

**FOCUS** brief

*Boletín Mensual de  
Coyuntura Económica*

*Julio • 2017*

## VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores correspondientes al mes de mayo 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 en mayo a un ritmo intermensual del 0,5%, el segundo mejor dato del año, compensando así la caída experimentada en abril. El primer trimestre del año cerró con un crecimiento anualizado del 4,5% que, a falta de conocer el dato de junio, no podrá mantenerse en el segundo trimestre, ya que la suma de abril y mayo da como resultado una expansión anualizada del 0,8%. En todo caso, este ajuste es normal, habida cuenta de la pujanza con que se inició el año.**

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 la segundas,

justo al contrario que en el primer trimestre. Mientras que las ventas interiores crecen a un ritmo anualizado del 1,2%, las exportaciones avanzan un 0,7%. El crecimiento de las exportaciones se sigue ralentizando en abril y mayo con respecto al primer trimestre. Ello **refleja, en parte, la ralentización del comercio mundial de comienzos de 2017, tras la recuperación observada en el cuarto trimestre de 2016.** Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el comercio internacional registró en abril la mayor caída de los últimos siete años, al retroceder un 2,1%. Estados Unidos (+0,1%), la zona euro (+0,2%) y África y Oriente Medio (+0,8%) fueron las tres únicas regiones del mundo en las que creció el comercio en dicho mes.

**Las importaciones, tras la fuerte subida del cierre de 2016 y el ascenso intertrimestral moderado del 1,7% del primer trimestre, registraron un fuerte retroceso en abril y mayo; todo indica que el segundo trimestre del año será el cuarto consecutivo en el que las importaciones crecen por debajo de las exportaciones.**

**Un cambio importante con respecto a meses pasados es la importante desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios hacia el mercado no europeo.** Tras los crecimientos de doble dígito durante los cuatro primeros meses de 2017, en mayo las exportaciones fuera de la Unión Europea avanzaron tan sólo un 2,8% en términos interanuales. Por el contrario, las exportaciones a territorio comunitario mejoraron considerablemente en mayo, al subir un 7% (crecimiento en línea con el notorio avance del 7,6% del primer trimestre), en contraste con el 1,4% del mes de abril.

Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, compensando así, en parte la apreciación desde principios del año del 8,3% del euro con respecto al dólar. 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. El tipo efectivo nominal del euro experimenta una ligera

\* *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.

apreciación desde comienzos de 2017 hasta mediados de julio, que se amplía si consideramos las variaciones de precios observadas, de modo que tiene lugar una pérdida de competitividad-precio global.

**El buen comportamiento de las exportaciones en los dos primeros meses del segundo trimestre adquiere gran relevancia: por un lado por la merma de competitividad observada y, por otra parte, por el mayor peso que el sector exterior tiene hoy en las ventas de las grandes empresas y en la economía española.** Si en el año 2007 el peso de las exportaciones solo suponía el 15,3% de los ingresos de las grandes empresas, en el acumulado hasta mayo de 2017 dicho porcentaje subió hasta el 24,6%.

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 perjudicó 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 una 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, volvieron a crecer al ritmo observado en el segundo semestre de 2016, tras el fuerte crecimiento del primer trimestre.** Así, las ventas interiores de las grandes empresas españolas avanzaron un 1,2% anualizado en el bimestre abril-mayo, cuando en el primer trimestre su evolución fue del 2,8%.

**Desde el lado de la oferta, mientras que construcción y servicios aumentan a ritmos anualizados del 1,9% y del 1,2% respectivamente, las ventas de la industria retroceden un 0,5%.**

**El Índice de Producción Industrial (IPI)**, con datos corregidos de calendario, creció en mayo el 3,1% interanual, tasa superior en casi tres puntos a la del mes precedente (0,2%).

El índice PMI de manufacturas logra mantener en junio un significativo avance de siete décimas con respecto mayo y de una décima con respecto al primer trimestre (54,9 frente a 54,8 puntos).

Y es que, las ventas industriales en mayo crecieron con fuerza 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 junio el nivel 58,3, superior en un punto al de mayo, y el máximo en casi dos años.

**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 11,7% en mayo mientras que el gasto subió un 13,3% interanual, según datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR) y de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), lo que permitió que en mayo el gasto medio por turista se situara en 987 euros, un 1,5% más que en mayo de 2016.

