

FOCUS brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

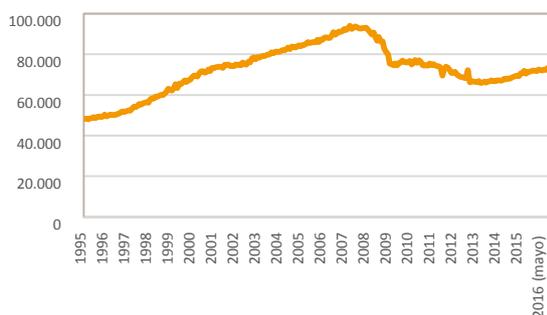
Julio • 2016

VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS.

Los indicadores de mayo de ventas, empleo y salarios de las grandes empresas que cada mes elabora y publica la Agencia Tributaria muestran claramente que **la economía española crece a buen ritmo**. Analizados en conjunto con otros indicadores relevantes del desempeño de la economía, todo parece indicar que el ritmo de crecimiento de la economía española se mantendrá en el segundo trimestre del año en torno al 0,7%.

La tendencia seguida por las ventas de las grandes empresas merece un análisis detenido. En este sentido, **las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, crecen a un ritmo intertrimestral anualizado del 3,8% en el periodo marzo-mayo frente a diciembre-febrero**, en claro contraste con el estancamiento observado en el primer trimestre (0,6%). Ello estaría en línea con nuestra previsión de crecimiento del PIB del 3% para el conjunto de 2016.

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



Fuente: Agencia Tributaria.

Si consideramos el crecimiento anualizado bimensual relativo a abril y mayo, el crecimiento es aún superior, y alcanzaría el 6,2%, de mantenerse el fuerte ritmo actual de crecimiento de las ventas de las grandes empresas.

Si el principal responsable del parón de ventas de las grandes empresas en el primer trimestre fue el sector exterior, esta misma rama de actividad es la principal base para explicar el crecimiento intertrimestral muy próximo al 1% (0,96%), creciendo las exportaciones a un ritmo intertrimestral del 2,5%, frente al aumento del 1,7% de las importaciones. Es interesante subrayar que mientras que mayo fue el cuarto mes de aumentos continuos en las exportaciones, es el segundo mes consecutivo de caída de las importaciones en tasa intermensual desestacionalizada, deflactada y corregida de calendario.

La ligera apreciación del 2,4% del euro con respecto al dólar en lo que llevamos de 2016 y, especialmente con respecto a monedas de economías emergentes, y la desaceleración del crecimiento en esta parte del mundo explican gran parte del mal comportamiento de las exportaciones españolas fuera de la zona euro, concretamente hacia destinos fuera de la Unión Europea, que cayeron un 1,3% en la comparativa anual en el primer trimestre, pero que muestran un giro relevante en los meses de abril y mayo con un incremento interanual del 2%. Mientras, las ventas que tienen como destino el mercado comunitario, que aumentaron un 2,7% en el primer trimestre refuerzan su tendencia positiva en los meses de abril y mayo con incrementos interanuales del 4,3%.

El mejor comportamiento de las exportaciones con respecto a lo observado en el primer trimestre de 2016, adquiere gran relevancia habida cuenta del mayor peso que éstas tienen hoy en las ventas de las grandes empresas y en la economía española. Si en el año 2007 el peso de las ventas en el exterior sólo suponía el 15,3% de los ingresos de las grandes empresas, en 2015 dicho porcentaje subió hasta el 23,6%.

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

La relativa mejora de las ventas exteriores de las grandes empresas españolas es meritoria, teniendo en cuenta el mal momento que atraviesa el comercio internacional, que, pese a que ha mejorado en los últimos meses (según el Central Planning Bureau de Países Bajos, el comercio internacional ha pasado de caer un 0,4% intertrimestral en marzo a hacerlo tan sólo un 0,1% en abril), sigue contrayéndose en lo que

llevamos de 2016, fundamentalmente por el menor ritmo de comercio en Asia.

