

F●**OCUS** brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

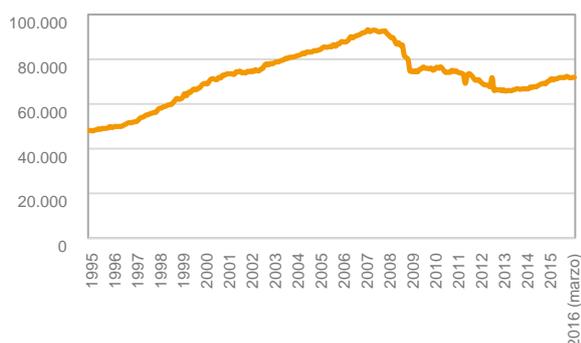
Mayo • 2016

VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS.

Los indicadores de marzo 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, si bien en el primer trimestre de 2016 el crecimiento se ralentizará ligeramente con respecto al trimestre de cierre de 2015.**

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**, que crecieron en tasa intertrimestral anualizada al 2,5% y al 3,6 % en el segundo y en el tercer trimestre, respectivamente, y que ralentizaron su crecimiento en el cuarto trimestre de 2015 hasta el 1,8%, **se han estancado en el primer trimestre de 2016, registrando un crecimiento trimestral anualizado del 0,6%, tres veces menor al crecimiento del trimestre anterior.** Ello implicaría que la ralentización de las ventas de las grandes empresas sería mucho más acusada que la prevista para la economía en su conjunto, dado que el avance del Instituto Nacional de Estadística (INE) situó el crecimiento previsto del PIB en el 0,8% para el primer trimestre de 2016. **Nuestras estimaciones situarían el crecimiento del PIB en el conjunto de 2016 cerca del 2,7%, una décima más de lo que preveíamos al comienzo del año.**

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



Fuente: Agencia Tributaria.

El principal responsable del parón de ventas de las grandes empresas es el sector exterior.

Las ventas al exterior de las grandes empresas, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad cayeron un 1% en el primer trimestre de 2016 en comparación con el trimestre anterior. **Las exportaciones de las grandes empresas están, por lo tanto, cayendo a un ritmo anualizado del 4%.**

Así, la recuperación de las exportaciones del cuarto trimestre de 2015 tras el estancamiento del segundo trimestre, no ha encontrado continuidad en el inicio del año 2016.

La apreciación del euro del 5% respecto al dólar en lo que llevamos de 2016 y, especialmente con respecto a economías emergentes, y la desaceleración del crecimiento en esa parte del mundo explican gran parte del mal comportamiento de las exportaciones españolas de inicio de año, concretamente hacia destinos fuera de la Unión Europea, que caen un 1,7% en la comparativa anual en el primer trimestre. Mientras, las ventas que tienen como destino el mercado comunitario aumentaron un 2,8% en el mismo periodo.

El mal dato de exportaciones del 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 solo suponía el 15,3% de los ingresos de las grandes empresas, en 2015 dicho porcentaje subió hasta el 23,6%.**

Por último, el menor ritmo de crecimiento de la demanda interior ha afectado también a la tasa de variación de las importaciones, que cayeron en el primer trimestre un 0,3% en comparación con el trimestre anterior. A partir del dato observado de exportaciones se deduce que **el ritmo de caídas de éstas es tres veces superior al de descenso de las importaciones**, lo que está condicionando la contribución del sector exterior a la economía española, que fue positiva en el cuarto trimestre de 2015 en la comparativa interanual.

El menor dinamismo del comercio internacional mundial ha terminado por afectar al sector exterior, recogido en la estadística de la Agencia Tributaria de exportaciones e importaciones de las grandes empresas españolas, representativa de más del 80% del comercio exterior de España. Sirve de ejemplo el hecho de que **las exportaciones de las grandes empresas no caían desde el cuarto trimestre de 2013**, cuando cedieron un 1,3%, mientras que las importaciones no se reducían desde el segundo trimestre de 2014 cuando cayeron un ligero 0,25% en tasa intertrimestral.

