



F●**CUS** brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

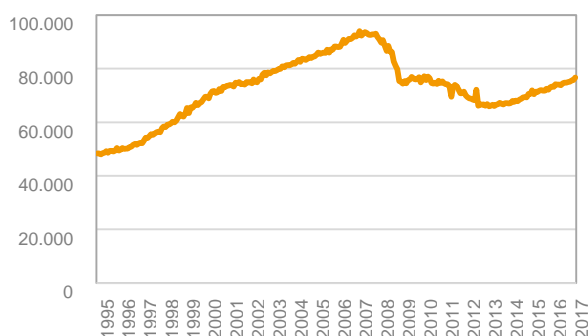
Mayo • 2017

VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores correspondientes al primer trimestre 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 repuntó ligeramente en el primer trimestre de 2017.

Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, crecieron a un ritmo del 1,1% intertrimestral de enero a marzo de 2017, un ritmo de crecimiento fuerte que es ligeramente superior al observado en el cuarto trimestre, y que en tasa anualizada roza el 4,5%. El dato de crecimiento intermensual fue del 0,3%, la mitad que en febrero pero ligeramente superior al de enero. En cualquier caso, el balance del primer trimestre de 2017 es muy positivo y supone un relanzamiento de la actividad tras el parón del tercer trimestre.

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 pero más despacio que las exportaciones, concretamente tres veces menos rápido que las ventas al exterior (0,7% frente a 2%). El crecimiento de las exportaciones es

fuerte, pues avanzan a una tasa anualizada del 8%, si bien su impulso se ha ralentizado un punto y medio respecto al cuarto trimestre de 2016. 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, tras crecer en noviembre, diciembre y enero, cayó un 0,6% en febrero. La zona euro (+0,4%) y América Latina (+0,8%) fueron las dos únicas regiones del mundo en las que creció el comercio en febrero.

Las importaciones, tras la fuerte subida del cuarto trimestre, continúan en ascenso, pero a un ritmo más moderado (+1,7%, intertrimestral). Es el cuarto trimestre consecutivo en que las importaciones crecen por debajo de las exportaciones, lo que ha permitido a la economía española reducir el diferencial negativo entre exportaciones e importaciones hasta cerca de los 10.000 millones de euros en el primer trimestre de 2017, con series desestacionalizadas, corregidas y deflactadas.

Un cambio importante con respecto a meses pasados es el buen comportamiento en las exportaciones de bienes y servicios hacia el mercado no europeo. Tras los buenos datos del cuarto trimestre con un ascenso del 4,6% interanual, el primer trimestre de 2017 cerró con un avance de un 13,5%. Y a ello se suma por vez primera en los últimos meses un crecimiento muy dinámico de las exportaciones dentro de la Unión Europea, siendo el impulso en marzo del 10% interanual, ritmo de crecimiento casi tres veces superior al promedio observado en 2016. De este modo, el primer trimestre cerró con un aumento de las exportaciones hacia la Unión Europea del 7,6%.

Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, así como el hecho de tener un euro más barato. La moneda única experimentó una ligera depreciación media frente al dólar a lo largo del tercer trimestre (próxima al 1,3%), aunque el tipo de cambio llegó a estar a 1,04 \$/€. También se produjo una apreciación de la libra esterlina frente al euro que contrasta con la ligera apreciación del euro contra el yen. El tipo efectivo nominal del euro experimenta una ligera depreciación en consecuencia con respecto al

* **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.

cuarto trimestre de 2016 que contribuye a que el tipo de cambio efectivo real también se deprecie y permita una ligera mejora de la competitividad de las exportaciones en el primer trimestre del año.

El buen comportamiento de las exportaciones por segundo trimestre consecutivo adquiere gran relevancia, habida cuenta del mayor peso que éstas tienen hoy en las ventas de las grandes empresas y en la economía española. Si en el año 2007 el peso de las ventas en el exterior sólo suponía el 15,3% de los ingresos de las grandes empresas, en el primer trimestre de 2017 dicho porcentaje subió hasta el 24,4%.

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 perjudicará esta vía de competitividad en la primera mitad de 2017. Mantener en el tiempo el buen dinamismo exportador requerirá también importantes avances en el sistema educativo, la dimensión empresarial y mayor inversión en I+D.