En el acumulado de los cinco primeros meses del año el gasto total de los turistas internacionales aumentó un 14,7% respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que el número de turistas ascendió a 28 millones, un 11,6% más que en 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%), a diferencia del 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. 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.

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, intensificó en mayo 4,3 puntos el ritmo de descenso interanual, hasta el -5,6%. Este resultado se explica, fundamentalmente, por la evolución del componente de edificación, cuya tasa interanual se situó en el -6,2% (-1,5% en abril) y, en menor medida, por la caída del 1,4% del componente de obra civil, tras el incremento del 0,9% en el mes anterior. En el conjunto de los cinco primeros meses del año, el Índice de Producción de la Industria de la Construcción anotó una variación media anual del -3,5%, frente al incremento del 5,1% registrado en el conjunto de 2016.

Mientras, en el **sector inmobiliario**, se produjo un aumento muy similar al del conjunto de 2016, creciendo la compraventa de viviendas en los cinco primeros meses de 2017 un 11,8% interanual, de acuerdo con los datos del Instituto Nacional de Estadística.

No obstante, el fuerte crecimiento del empleo en la construcción en junio del 9% unido al cambio significativo en la composición de la venta de viviendas, creciendo la venta de viviendas nuevas un 12% interanual en mayo 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 consumo como las de bienes y servicios intermedios han sido las más dinámicas en el periodo abril-mayo** creciendo un 2,6% y un 1,3% anualizadas

respectivamente, desestacionalizadas, corregidas de calendario y deflactadas. **Las ventas de bienes de equipo y software, por su parte, han cedido un 2,5% anualizado, después del extraordinariamente elevado impulso del primer trimestre.**

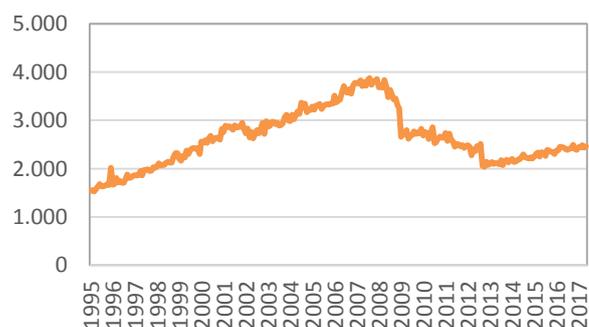
**Otros indicadores del buen comportamiento del consumo** en lo que llevamos de año son, por ejemplo, **las matriculaciones de turismos y de vehículos comerciales** que, según ANFAC, se incrementaron en tasa intertrimestral un 4,2% en el segundo trimestre, mejorando el avance del 0,7% observado en el primer trimestre del año.

El **Índice General del Comercio Minorista (ICM)**, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, **registró, en mayo, un aumento anualizado del 3,6%**, misma tasa de crecimiento que la observada en 2016.

Por último en relación al consumo, y en clave cualitativa, **el Indicador de Confianza del Consumidor**, elaborado por el CIS, aumentó casi medio punto en junio respecto al mes previo, situándose en el nivel 105,8, por encima del umbral 100 (indicativo de una percepción positiva de los consumidores) por tercer mes consecutivo. Este resultado aglutina una valoración más positiva del componente de situación actual, que anotó un avance de 2 puntos hasta el nivel de 100,6, compensado en parte por el retroceso de 1,1 puntos en el componente de expectativas, hasta el nivel 111.

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, el incremento de la 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.

**En el segundo trimestre, se ralentizará la extraordinaria dinámica de la inversión observada en el primer trimestre del año,** con tasas de crecimiento anualizadas del 12,4% en bienes de equipo. De hecho, **las ventas de las grandes empresas de bienes de equipo y software caían a un ritmo del 2,5% en el periodo abril-mayo.** El menor ritmo de crecimiento de las exportaciones también merma el avance de la inversión en bienes de equipo por parte de las empresas. Por otro lado, las matriculaciones de vehículos de carga pasan de crecer un 20,8% en el primer trimestre a una ligera caída del 1,5% en el conjunto del semestre