Las ventas interiores, por su parte, crecieron a una tasa trimestral anualizada del 2,2%, lo que muestra también su ralentización respecto a la tendencia media de trimestres anteriores (3,6%), pero siendo dicha tasa superior a la del 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 trimestral anualizado del 4,6%, frente al débil crecimiento del sector servicios (0,7%) y la abrupta caída de la construcción y promoción (-9,2%).

Indicadores de actividad tales como los índices PMI (*Purchasing Managers' Indexes*), tanto del sector manufacturero como del sector servicios, se consolidaron en zona marcadamente expansiva. Ambos se mantienen desde hace meses en cotas superiores a los 50 puntos, umbral a partir del cual se suelen observar tasas de crecimiento positivas. La tendencia es también de desaceleración paulatina, comportamiento que también se observa en el Índice de Producción Industrial, que cayó en el primer trimestre hasta el 2,7%, desde niveles cercanos al 4% en la segunda mitad de 2015.

Dentro del sector servicios, destaca sobremanera el turismo, que evoluciona a ritmo de récord cada trimestre, muy favorecido por factores de índole macroeconómica (bajo precio del petróleo) y geopolítica. La llegada de turistas en el primer trimestre aumentó un 13,9% y alcanzó los 12 millones de turistas. A su vez, **el gasto por turista aumentó un 7,4% interanual en el primer trimestre del año**, alcanzando los 12.243 millones de euros. Las pernoctaciones siguieron creciendo también durante el primer trimestre de 2016, a un ritmo interanual del 13,3%.

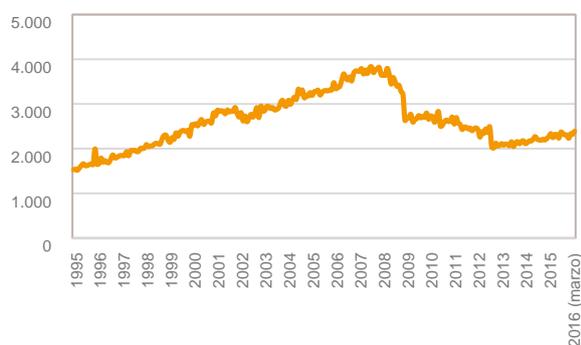
Todo ello deriva en que las ventas de las grandes empresas de comercio y hostelería, deflactadas y corregidas de efecto calendario y estacionalidad, son las que verdaderamente tiran del conjunto de ventas del sector servicios en el primer trimestre de 2016 y en términos interanuales, al crecer (1,9%) prácticamente el doble que el resto de ramas del sector servicios (transporte, comunicaciones, servicios a empresas, otros). No obstante, en el mes de marzo las ventas del comercio y la hostelería no crecieron, destacando el fuerte crecimiento de los servicios a empresas (+3,1%).

Por el lado de la demanda, el crecimiento de las ventas vinculadas al consumo en el trimestre es aún notable (+3,2% trimestral anualizado), siendo aún más relevante el incremento observado en la demanda de bienes de equipo (+7,6%). Son, en este caso, los bienes y servicios intermedios los que mejor manifiestan la ralentización (+2,1%), en línea con el menor ritmo de crecimiento del comercio mundial.

El buen comportamiento de las ventas de bienes de equipo denota que **la inversión empresarial continúa viéndose sostenida por las perspectivas favorables de evolución de la demanda final**. El crecimiento intertrimestral anualizado del 7,6% es superior al crecimiento registrado por las ventas de bienes de equipo en 2015 (+5%). Si añadimos que las importaciones de bienes de capital crecieron en enero y febrero un 4% respecto al mismo periodo del año anterior, el stock de capital de la economía española se recupera a un ritmo notable, cerrando la gran brecha abierta desde la llegada de la crisis, que hundió la inversión por parte de las empresas. No obstante, la caída del ritmo exportador hará menos probable nuevas inversiones de empresas eminentemente exportadoras. El dato menos bueno reside en que las importaciones de bienes de consumo no alimenticio crecen a un ritmo interanual en los primeros meses del año del 15%.

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 las empresas españolas, 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% sobre el mismo periodo del año anterior.**

Sorprende, en el actual marco político, que las expectativas empresariales mejoren para el segundo 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 0,6% en el segundo trimestre de 2016 con respecto al trimestre anterior, retomando su tendencia alcista, que se había roto en el trimestre anterior tras once trimestres de continuo ascenso.