Las ventas interiores, por su parte, crecieron el doble que en trimestres anteriores. Si en el tercer y cuarto trimestre las ventas interiores de las grandes empresas españolas avanzaron un 0,3% intertrimestral, en el primer trimestre de 2017 éstas crecieron más del doble, un 0,7%. Si este ritmo se mantiene durante el resto del año, el crecimiento se situará claramente por encima del promedio histórico.

Desde el lado de la oferta, todos los sectores de actividad han mostrado un buen comportamiento. El sector que registra un mayor cambio de tendencia es el de la construcción, que experimentó un crecimiento intertrimestral del 2,6% en el periodo de enero a marzo, después de un año entero de caídas. También es destacable el cambio de tendencia de la industria que de caer un 0,2% en el tercer trimestre de 2016 avanzó un 0,4% en el cuarto trimestre, para acelerarse en el primer trimestre

de 2017 hasta el 0,8%. El sector servicios sube ligeramente hasta el 1,1% en el primer trimestre, tras avanzar un 1% intertrimestral en el cuarto trimestre, el doble de rápido que en el tercer trimestre.

El Índice de Producción Industrial (IPI), con datos corregidos de efectos estacionales y de calendario, se desaceleró 2,1 puntos en marzo, hasta registrar un aumento interanual del 0,3%, cerrando el primer trimestre del año con un avance medio anual del 1,8%, igual al del cuarto trimestre. La variación mensual entre los meses de marzo y febrero es del -0,4%, esto es 0,2 puntos inferior a la observada en febrero. El cambio de tendencia en el comercio mundial, con caída en febrero y probablemente también marzo, está empezando a pasar factura a la producción nacional.

El índice PMI de manufacturas, pese a la corrección experimentada en febrero y marzo, logra mantener un significativo avance en el conjunto del trimestre (54,8), frente al 54,4 con el que cerró el cuarto trimestre de 2016. Abril, por su parte, alcanzó el nivel 54,5, superior en 0,6 puntos al del mes previo.

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 6,1% en marzo mientras que el gasto subió un 10,3% interanual, según datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR) y de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), lo que ha permitido en el inicio de año que aumente el gasto por turista, tras descender en 2016. Ahora bien, el turismo nacional acumula una tendencia notablemente negativa en el inicio de año, que ya se observó en los datos de diciembre de 2016. Así, las pernoctaciones en hoteles caen en febrero un 2% tras desacelerarse en enero hasta el 3,5% interanual, y ello es debido al mal comportamiento de las pernoctaciones de residentes, que volvieron a caer en marzo. Ahora bien, el turismo nacional acumulaba una tendencia notablemente negativa en el inicio del año. Tras caer las pernoctaciones de residentes en hoteles en febrero un 2% y en marzo un 7,4%, el segundo mejor mes de abril de la serie histórica ha permitido revertir, de momento, la tendencia.

Las pernoctaciones de residentes en el primer cuatrimestre de 2017 avanzan un 0,85% interanual, tras los incrementos del 4,7% y del 7,5% observados para el mismo periodo de tiempo en 2016 y 2015.

Respecto a los indicadores adelantados de actividad en la construcción, la superficie a construir en obra nueva, atendiendo a los visados de dirección de obra, registró en enero y febrero una fuerte desaceleración, aumentando un 11,5% interanual, frente al promedio del 20,1% de 2016. Ahora bien, en marzo se disparó el consumo de cemento hasta el 21,5% interanual, han dejado de caer las ventas de grandes empresas de construcción y promoción y el crecimiento del empleo en la construcción se ha acelerado con fuerza en el primer cuatrimestre del año. La caída del 29,7% de la licitación oficial en marzo parece poner fin a la recuperación iniciada a mediados de 2016, de manera que la aportación positiva en 2017 tendrá que venir por el lado de la actividad constructora privada.

Mientras, en el **sector inmobiliario**, se produjo un aumento ligeramente superior al del conjunto de 2016, creciendo la compra venta de viviendas en el primer trimestre un 15% interanual, según datos del Instituto Nacional de Estadística.

Por el lado de la demanda, tanto las ventas de bienes y servicios de consumo como las de bienes de equipo y software volvieron a ser las más dinámicas en el primer trimestre de 2017, creciendo un 0,9% y 0,8% respectivamente, desestacionalizadas, corregidas de calendario y deflactadas. Las ventas de bienes y servicios intermedios se incrementaron un 0,6%, el doble que en el último trimestre de 2016.

