera brillante y con sentido de Estado, única manera de compensar el mayor riesgo político e incertidumbre asociados a la política económica del nuevo presidente de EE UU y al proceso de desconexión de Reino Unido, máxime tras el último discurso de la primera ministra británica, Theresa May, en el que ha anunciado la decisión de abandonar el mercado único y la unión aduanera de la UE.**

# FOCUS brief

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

902 10 10 33

[www.axesor.es](http://www.axesor.es)

[bccomunicacion@axesor.es](mailto:bccomunicacion@axesor.es)