en comparación con el primer semestre de 2016. 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 hotelería (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 abril, el saldo de las cuentas corriente y de capital, que determinan la capacidad o necesidad de financiación de la economía, se situó en 600 millones de euros, frente a una capacidad de financiación de 2.600 millones de euros en abril de 2016. Dicho empeoramiento proviene sobre todo del inferior saldo por cuenta corriente que se elevó a 400 millones de euros, registro inferior al del mismo mes de 2016 (2.500 millones de euros). Por componentes, los bienes y servicios alcanzaron un superávit de 2.400 millones en abril de 2017, frente a 3.000 millones de un año antes, debido a un aumento de los pagos y a una disminución de los ingresos (1,8% y -0,6% en términos interanuales, respectivamente). Dentro del conjunto de bienes y servicios, el saldo de turismo y viajes experimentó un superávit de 2.700 millones, mayor que el del año anterior (2.300). El saldo de las rentas primaria y secundaria fue de -1.900 millones en abril, disminuyendo respecto a los 600 millones del mismo mes del año anterior. Finalmente, la cuenta de capital mostró un saldo de 200 millones. En el acumulado de doce meses, la economía española registró en abril una capacidad de financiación de 21.500 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 una economía con un elevado stock de deuda externa y la necesidad de reducirlo.** Y ello ha sido posible gracias a que el ahorro crece con mayor intensidad que la inversión, situándose el primero en el 22,5% del PIB y el segundo, en el 20,5%. Y dicha brecha es significativamente positiva pues permite aunar crecimientos del PIB cercanos al 3% con desapalancamiento de empresas y familias, al disponer de margen para que la formación bruta de capital crezca sin necesidad de apelar a la financiación externa.

**Uno de los datos que mejor confirman la buena coyuntura por la que aún atraviesa la economía española, es la cifra de afiliaciones a la Seguridad Social.** Éstas crecieron un 3,8% interanual en junio, tasa inferior en una décima a la de mayo e igual a la de abril y, con series corregidas de estacionalidad, la afiliación aumentó en 53.690 personas, un 0,3% más intermensual, encadenando así más de tres años y medio de tasas intermensuales positivas.

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.

El paro registrado se redujo en 98.317 personas en junio respecto al mes previo, situándose el número total de parados registrados en 3.362.811 personas.

Con series corregidas de estacionalidad, el paro registrado disminuyó en junio en tasa intermensual un 0,6%, mientras que en términos interanuales acumulados la disminución fue del 404.243 personas, lo que equivale a una reducción del 10,7%, cuatro décimas inferior a la del mes precedente.

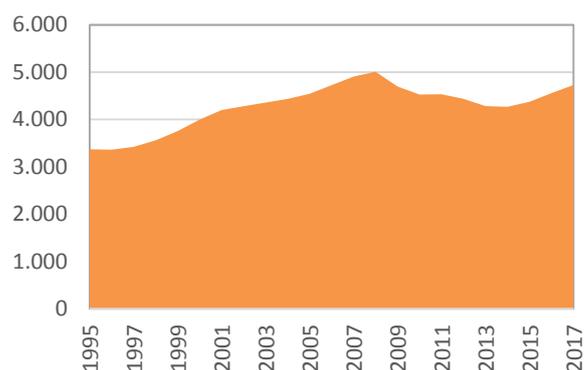
En términos interanuales y en el acumulado del año se contabilizaron 672.835 afiliados más en junio, el 3,8% de aumento.

Atendiendo al sector de actividad, el ritmo de crecimiento se mantuvo en los servicios en el 3,8% por tercer mes consecutivo, mientras que las afiliaciones se desaceleraron en las demás ramas: una décima en industria, hasta el 3,1%; tres en construcción, hasta el 6%; y 1,3 puntos en agricultura, hasta el 2,3%. Las afiliaciones

excluida agricultura avanzaron a un ritmo del 3,9% por tercer mes consecutivo.

**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 3,9% en mayo, cifra ligeramente superior al ya elevado ritmo de crecimiento de 2016. En cuanto a los salarios, el incremento anual del rendimiento bruto medio fue del 0,4% en mayo, de modo que el conjunto de los cinco primeros meses el aumento medio fue del 0,1%.

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

**En relación a las cuentas públicas,** el déficit público del conjunto de las administraciones públicas cerró en el primer trimestre de 2017 en un 0,4% del PIB. Es decir, respecto al primer trimestre de 2016, el déficit se redujo 4 décimas, un tercio del total necesario para alcanzar el objetivo del 3,1% del PIB en 2017.