En cualquier caso, es imprescindible seguir tomando medidas que impulsen la posición competitiva de la economía española. El excelente comportamiento de las exportaciones en los últimos años se ha basado en las ganancias de competitividad obtenidas vía reducción de los Costes Laborales Unitarios (CLU), en un **proceso de devaluación interna** que, a diferencia de las devaluaciones de la peseta, es más sostenible en el tiempo dado que se apoya en una depreciación del tipo de cambio real resultado de un esfuerzo de ajuste y reducción de costes en lugar de en la devaluación del tipo de cambio nominal. El tipo de cambio real se ha depreciado un 18,5% en los últimos siete años.

Las ventas interiores, por su parte, crecieron a una tasa bimensual anualizada del 5,1% en los meses de abril y mayo, el doble que en el primer trimestre y muy por encima de la tasa registrada en el cuarto trimestre de 2015, cuando prácticamente se estancaron.

El mayor impulso, desde el lado de la oferta, proviene del sector de la industria, con un crecimiento bimensual anualizado del 4,8%, seguido muy de cerca por un sector servicios que crece muy por encima del primer trimestre hasta alcanzar el 6,4%. La construcción y promoción, por su parte, descendió a un ritmo del 7,6%.

Indicadores de actividad tales como los índices PMI, tanto del sector manufacturero como del sector servicios, **se consolidaron en zona marcadamente expansiva**. El PMI de la industria manufacturera para España se incrementó en junio cuatro décimas con respecto a mayo, alcanzando los 52,2 puntos, una mejora explicada en parte por el mayor ritmo de avance de la producción pese a la desaceleración de los nuevos pedidos. El PMI de actividad en los servicios, por su parte, avanzó seis décimas en junio, hasta el nivel 56, el más elevado de los últimos siete meses, mejora relacionada con la aceleración de la producción, de los nuevos pedidos y del empleo. El PMI compuesto de actividad global para España registró en junio el nivel 55,7, nueve décimas superior al del mes previo, lo que indica una aceleración de la actividad global. Ambos se mantienen hace meses en cotas superiores a los 50 puntos, umbral a partir del cual se suelen observar tasas de crecimiento positivas.

Dentro del sector servicios, destaca sobremanera el turismo, que evoluciona a ritmo de récord cada trimestre, muy favorecido por factores de índole macroeconómica (bajo precio del petróleo) y geopolítica. La llegada de turistas en el mes de mayo aumentó un 7,4%. A su vez, el gasto por turista aumentó un 7,8% interanual también en el mes de mayo, alcanzando los 6.914 millones de euros.

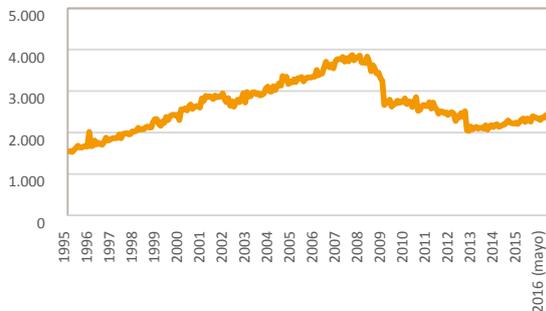
Todo ello deriva en que **las ventas de las grandes empresas de comercio y hostelería, deflactadas y corregidas de efecto calendario y estacionalidad, son las que más tiran del conjunto de ventas del sector servicios** al crecer en términos interanuales un 4,5% en los dos primeros meses del segundo trimestre, y hacerlo el conjunto de ramas del sector servicios (transporte, comunicaciones, servicios a empresas, otros) un 3% en el mismo periodo.

Por el lado de la demanda, el crecimiento de las ventas vinculadas al consumo en el trimestre es aún notable (+6% bimensual anualizado), siendo aún más relevante el incremento observado en la demanda de bienes de equipo (+10,4%). Son, en este caso, los bienes y servicios intermedios los que crecen en menor medida (+5,1%), si bien también se observa un comportamiento mucho mejor que en el primer trimestre (+2,1%).

El buen comportamiento de las ventas de bienes de equipo denota que la inversión empresarial continúa viéndose sostenida por las perspectivas favorables de evolución de la demanda final. El crecimiento bimensual anualizado del 10,4% es muy superior al crecimiento registrado por las ventas de bienes de equipo en 2015 (5%).