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 la Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC), crecieron en tasa interanual un 12,6% en marzo, si bien en el cómputo global del trimestre se observa desaceleración de tres puntos porcentuales (7,9%) con respecto al promedio de 2016 (10,9%). Los datos de abril muestran que el segmento de particulares apunta a caídas con respecto a lo observado en 2016, al retroceder las ventas un 1,1%, si bien, podría ser debido al efecto estacional de la Semana Santa, que ayudaría a explicar la fuerte caída en el canal de particulares, frente al aumento del 3,7% del canal

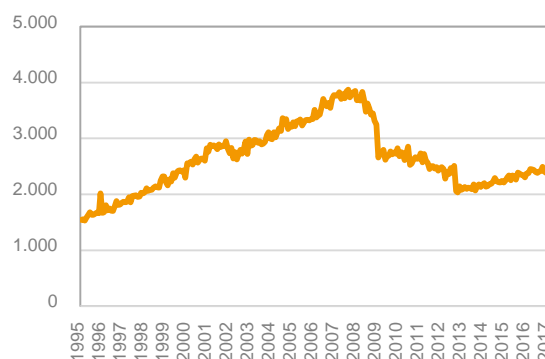
de empresas y el fuerte aumento del 3,8% de las empresas de alquiler, de cara al comienzo de la temporada turística.

El **Índice del Comercio al por Menor (ICM)**, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, **registró, en marzo un incremento del 0,6%**, mejorando el aumento del 0,2% de febrero, tras una caída del 1,3% en el primer mes del año, **permitiendo que el trimestre se saldara con un alza del 0,5%, que contrasta con la expansión media del 3,6% de 2016.**

Por último, en relación al consumo y en clave cualitativa, el **Indicador de Confianza del Consumidor**, elaborado por el CIS, aumentó 7 puntos en abril respecto a marzo, hasta situarse en el nivel 106,7, por encima del umbral 100 (indicativo de una percepción positiva de los consumidores); es el segundo dato más elevado de la serie histórica, tras el máximo alcanzado en diciembre de 2015.

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.

En este sentido, las importaciones de bienes de equipo a precios constantes mostraron una tendencia muy positiva en el bimestre enero-febrero, creciendo un 9% interanual, avance que duplica el observado en promedio en 2016. Es un buen dato que debe confirmarse en meses venideros. Las importaciones de bienes de equipo son las que hacen falta, como hemos señalado, para elevar nuestra capacidad exportadora y hacer nuestra estructura económica más productiva.

Los datos de inversión de la contabilidad nacional muestran 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 incita al consumo, lo que demanda más inversión, en un claro círculo virtuoso de la economía.**

De igual modo, mayor inversión se traduce en más empleo y mejores salarios, los cuales permiten mayor recaudación y una reducción del déficit público.

Además, una mayor capitalización de las empresas exportadoras españolas las hará más competitivas haciéndolas más resistentes en un contexto internacional turbulento y en el que las empresas españolas necesitan imperiosamente seguir haciéndose un hueco en aras a reducir nuestra elevada deuda externa a través de la exportación.

Pues bien, **nuestra previsión para el primer trimestre de 2017 es de una importante recuperación intertrimestral de la inversión, alrededor del 0,9%, fundamentalmente debido a la reactivación de la inversión en equipo, impulsada en buena parte por la expansión prevista de las exportaciones.** A la espera del dato de la contabilidad nacional, **los indicadores adelantados de la inversión en bienes de equipo permiten seguir siendo optimistas sobre su comportamiento.**

Por un lado, los datos de ventas de equipo y software de las grandes empresas, vistas anteriormente, muestran claras señales de avance al subir un 0,8% trimestral. Por otro, las matriculaciones de vehículos de carga, tras la ralentización experimentada en el cuarto trimestre de 2016, vuelven a crecer con fuerza en el primer trimestre de 2017, concretamente un 20,8%. Además, el Índice de Entrada de Pedidos a la Industria presentó muy buenos datos en febrero y marzo, con aumentos del 5,5% y del 4,1%, que mejoran la tendencia negativa de dos meses anteriores. 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 1,8% en el segundo trimestre en comparación con el cuarto trimestre, que también se elevó un 0,3%, y acumula así cinco trimestres al alza. Para el segundo trimestre de 2017, el 24,1% de los gestores de establecimientos empresariales considera que la marcha de su negocio será favorable mientras que el 14,8% opina que será desfavorable. El 61,1% restante considera que será normal.