Así, el 20,1% de los establecimientos empresariales son optimistas sobre la marcha del negocio, mientras que el 18,2% prevé un trimestre desfavorable. Se trata del mayor incremento en la confianza de los empresarios

desde el segundo trimestre de 2015. **La mejora de la confianza está muy condicionada por el buen momento que atraviesan el sector del transporte y la hostelería,** que se anota la mayor subida (5,2%), siendo la construcción la actividad económica que destaca como aquella en la que se ha deteriorado más la confianza (-2,5%).

Las ventas de bienes de consumo, por su parte, crecen a un ritmo anualizado en el primer trimestre del 3,2%. Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en el primer trimestre son, por ejemplo, el índice general del comercio minorista, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, que sube un 4% interanual en el primer trimestre, a lo que se suma el incremento interanual en el primer cuatrimestre del 10,3% de las matriculaciones de turismos y del 8,8% de vehículos comerciales para el trimestre.

La **sólida recuperación del mercado laboral,** con un fuerte crecimiento de las afiliaciones a la Seguridad Social en el primer cuatrimestre, seguirá actuando como sostén de la demanda interna. Ese buen comportamiento vino a confirmarlo la Encuesta de Población Activa (EPA) que en términos desestacionalizados, recoge un crecimiento trimestral del empleo del 0,9%, una décima mayor al del trimestre anterior, y que deja un acumulado anual del 3,3%. Desde que el empleo empezó a recuperarse, ha aumentado en 1,1 millones de puestos de trabajo.

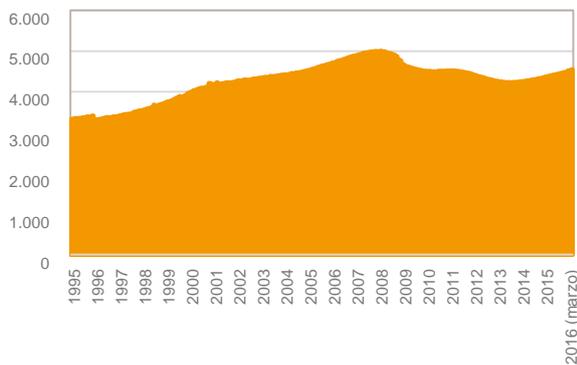
El consumo de los hogares también se beneficia del bajo precio del petróleo, al suponer el componente energético alrededor del 11,5% en la cesta de bienes de consumo de los hogares españoles, motivo por el cual la caída del precio del petróleo tiene un impacto directo sobre su capacidad de compra. La caída en el precio del crudo también está condicionando los registros negativos de la inflación, si bien la inflación subyacente sigue ofreciendo datos positivos.

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 trimestre.

Los perceptores de rendimientos del trabajo (gráfico 3), indicador fiscal que aproxima la evolución del empleo asalariado de las grandes empresas, crecieron un 3,3% en marzo, cuatro décimas menos que en febrero, quedando el promedio del trimestre en el 3,5%. El incremento anual del rendimiento bruto medio muestra oscilaciones mensuales, pero el promedio del año lleva tiempo estabilizado en torno al 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.

Gráfico 3. Empleados de las grandes empresas. Miles



Fuente: Agencia Tributaria

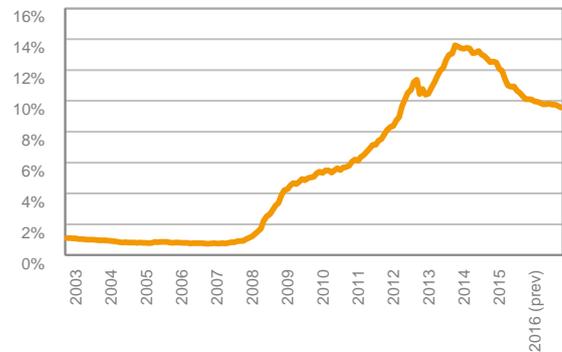
Junto a la mejora en las expectativas empresariales, **las favorables condiciones de financiación resultado de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE) contribuyen de manera decisiva a sostener la inversión por parte de las empresas.** La intervención del banco central también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

La ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE respalda el crédito. Atendiendo a la encuesta sobre préstamos bancarios en España, **en el primer trimestre los criterios de aprobación de los créditos a los hogares para el consumo y para la compra de vivienda se relajaron** y los criterios para las pymes y las grandes empresas no registraron cambios.