La Intervención General de la Administración del Estado publicó sus datos de ejecución

presupuestaria de mayo. En los primeros cinco meses del año los ingresos crecieron por encima de lo previsto, cerca del 9%. Los gastos se elevaron un 1,5%. Entre éstos destaca la caída de la inversión pública por segundo año consecutivo, siendo el ajuste del 35%. Todo ello es favorable para cumplir el objetivo de déficit y situarlo por debajo del 3% del PIB en 2018.

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 mayo la cifra de 1.124.961 millones de euros, un 3,3% superior a la del mismo periodo del pasado año, una décima inferior al crecimiento registrado en el mes de abril. La deuda de la administración central fue del 87,8% del PIB, la de las comunidades autónomas se mantuvo prácticamente estable en el 24,8% del PIB mientras que la de las Corporaciones Locales se redujo ligeramente hasta el 2,8% del PIB. La vulnerabilidad de la economía española viene no solo explicada por el importe total de deuda en relación al PIB sino también por el elevado volumen adquirido por el Banco Central Europeo (BCE), que ascendió en junio a 172.902 millones de euros, lo que explica los tipos tan bajos a los que se financió la deuda. El Tesoro español ha sabido sacar ventaja de estas adquisiciones del BCE para emitir más deuda a largo plazo y financiarse más barato durante más tiempo.

**En definitiva, en el cómputo global los datos macroeconómicos siguen siendo favorables para la economía española, y esperamos que el PIB crezca un 0,8% en el segundo trimestre de 2017.** La actividad económica del país sigue beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, de la relativa debilidad del euro y de los tipos de interés extraordinariamente bajos. **En el pasado mes de mayo la economía española recuperó su tamaño previo a la crisis.**

Junto a la mejora en las expectativas empresariales destacadas en la primera parte del informe, **las favorables condiciones de financiación, resultado de la política monetaria expansiva del BCE,** siguen contribuyendo a mejorar el acceso y el coste de financiación para las pymes al tiempo que también permiten al Estado financiarse a tipos de interés muy reducidos, resultando todo ello en claros incentivos para **la inversión por parte de las empresas.**

**La tasa de morosidad ha retomado la senda bajista y se mantiene en sus niveles mínimos desde 2012. En mayo descendió hasta el 8,7%.** Ello ha sido posible gracias al notable retroceso de la morosidad del crédito promotor y a la construcción, y gracias a que el crédito dudoso siguió contrayéndose a mayor velocidad que el saldo total de crédito. La mejora sostenida en el ritmo de actividad económica debería coadyuvar a que la morosidad siga reduciéndose, factor fundamental para que la fluidez del crédito se afiance aún más.

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 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, contar 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 abril recoge un aumento en la demanda de crédito según las entidades bancarias, lo que representa un cambio de tendencia con respecto a lo observado desde comienzos de 2016 y un cambio de tendencia que no se observa en el promedio de la zona euro.

Finalmente, **la estabilización del precio del crudo alrededor de los 50\$ por barril 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 progresivo de la inflación subyacente en los próximos meses.

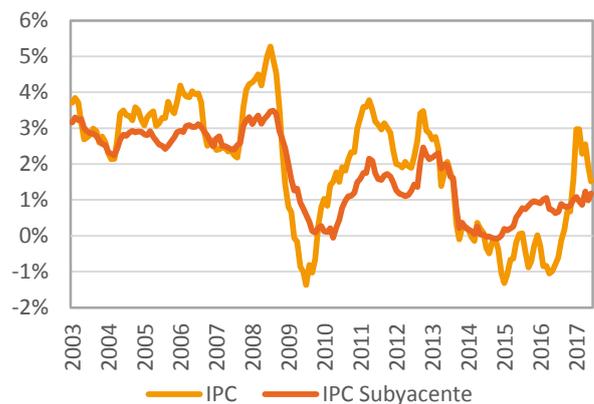
En ciertos países de la zona euro con bajo desempleo el dinamismo de los salarios debería presionar al alza los precios. Incluso en España, con las mejoras en las cuentas de resultados de un gran número de empresas, y sin dejar de hacer seguimiento a la evolución de productividad, **los aumentos, aunque 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 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 junio, 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 tres décimas en junio hasta el 1,3%). 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.