De acuerdo con los datos del Banco de España de avance de la balanza de pagos de febrero, el saldo de las cuentas corriente y de capital, que determinan la capacidad o necesidad de financiación de la economía, se situó en - 2.000 millones de euros, frente a una necesidad de financiación de 8.000 en febrero de 2016. Dicha mejora proviene sobre todo de la mejora observada en el saldo de turismo y viajes así como en el saldo de rentas primaria y secundaria. Pese al aumento de los ingresos por exportaciones, el superávit comercial se redujo en el bimestre de enero y febrero, debido al incremento de la factura energética. Ahora bien, se ha reducido de forma notable el déficit de la balanza de rentas, tanto por mayores ingresos como por menores pagos, con el resultado de registrar un superávit por cuenta corriente de 352 millones de euros, frente al déficit de 1.759 millones observado en el mismo periodo de 2016. En el acumulado de doce meses, la economía española registró en febrero una capacidad de financiación de 25.700 millones, superior a los 23.600 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.

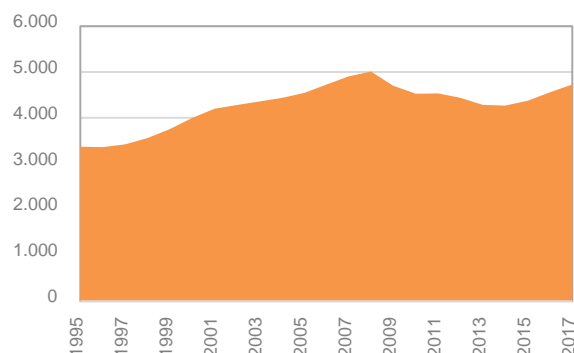
El saldo positivo de la balanza de pagos y la capacidad de financiación de la economía española se explica, principalmente, por el

bajo precio del petróleo y por la mejora del déficit de rentas, ligada al descenso de los tipos de interés, aspecto éste explicado en su totalidad por la compra de deuda pública española por parte del Banco Central Europeo (BCE) en el marco de su proceso de expansión cuantitativa. La deuda pública española comprada por el BCE asciende ya a 250.000 millones de euros. Ambas variables harán, fundamentalmente la primera, más difícil para la economía española alcanzar en 2017 niveles de capacidad de financiación similares a los del año pasado, de mantenerse, como esperamos la tendencia ligeramente alcista. No obstante, las exportaciones españolas de bienes y servicios deberían mantener el tono expansivo en los próximos trimestres, a pesar del parón en el comercio internacional observado desde febrero, fundamentalmente por las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años y el importante esfuerzo de internacionalización llevado a cabo por las empresas españolas, donde la diversificación de los destinos de exportación ha jugado un papel relevante en los últimos años.

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 imperiosa necesidad de reducirlo. Y ello ha sido posible gracias a que el ahorro crece con mayor intensidad que la inversión, situándose el primero en el 22,5% del PIB y el segundo en el 20,5%. Y dicha brecha es significativamente positiva pues permite aunar crecimientos del PIB cercanos al 3% con desapalancamiento de empresas y familias al disponer de margen para que la formación bruta de capital crezca sin necesidad de apelar a la financiación externa.

Uno de los datos que mejor confirman la buena coyuntura por la que aún atraviesa la economía española, es la cifra de afiliaciones a la Seguridad Social. Éstas crecieron un 3,8% interanual en abril, tasa superior en tres décimas a la de marzo y la mayor desde mediados de 2006 y, con series corregidas de estacionalidad, la afiliación aumentó en 101.007 personas, un 0,6% más intermensual, encadenando así casi tres años y medio de tasas intermensuales positivas. **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 3,8% en el trimestre, tasa que superó en cuatro décimas al del trimestre anterior. En cuanto a los salarios, el incremento anual del rendimiento bruto medio subió un 0,1% en el trimestre, si bien esta cifra aún no es definitiva de lo que sucederá en el conjunto del año, al no estar concluidas las negociaciones salariales que afectan a muchas grandes empresas.