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

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



Fuente: Agencia Tributaria.

El gráfico permite observar lo alejadas que quedan las cifras de ventas de bienes y servicios de capital respecto a los niveles alcanzados previos a la crisis, lo que refleja una intensa caída del gasto en inversión de nuestras empresas, explicado en gran parte por el escenario reciente de la economía española caracterizado por deflación y fuerte endeudamiento. **Lograr aumentar el stock de capital para mejorar la productividad y elevar el potencial de crecimiento condicionará el futuro de la economía española.** Si bien no es deseable que se alcancen los niveles registrados durante el auge inmobiliario (las ventas de bienes y servicios de capital incluyen ventas de bienes de equipo y software, pero también construcción y promoción inmobiliaria), la compra de bienes de equipo por parte de las empresas españolas es clave para elevar la productividad y el crecimiento potencial de la economía, en aras a producir y exportar más y reducir la elevada deuda externa. En este sentido, es destacable el fuerte ritmo de crecimiento de las ventas de vehículos industriales en el primer cuatrimestre, que subieron un 28% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Los datos de inversión de la contabilidad nacional mostraron en el primer trimestre que las empresas españolas invierten con fuerza, a diferencia de otras economías occidentales, consecuencia de que perciben una demanda sostenible y de que sacan provecho de unas condiciones de financiación muy ventajosas. El fuerte volumen inversor genera creación de empleo, que a su vez genera consumo, lo que a su vez provoca más inversión, en un claro círculo virtuoso de la economía.

Sorprende, en el actual marco político, que las expectativas empresariales vuelvan a

mejorar para el tercer trimestre, tal y como recoge el Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA) elaborado por el INE. Según este indicador de confianza, ésta ha subido un 0,5% en el tercer trimestre de 2016, similar al del trimestre previo (0,6%). Así, el 20,3% de los establecimientos empresariales son optimistas sobre la marcha del negocio y el 21,4% prevén un trimestre desfavorable. El 58,3% restante considera que será normal. Cuatro de los cinco sectores analizados presentan una mejora de la confianza respecto al trimestre anterior. La construcción presenta el mayor aumento (2,6%), junto con el comercio (1,4%) y la industria y el transporte y la hostelería (0,1%), mientras que el sector otros servicios recoge merma de confianza (-0,2%).

Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en lo que llevamos de año son, por ejemplo, **el índice general del comercio minorista**, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, que sube un 2,3% interanual en los cinco primeros meses del año (siendo negativo en mayo, -0,9%), a lo que se suma el incremento interanual que mantienen las **matriculaciones de automóviles** en el primer semestre de año del 12,2%, superando las 620.000 unidades y siendo el mejor semestre desde 2008, y del 16% en el caso de los vehículos comerciales.

El indicador de Confianza del Consumidor, elaborado por el CIS, **augmentó 5,6 puntos en junio**, hasta situarse en el nivel 96,3. Este avance, tras cinco meses de caídas ininterrumpidas, fue debido a la evolución de sus dos componentes, situación actual y expectativas, destacando la notable mejora de la valoración sobre la situación económica general (tanto actual como esperada) así como las mejoras expectativas sobre la situación del mercado de trabajo.

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

El paro registrado disminuyó en junio en 124.349 personas. Esta reducción es la segunda

mayor de la serie histórica y el desempleo se sitúa en su cifra más baja desde septiembre de 2009, ascendiendo a 3.767.054 parados.

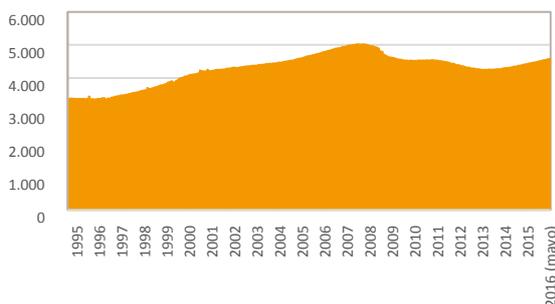
El consumo de los hogares también se beneficia del bajo precio del petróleo, al suponer el componente energético alrededor del 11,5% en la cesta de bienes de consumo de los hogares españoles, motivo por el cual la caída del precio del petróleo tiene un impacto directo sobre su capacidad de compra.