**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 con Donald Trump al frente 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 de corto plazo, revisando al alza el crecimiento para 2017 por vez primera en seis años (+0,1% hasta el 3,5%), frente al 3,1% registrado de crecimiento de la economía mundial en 2016, gracias al impulso del comercio exterior y la

recuperación del sector manufacturero y de la inversión. También la economía del área del euro mostró un gran vigor en el último trimestre del año, creciendo al 0,5% intertrimestral y un 1,7% 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 también se ha reflejado en el mercado de divisas, donde el dólar ha perdido lo ganado tras la victoria electoral de Donald Trump. La moneda europea se ha apreciado un 15% frente al dólar desde principios de año. De continuar esta tendencia, la apreciación encarecería las exportaciones y frenaría la recuperación de la economía española.

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 sólo 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 ocurrirá. 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 se 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.

### **Una mayor incertidumbre para la economía mundial influye negativamente en las expectativas de consumidores e inversores.**

La política fiscal expansiva propuesta por la nueva administración estadounidense 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. Resta saber si el anuncio de una intensa rebaja de impuestos en el IRPF y, especialmente, en el impuesto de sociedades, propuesto por el presidente, consigue el apoyo en el Congreso

Así mismo, Estados Unidos cerró 2016 con una deuda pública de alrededor del 105% del PIB y con unas previsiones de déficit público del 4% por parte de la oficina de presupuesto del Congreso para la próxima década. Por otro lado, el incremento 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, endeudadas en dólares ya que lo más probable sería una apreciación de la divisa estadounidense.

Y es en este sentido en el que D. Trump puede ayudar a que preocupe un poco menos el debate sobre el estancamiento secular, ya que las tres cosas que ha prometido hacer el presidente norteamericano son todas claramente inflacionistas: política fiscal expansiva, proteccionismo comercial y mayor control de la inmigración. Y quizá significativamente inflacionistas en un contexto en que la economía norteamericana está en pleno empleo.

**La Unión Europea, por su parte, se enfrenta a un entorno político complicado**, en el que se vislumbra una Europa a dos velocidades. Por un lado, con Trump en la Casa Blanca, aunque sus relaciones con la Unión Europea se han suavizado. Por otro lado, el escenario europeo, las negociaciones del Brexit, las elecciones alemanas y ahora también la escalada de tensión con algunos países de Europa Central y

del Este ante la falta de respeto a la normativa europea, especialmente en lo concerniente a política de asilo e inmigración y el creciente acercamiento a la Rusia de Vladimir Putin. Sin embargo, el resultado de las elecciones holandesas y, sobre todo, de las francesas, alejó, de momento, el fantasma populista de la economía de la Unión. 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.

**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 nuevo 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% 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 al 3,1%, 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. Los desafíos 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. Por ello, **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.**

**La capacidad de financiación de la economía española se amplía en el primer trimestre de 2017.**

El prolongado periodo de tiempo en el que la economía española mantuvo fuertes déficits en su balanza por cuenta corriente y de capital dio origen a una enorme posición de inversión internacional neta deudora, que aún hoy se sitúa

alrededor del 90% del PIB, con un volumen de pasivos con el exterior de más del 200% del PIB. Esta dependencia financiera del exterior hace a la economía española muy vulnerable a shocks domésticos y/o exteriores, por lo que es fundamental ir reduciéndola, como viene sucediendo en los últimos trimestres.

**Probablemente el principal logro de la economía española en la última década ha sido la corrección del desequilibrio exterior. La balanza por cuenta corriente pasó de registrar un déficit del 9,6% en 2007 a un superávit del 2% en 2016**, acumulando una mejora de un punto porcentual anual en promedio desde 2010. En los últimos años las tres balanzas que componen la cuenta corriente (balanza de bienes, de servicios y de rentas) han experimentado una evolución positiva.

**La mejora de la balanza por cuenta corriente es crucial para hacer de la economía española una economía con capacidad de financiación**, lo que permite no sólo crecer sin acumular más deuda externa sino también reducir dicha elevada cuenta que tenemos abierta con el resto del mundo. La capacidad de financiación de la nación ascendió en 2016 al 2,1% del PIB según el Banco de España, porcentaje ligeramente superior al registrado en 2015 (2% del PIB).