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 el año 2016 en el 4,33% del PIB, sin contar con las ayudas a la banca, y en el 4,54% contabilizando esas ayudas financieras, lo que lo situaron algo más de dos décimas por debajo de la meta de consolidación fiscal pactada con Bruselas, en el 4,6%. El Gobierno espera cumplir también con el 3,1% de déficit para este año comprometido con la UE y salir del procedimiento de déficit excesivo en 2018, cuando el déficit debería situarse en el 2,2% del PIB. La vulnerabilidad de la economía española viene no solo explicada por el importe total de deuda en relación al PIB, que aumentó en el primer trimestre de 2017 hasta alcanzar el

100,3% del PIB, lo que supone un aumento de 22.427 millones en tres meses, sino también por el elevado volumen adquirido en 2016 por el BCE, el cual compró 93.500 millones de euros, casi tres veces el incremento neto de la deuda, lo que explica los tipos tan bajos a los que se financió la deuda (0,61% de la deuda emitida en 2016, para el conjunto de la deuda del 3%). 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.

Ahora bien, desde la elección del nuevo presidente de los Estados Unidos, en noviembre de 2016, los tipos de interés a los que se financia el Tesoro español han subido, todo ello en un marco de repunte de las primas de riesgo en Europa, del yen y del precio del oro. El rebrote de las tensiones geopolíticas en Turquía, Siria y Corea del Norte ha favorecido la búsqueda de refugio además de en el oro y en el yen, en la deuda más segura de la eurozona, la alemana. La mayor inflación, resultado en parte de la escalada del precio del petróleo tras los acuerdos de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), jugó un papel relevante en la subida de dichos tipos. Los resultados de las elecciones en Holanda y, especialmente, en Francia, con la victoria de Emmanuel Macron, han ayudado a reducir notablemente la incertidumbre política en Europa, y con ello el coste de financiación de España, siendo actualmente el mayor foco de inestabilidad la situación política a la que se enfrentará Italia en las próximas elecciones. Angela Merkel se muestra cada vez más fuerte para volver a ganar las elecciones de octubre próximo en Alemania, si nos fijamos en los resultados obtenidos por su formación en las últimas elecciones regionales celebradas en el país teutón. Todo lo contrario que en Estados Unidos, donde la incertidumbre política es máxima tras el cese del director del FBI.

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 primer 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 algún momento del presente mes de mayo la economía española recuperará su tamaño previo a la crisis.**

Por último, el PMI compuesto de actividad global para España alcanzó en abril un crecimiento de 57.3, nivel máximo en 20 meses y segundo más dinámico de la zona euro tras Irlanda. El crecimiento económico de la zona euro alcanzó su nivel máximo de seis años también en abril.

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 ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE respalda también el crédito, determinante para mantener ritmo de actividad y crecimiento. Las nuevas operaciones crediticias crecieron en marzo un 29,3% interanual, tras las caídas observadas en meses anteriores. En efecto, el nuevo crédito a hogares y empresas registró avances en todas las categorías, incluida las grandes empresas.

De este modo, el stock de crédito minorista ralentiza el ritmo de caída hasta el -2,2%. **La tasa de morosidad ha retomado la senda bajista y se mantiene en sus niveles mínimos desde 2012. En marzo descendió hasta el 8,83%.** 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.

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 la 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 mayor recurso a fuentes alternativas de financiación como la emisión de valores de renta fija en el caso de compañías de mayor dimensión y, 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 de la crisis. Contar, por tanto, con mayores recursos propios evita la necesidad de demandar crédito. No obstante, la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios realizada por el Banco de España en 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.

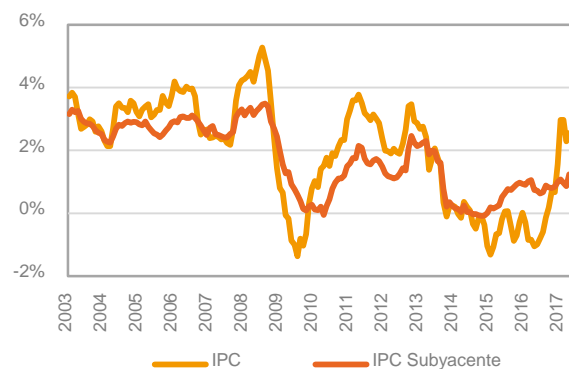
Finalmente, **la subida del precio del crudo y la política del BCE alejan, de momento, los riesgos deflacionistas**. En la medida que en Europa el crecimiento, como esperamos, se siga situando por encima del potencial, lo más probable es que la economía se oriente hacia un repunte progresivo de la inflación subyacente en los próximos meses. A su vez, **la subida y estabilización del precio del crudo debería contribuir a que la inflación general tienda a aproximarse y superar a la inflación subyacente en meses venideros**, tal y como viene haciendo desde comienzos de 2017, **pudiendo situarse a finales de año alrededor del 2%**.