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

Los perceptores de rendimientos del trabajo (gráfico 3), indicador fiscal que aproxima la evolución del empleo asalariado de las grandes empresas, continuaron creciendo a un ritmo elevado y constante del 3,5%. El incremento anual del rendimiento bruto medio muestra oscilaciones mensuales, pero el promedio del año muestra un crecimiento del 0,8%.

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

Gráfico 3. Empleados de las grandes empresas. Miles



Fuente: Agencia Tributaria

Junto a la mejora en las expectativas empresariales, **las favorables condiciones de financiación resultado de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE) contribuyen de manera decisiva a sostener la inversión por parte de las empresas.** La intervención del banco central también sigue permitiendo al Estado financiarse

a tipos de interés muy reducidos. **La ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE respalda también el crédito.**

Relacionado con lo anterior y determinante para mantener el ritmo de actividad y crecimiento, **la tasa de morosidad ha registrado una reducción durante el último año de 1,58 puntos porcentuales, hasta situarse en el 9,84%**, derivado, sobre todo, del notable retroceso de la morosidad del crédito promotor y a la construcción y gracias que el crédito dudoso siguió contrayéndose a mayor velocidad que el saldo total de crédito. **Según nuestras previsiones, la ratio de morosidad seguirá bajando y podría situarse a final de año en el 9,5%.** 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. En este sentido, cada vez más segmentos pasan a anotar tasas de variación interanual positivas. Además del crédito al consumo y a la vivienda y al sector agrícola, **en el primer trimestre de 2016 también empezó a crecer el crédito a la industria.** Ello, junto con la creación notable de empleo, está contribuyendo positivamente a la evolución del mercado inmobiliario. **La compraventa de vivienda aumentó en la comparativa interanual de los cinco primeros meses del año un 16,1%**, un ritmo de crecimiento que podría mantenerse para todo 2016.

Tras la incertidumbre inicial creada por el Brexit, que llevó a un incremento notable de la prima de riesgo de la deuda española en el día siguiente al referéndum, los resultados electorales en España han sido bien recibidos por los mercados.

Los datos macroeconómicos, como hemos visto, siguen siendo favorables, con sólo una muy suave tendencia a la desaceleración en el segundo trimestre.

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

El escenario global para 2016 seguirá marcado por el proceso de asimilación de los mercados del Brexit, siempre más fácil si la negociación entre el Reino Unido y la Unión

Europea fluye con normalidad. No se esperan movimientos de tipos por parte de la Reserva Federal de EE.UU. a corto plazo, dada la mayor incertidumbre a nivel global generada por el Brexit, y adicionalmente podrían tener lugar nuevos estímulos monetarios por parte del Banco Central Europeo (BCE) y, fundamentalmente, por parte del Banco de Inglaterra. **También en clave europea, los problemas de la banca italiana y la solución de financiación que se orqueste podrían generar tensión en la zona euro.** La economía china, por su parte, continúa con su proceso de desaceleración y reorientación del modelo productivo a uno menos basado en la inversión y en la industria y más volcado en el consumo y en los servicios. Por último, el precio del petróleo parece que tocó fondo en el primer trimestre de 2016 y todo parece indicar que sólo queda esperar subidas a medio plazo. No obstante, el precio promedio del barril Brent de petróleo en dólares es en lo que llevamos de 2016 es un 21% inferior al observado en 2015 y un 57,9% inferior al pagado en 2014, lo que da idea de lo barato que cotiza aún el oro negro, pese a que la depreciación del euro con respecto al dólar de los dos últimos años elimine parte de las caídas anteriormente mencionadas.