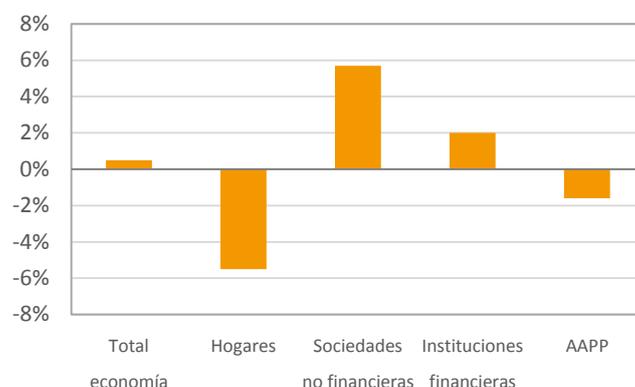
Esta capacidad de financiación se amplió en el primer trimestre de 2017. Según las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales elaboradas por el INE, la economía española presentó en el primer trimestre de 2017 una capacidad de financiación frente al resto del mundo por valor de 1.498 millones de euros, un 0,5% del PIB trimestral.

La mejora se observa en la necesidad de financiación de 422 millones de euros, equivalente al 0,2% del PIB trimestral del primer trimestre de 2016.

Con series corregidas de calendario y estacionalidad, la capacidad de financiación de la economía nacional se situó en el primer trimestre en el 3% del PIB, frente al 2,1% del trimestre anterior. Esta mejora en la capacidad de financiación se explica gracias al menor déficit de la balanza de rentas y transferencias corrientes (2.244 millones de euros, más de 2.000 millones inferior a un año antes) así como por la mejora del saldo de la balanza de transferencias de capital. Dicha mejora no fue mayor debido al descenso en el superávit en la balanza comercial, que se redujo en cerca de 1,000

millones de euros, con respecto al primer trimestre de 2016.

Gráfico 5. Capacidad/Necesidad de financiación economía española en el primer trimestre 2017. Sectores institucionales.



Fuente: INE

Por sectores institucionales, el pasar de necesidad de financiación en el primer trimestre de 2016 a capacidad en 2017 se explica por el aumento interanual de la capacidad de financiación de las sociedades no financieras e instituciones financieras, así como al descenso del déficit de las Administraciones Públicas, parcialmente compensados por la mayor necesidad de financiación de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISLSH).

Concretamente, las sociedades no financieras pasaron de registrar capacidad de financiación equivalente al 4,4% del PIB trimestral (11.700 millones de euros) en el primer trimestre de 2016 al 5,7% del PIB (15.687 millones de euros) en el primer trimestre de 2017. Las instituciones financieras, por su parte, aumentaron su capacidad de financiación respecto al mismo periodo de 2016 en 1.750 millones de euros, hasta alcanzar el 2% del PIB trimestral, frente al 1,4% del primer trimestre de 2016.

El déficit de las Administraciones Públicas se redujo un 42,5% pasando de 7.823 millones (3% del PIB trimestral) en el primer trimestre de 2016 a 4.500 millones de euros (1,6% del PIB) en 2017.

El aumento en la necesidad de financiación de los hogares e ISFLSH en el primer trimestre de 2017 respecto a la de un año antes se explica, fundamentalmente, por el aumento del desahorro del sector hasta los 5.573 millones de euros, 800 millones de euros más que un año antes, al avanzar el gasto en consumo final (4,9%) a

mayor ritmo que la renta bruta disponible de las familias (1,9%). Una segunda explicación reside en el incremento de la inversión (32,8%), parcialmente compensado por el mayor importe de los otros ingresos de capital neto.

La tasa de ahorro bruto de los hogares e ISFLSH se situó en el -3,4% de su renta bruta disponible (RBD), casi tres puntos inferior a la del mismo trimestre de 2016 (-0,5%). Calculada en términos de media móvil de cuatro trimestres, la tasa de ahorro se situó en el 7% del RBD, inferior en siete décimas a la del trimestre anterior.

Se trata de una tasa de ahorro baja con respecto a la media de la zona euro, que se situó alrededor del 12%, si bien la tasa de inversión de los hogares españoles también es menor, lo que permite que el sector hogares aún mantenga capacidad de financiación. Y todo ello tiene lugar en medio de un proceso de recuperación de las tasas de ahorro nacional previas a la Gran Recesión, la cual generó una disminución de las tasas de ahorro en los países de nuestro entorno, con la notable excepción de Alemania.