En ciertos países de la zona euro con bajo desempleo el dinamismo de los salarios debería presionar al alza a los precios. Incluso en España, con las mejoras en las cuentas de resultados de un gran número de empresas, y sin dejar de hacer seguimiento a la evolución de productividad, **los aumentos, aunque progresivos y lentos, en los salarios deberían contribuir a un mejor reparto de la riqueza generada, haciendo partícipes también a los trabajadores de la etapa de crecimiento actual**. Las empresas, una vez decidan el reparto óptimo de beneficios y las necesidades de inversión para reforzar su tecnología, equipamiento y capital humano, deberían disponer de fondos también para recompensar el esfuerzo que están haciendo los trabajadores a lo largo de la crisis.

El problema es el elevado grado de holgura del mercado de trabajo en la zona euro y en España, esto es, que la oferta de mano de obra es casi el doble de lo que marcan los datos oficiales, lo que impide que la recuperación de la economía se traslade a los salarios al ritmo esperado, pese a la caída de la tasa de desempleo. Sucede que existe un importante número de personas no aprovechadas pero que tampoco figuran en las estadísticas de paro, pues no están buscando empleo. Ocurre, 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 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 fuerte subida registrada en la tasa interanual del IPC armonizado español hasta el 2,6% en abril, superior en un punto a la del mes de diciembre, como muestra el gráfico 4, resultando así un diferencial de inflación de 0,7 puntos con el área del euro. Los mayores precios, de materializarse en subidas salariales, facilitarían, además, el proceso de despalancamiento de la economía española.

Gráfico 4. Tasa de inflación e inflación subyacente en España



Fuente: INE.

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 tras caer una décima en marzo aumentó tres décimas en abril fruto del aumento del precio de los servicios y, en menor medida, de la alimentación elaborada). 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.

El año 2017 aparece 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, y algo más oscuro en Estados Unidos con la reciente destitución del director del FBI. Es el riesgo político el que puede ocupar el centro de la escena, toda vez que, atendiendo a los datos más recientes de producción y comercio, todo parece indicar que la economía mundial ha cogido algo más de impulso. Las recientes previsiones del FMI muestran más optimismo en el escenario de corto plazo, revisando al alza el crecimiento mundial para 2017 por vez primera en seis años (+0,1% hasta el 3,5%), frente al 3,1% registrado en 2016, gracias al impulso del comercio exterior y la recuperación del sector manufacturero y 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 y el FMI prevé una expansión ligeramente superior del 1,8%. **Nuestras proyecciones de crecimiento para la economía española de un aumento del PIB del 2,8% 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. Los índices bursátiles, a su vez, no han

aguantado la presión y han cerrado a diez días para finalizar el mes de mayo con la caída más intensa desde el mes de septiembre.

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.

Con unas proyecciones de déficit público del 4% por parte la oficina de presupuesto del Congreso para la próxima década, el aumento de deuda pública sería importante, y el hecho es que Estados Unidos cerró 2016 con una deuda pública de alrededor del 105% del PIB. La subida de rentabilidades responde a expectativas crecientes de subidas de precios lo que podría obligar a la Reserva Federal a normalizar la política monetaria a una velocidad más rápida de la deseada influyendo negativamente sobre la estabilidad financiera mundial, especialmente en la estabilidad financiera de numerosas economías emergentes, sobre todo si tomaron prestado en dólares.

Y es en este sentido en el que 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 quizás 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. Las negociaciones del Brexit, las elecciones alemanas y ahora también británicas a la vuelta de la esquina y sin olvidar la economía italiana con la necesidad de sanear parte de su sector bancario. 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. Una mayoría más holgada de Theresa May en el Parlamento británico tras las elecciones

anticipadas podría facilitar una negociación más práctica y un acuerdo más rápido con la Unión Europea, según numerosos observadores, aunque también hay razones para suponer lo contrario.