En cualquier caso, y más allá de los efectos del Brexit, **es posible que alguno de los vientos de cola que han favorecido a la economía española se vuelva algo menos intenso en la segunda parte del año.**

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

En efecto, **el ajuste del déficit público sigue pendiente.** Tras cerrar 2015 con un déficit público del 5% del PIB y con la deuda pública rozando el 100% del PIB, con un gobierno en funciones en el primer semestre del año no se ha logrado poner bajo control el déficit público. La ejecución presupuestaria hasta abril sitúa el déficit (excluidas las corporaciones locales) en el 1,2% del PIB, una décima superior a lo observado hace un año. Aunque la Administración central y las comunidades autónomas han mejorado su saldo, continúa el deterioro del superávit de la Seguridad Social. La ausencia de ajuste en las cuentas públicas en la

primera mitad del año sugiere que, para conseguir reducir el déficit público hasta el 3,6% incluido en la Actualización del Plan de Estabilidad presentado por el Gobierno, será necesario tomar medidas en el segundo semestre.

España ha sido sancionada por la UE por el incumplimiento del objetivo de déficit, aunque la sanción aún no está definida, la UE ha exigido un ajuste adicional, lo que podría tener un impacto contractivo sobre la economía en el segundo semestre de 2016 y, fundamentalmente, en 2017. A pesar de que se prevé que las autoridades comunitarias terminen siendo benevolentes con España, en la práctica esta situación dejará la política económica bajo la tutela de la Unión Europea, sometida a un duro examen trimestral. El déficit público debería situarse en el 3,6% del PIB para cumplir con el programa pactado con Bruselas, lo que podría conllevar, subidas de impuestos.

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

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

El FMI alertaba recientemente de que el crecimiento mundial ha sido demasiado bajo durante demasiado tiempo y que ello hace a la economía global más vulnerable. En todo caso parece claro que estamos asistiendo a una recomposición del crecimiento mundial, con menos peso de emergentes y de países exportadores de materias primas y con mayor protagonismo por parte de economías desarrolladas e importadoras de ese tipo de bienes. Ahora bien, eso no significa que el mundo vaya a crecer menos en 2016 de lo que lo hizo en 2015. Conviene recordar que la caída del crudo es un shock tan negativo para los países productores como lo es positivo para los países consumidores.

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

que, pese a la ralentización de su crecimiento, su mix de política monetaria y fiscal expansiva está logrando evitar una desaceleración abrupta, estabilizando la actividad y dando margen para poder avanzar en reformas estructurales necesarias para corregir sus desequilibrios y para facilitar su transición a una economía con una estructura más típica de país maduro.

Por países, la reciente depreciación del dólar ha favorecido al sector manufacturero de Estados Unidos, **aunque el crecimiento se mantiene débil en la primera economía mundial.**

Mientras, **la zona euro conserva un crecimiento ligeramente por encima de su potencial en el segundo trimestre**, impulsado por unos vientos de cola muy favorables en forma de crudo barato, euro débil, bajísimos tipos de interés y mayor fluidez de crédito. **Los riesgos son a la baja para el segundo trimestre debido a los nuevos ruidos sobre la banca italiana y a la incertidumbre abierta por el Brexit.**

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

La economía española seguirá beneficiándose (salvo impacto mayor de lo previsto en los mercados financieros por la nueva situación del Reino Unido y de la Unión Europea tras el Brexit) por tanto, de unos tipos de interés muy bajos y de crédito abundante. También de un precio del petróleo bajo que favorecerá mantener capacidad de financiación a la economía española y poder reducir parte de la aún elevada deuda externa. La economía española seguirá mostrando un buen ritmo de creación de empleo, pero no se debe olvidar la necesidad de seguir avanzando en la corrección del principal desequilibrio de la economía, toda vez que apenas se ha conseguido recuperar uno de cada tres empleos destruidos durante la crisis.

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

El próximo gobierno, sea cual sea, deberá afrontar cruciales reformas para el futuro del país. Si bien la situación a corto plazo es favorable con una economía creciendo en tasa anualizada por encima del 3% y el doble que la media de la zona euro, los retos a medio y largo plazo son enormes, entre otros, elevar la productividad y el potencial de crecimiento de la economía española, reducir la elevada deuda externa, reducir la elevadísima tasa de paro, atajar la creciente desigualdad y consolidar las cuentas públicas.

FOCUS brief

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

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