Relacionado con lo anterior y determinante para mantener ritmo de actividad y crecimiento, **la tasa de morosidad ha registrado una reducción durante el último año de 2,1 puntos**

porcentuales, hasta situarse en el 9,9%, 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. Según nuestras previsiones, la ratio de morosidad continuará bajando y podría situarse a final de año en el 9,5%.** La mejora sostenida en el ritmo de actividad económica debería contribuir a que la morosidad siga reduciéndose, factor fundamental para que la fluidez del crédito se afiance.

Gráfico 4. Ratio de morosidad



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

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, **en el primer trimestre de 2016, el crédito nuevo a familias y empresas crece en todos los segmentos, excepto en el de las grandes empresas (-23,6%). Así, el crédito a pymes aumentó un 7,35% interanual en el primer trimestre, superando (354 millones de euros más) por vez primera en la serie histórica al nuevo crédito total concedido a las grandes empresas.** El crédito a los hogares también subió, un 27% el crédito al consumo y un 11,4% el crédito a la vivienda. Esto último, junto con la creación notable de empleo, está contribuyendo positivamente a la evolución del mercado inmobiliario. La compraventa de vivienda aumentó en febrero a un ritmo del 9,8% en tasa interanual.

Tras cerrar 2015 con un déficit público del 5% del PIB y con la deuda pública rozando el 100% del PIB, la expansión fiscal observada en 2015 no será un factor que contribuya al crecimiento en 2016, pasando a ser mucho más neutral.

España podría ser multada por el incumplimiento del déficit público de manera continua en los últimos años, lo que, junto con los ajustes exigidos, tendría efectos contractivos sobre la economía, que podrían tener impacto en el segundo semestre de 2016 y, fundamentalmente, en 2017.

El escenario global para 2016 vendrá marcado por tres aspectos clave: el descenso en los precios del crudo y de otras materias primas, el endurecimiento muy gradual de la política monetaria en Estados Unidos en un contexto en el que los bancos centrales del resto de principales economías desarrolladas siguen aplicando medidas claramente expansivas y la desaceleración y reorientación del modelo productivo en China a uno menos basado en la inversión y en la industria y más volcado en el consumo y en los servicios. **En el corto plazo, el referéndum británico sobre su permanencia en el Unión Europea podría generar mucha incertidumbre especialmente en Europa, con efectos inmediatos sobre la economía británica y europea, más acusada sobre la periferia.** Si bien parece más probable un resultado favorable a la permanencia, nada se puede descartar.

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

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 mantiene un crecimiento elevado para los estándares europeos** (entorno al 2,5% anualizado en el primer trimestre), favorecido por unos vientos de cola muy favorables en forma de crudo barato, euro débil, bajísimos tipos de interés y mayor fluidez de crédito. Destacan Alemania y Francia por el dinamismo en el primer trimestre de su demanda interna. **Los riesgos para el segundo trimestre se presentan por los nuevos ruidos sobre Grecia y el incierto resultado del referéndum británico previsto para el próximo mes de junio.** En el primer trimestre, los precios siguen a la baja y aunque el riesgo de deflación se ha moderado debido a la decidida intervención del BCE, un crecimiento más bajo del esperado podría tener efectos negativos sobre los precios. **Europa necesita 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.** Finalmente, **con Rusia y Brasil en recesión, parece que la economía china, pese a la ralentización de su crecimiento, está logrando evitar una desaceleración abrupta, mediante una política monetaria y fiscal expansivas,** 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.

La economía española seguirá beneficiándose, 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, y 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 sobre algunas de las principales economías emergentes y, especialmente, del comportamiento de la

economía china. 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. La situación a corto plazo es favorable, la economía está creciendo actualmente en tasa anualizada por encima del 3%, el doble que la media de la zona euro, los retos a medio y largo plazo son enormes, entre otros, elevar la productividad y el potencial de crecimiento de la economía española, reducir la elevada deuda externa, reducir la elevadísima tasa de paro, reducir la creciente desigualdad y consolidar las cuentas públicas.

FOCUS brief

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

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