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, más aún si el precio del petróleo dobla su precio en 2017 conforme se aproxime a los 60 dólares por barril. 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 complementa 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, si no se hacen profundas reformas en su diseño.

De momento, poco se puede esperar de la demanda interna de la zona euro. No obstante, la economía española seguirá beneficiándose de unos tipos de interés muy bajos (el ahorro en intereses con respecto a antes de la crisis para hogares y empresas fue en 2016 de 90.000 millones de euros), de crédito abundante, de un tipo de cambio infravalorado y, probablemente, de cierta mejora en el comercio mundial. Las buenas noticias deberían venir por el lado de las exportaciones fuera de la Unión Europea, como se observa ya en los datos de exportaciones de las grandes empresas de

los dos primeros meses de 2017. Así, una demanda interna algo menos fuerte y una demanda externa más vigorosa, especialmente aquella procedente de fuera de la Unión Europea, deberían permitir a la economía crecer a un ritmo próximo al 3%, con capacidad de financiar al resto del mundo, así como con un buen ritmo de creación de empleo. El aumento de nuevos puestos de trabajo es un tema prioritario 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. Por último, aún no está completamente garantizada la aprobación de los presupuestos en el Congreso, pudiendo surgir medidas para lograr pactos que alejen al ejecutivo del cumplimiento de los objetivos fiscales

El reto del Gobierno es llegar a acuerdos y avanzar en las numerosas decisiones y reformas pendientes. Y ello, en un entorno internacional que se presenta altamente inestable y con claros riesgos a la baja procedentes especialmente de desencuentros en el área política nacional e internacional. Si bien la situación a corto plazo es favorable, con una economía creciendo en tasa anualizada cercana al 3% y más de un punto por encima que la media de la zona euro, los retos a medio y largo plazo son enormes, entre otros, elevar la productividad y el potencial de crecimiento de la economía española, reducir la elevada deuda externa, bajar la alta tasa de paro, combatir la creciente desigualdad y consolidar las cuentas públicas.

Es evidente que un entorno económicamente más inestable y políticamente más incierto no favorecerá a una economía aún vulnerable como la española. Es por ello que **adquiere aún más relevancia que el Gobierno y la oposición en España aborden las cuestiones políticas y las reformas económicas internas de manera constructiva y con sentido de Estado, única manera de compensar el mayor riesgo político e incertidumbre acumulados a lo largo del último año.**

Exportaciones de bienes: cuatro comunidades autónomas muestran crecimientos por encima del 20% en los dos primeros meses del año.

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 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).

La mejora ha sido posible gracias a las ganancias de competitividad de la economía española pero también debido a circunstancias internacionales favorables tales como el menor precio del petróleo, los bajos tipos de interés y el desempeño excepcional del sector turístico. La buena evolución de las exportaciones de servicios es uno de los factores que explican la mejora que ha experimentado el saldo por cuenta corriente en los últimos años. Siendo el turismo un elemento clave, el papel de las exportaciones del resto de servicios también ha sido muy destacado. Desde 2003 las exportaciones de servicios no turísticos prácticamente se han doblado, destacando la buena evolución del sector de la informática y las TIC y del sector de los servicios empresariales, como la consultoría o la I+D.

Las exportaciones de bienes, por su parte, se incrementaron en términos reales en 2016 un 3% (4,4% en 2015), según la información de la Contabilidad Nacional Trimestral, una ralentización algo más acusada que la observada en los datos de aduanas (3,5% frente a 3,7% en 2015). La desaceleración de las exportaciones españolas fue menos intensa que la observada