**Podrían existir motivos de preocupación si parte del repunte reciente del consumo se hubiese sufragado tirando del ahorro familiar al disminuir la preocupación de los hogares españoles** sobre el futuro, como parece ser el caso, pues ello conllevaría que el avance de la demanda interna sería un poco menos dinámico en los próximos meses. Al menor consumo futuro se une una segunda preocupación, la ralentización del proceso de reducción de deuda de las familias, aún necesario dadas las poco alentadoras perspectivas demográficas.

Entre los factores explicativos se encuentran los bajos tipos de interés (que no incentivan el ahorro y sí la inversión, sobre todo en lo que llevamos de año con mayores subidas de precios que en los últimos años, lo que hunde aún más los tipos de interés reales), la menor incertidumbre, dada la mejora de la confianza en el futuro de la economía, así como los bajos salarios. Esto último preocupa también a efectos de recaudación pues dificulta cuadrar las cuentas de la Seguridad Social. Según los datos de afiliación a la Seguridad Social, la ocupación crece a ritmos del 3,8% en junio, mientras que según la EPA del primer trimestre el empleo crece a un ritmo del 2,3%. Cualquiera de los dos indicadores debería conllevar una subida de la masa salarial y, por ende, de la recaudación, significativa. **Ahora bien, desde comienzos de 2008 hasta junio de 2017 se han perdido alrededor de 30.000 millones de rentas**

**salariales**, según los datos de Contabilidad Nacional del INE. Ello implica que aunque en algún momento del segundo trimestre el PIB haya recuperado los niveles alcanzados en 2008, lo ha hecho sustituyendo salarios por rentas del capital e impuestos.

La mejora en las rentas del capital, concretamente en la parte vinculada al excedente bruto de explotación de las empresas permite explicar, a su vez, la amplia capacidad de financiación mostrada por las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2017, del 5,7% del PIB y superior en 1,3 puntos a la de un año antes. El crecimiento del excedente bruto de explotación (6,7%) y el descenso de las rentas de la propiedad netas pagadas (-18,5%), superan con creces el aumento de las transferencias corrientes netas pagadas (15,6%) y el incremento del impuesto de sociedades (4,8%). El superávit de las instituciones financieras viene explicado, por su parte, por el mayor ahorro bruto (4,8% interanual) y por el descenso de la inversión (700 millones menos que en el primer trimestre de 2016), por el fuerte impulso del excedente bruto de explotación (44,9% interanual) y por la disminución del 1,8% de la cuantía pagada en concepto de impuesto de sociedades, parcialmente contrarrestados por el descenso de las rentas de la propiedad netas recibidas y por el incremento de las transferencias corrientes netas pagadas.

Finalmente, las Administraciones Públicas redujeron en el primer trimestre del año su necesidad de financiación en 3.323 millones de euros respecto a la del mismo periodo de 2016, dejándola en 4.500 millones de euros, el 1,6% del PIB trimestral. Esto es debido al ahorro registrado por el sector por importe de más de 2.000 millones de euros, frente al desahorro de 1.300 millones de un año antes, parcialmente compensado por el ligerísimo aumento de la inversión (5.076 millones de euros frente a los 5.066 del primer trimestre de 2016).

En la medida que el sector público sea capaz de liberar ahorro conforme los futuros gobiernos hagan lo posible por cumplir con sus compromisos con Europa la vulnerabilidad financiera de la economía se reducirá. El objetivo prioritario debe seguir siendo la creación de empleo, pues un objetivo ambicioso de tasa de paro del 7,5% (que sigue siendo menos ambicioso a lo conseguido en Alemania o el Reino Unido, pese a ser una tasa muy baja para el promedio histórico nacional), permitiría convertir el actual déficit público estructural de

alrededor del 2% del PIB en un superávit público estructural del 4%.

En cualquier caso, no conviene olvidar que un desajuste entre inversión y ahorro nacional no tiene por qué generar problemas económicos siempre y cuando el ahorro externo sea bien dirigido hacia actividades productivas y de alto valor añadido que permitan en un futuro generar mayores rentas y bienestar. En el caso español lo anterior está altamente condicionado por la elevada deuda externa bruta, del 169,8% en el primer trimestre de 2017, y que no se ha conseguido reducir debido a la necesidad de financiación del sector público y el aumento de la deuda pública.

# FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia  
de Rating española* }

902 10 10 33  
[www.axesor.es](http://www.axesor.es)  
[bccomunicacion@axesor.es](mailto:bccomunicacion@axesor.es)