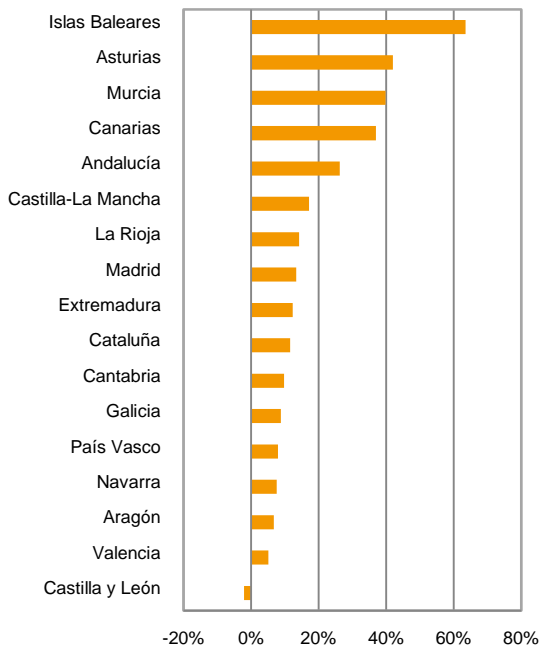
en el comercio mundial, lo que permitió que España continuase ampliando su cuota de participación en los mercados internacionales. A ello contribuyó notablemente el buen comportamiento de las exportaciones a la zona euro (+5,2%), mucho más dinámicas que las exportaciones extracomunitarias (+1,1%). Dentro de la Unión Europea destacó el buen comportamiento del mercado italiano, seguido del alemán. Fuera de Europa, fueron las exportaciones a China las que registraron un mayor avance, siendo la debilidad la nota predominante en las ventas destinadas al mercado latinoamericano y a los países productores de petróleo.

Las alegrías desde el sector exterior continúan. Según el avance de la balanza de pagos de febrero publicado por el Banco de España, el saldo de las cuentas corriente y de capital, que determinan la capacidad o necesidad de financiación la nación, se situó en el acumulado de doce meses en 25.700 millones de euros, mostrando una mayor capacidad de financiación que los 23.600 millones registrados en el conjunto de 2016. Si el saldo de las cuentas corrientes y de capital fue ligeramente negativo en el bimestre enero-febrero de 2016 (-1.800 millones de euros), éste tornó positivo en el mismo periodo de 2017 (+400 millones de euros).

Según los datos de ventas de las grandes empresas de la Agencia Tributaria, las exportaciones de bienes y servicios avanzaron en el periodo enero-marzo a un ritmo trimestral del 2%, menor al observado en el cuarto trimestre de 2016, pero que sigue siendo un crecimiento fuerte, con una tasa anualizada del 8%. Con datos de exportaciones de bienes sólo para enero y febrero, el avance ha sido muy fuerte, con una subida nominal del 12,6% interanual, hasta alcanzar los 43.515 millones de euros.

Se trata de un buen comienzo de año en las exportaciones de bienes prácticamente generalizado, pues el avance se produce en todas las comunidades autónomas, con la única excepción de Castilla y León.

Gráfico 5. Exportaciones de bienes. Enero y febrero 2017. Tasa de variación interanual



Fuente: INE.

Destacan cuatro comunidades autónomas que muestran crecimientos interanuales superiores al 20%, tal y como se puede observar en el gráfico 5: Islas Baleares, Asturias, Murcia y Andalucía. Todas las provincias andaluzas muestran crecimientos muy fuertes (entre el 25% de Granada y el 50,7% de Huelva) de las exportaciones de bienes en los dos primeros meses de 2017, con la única excepción de las empresas sevillanas, que reducen sus exportaciones un 17,9% en la comparativa interanual.

Por productos, destacan en las exportaciones de comienzo de año el peso observado de las ventas al exterior de bienes de equipo (18,6% y aumento del 7,5% interanual), de productos de alimentación (17,6% y avance del 13,3%), del sector del automóvil (17,6% y avance del 7,2%) y de productos químicos (14,4% y aumento del 9,7%).

Y todo ello ha sucedido pese a que, en lo que va de año, la divisa europea se ha apreciado un 5,6% frente al dólar, aunque se ha depreciado un 0,3% frente al yen y la libra esterlina, habiéndose apreciado el tipo de cambio efectivo nominal un 2% frente a los países desarrollados.

El avance cada vez más rápido de la economía de la zona euro ha permitido que las exportaciones a nuestros socios avancen a un considerable ritmo del 12,5% interanual, superior al observado el año anterior. Del mismo modo, la recuperación del comercio mundial de finales de 2016 e inicio de 2017 también ha ayudado a que las exportaciones a destinos extracomunitarios avancen un 13,2% en términos interanuales.

El desempeño exportador sigue siendo muy bueno. Las exportaciones de bienes españoles crecieron con mayor intensidad que las del conjunto de la zona euro y las procedentes de la Unión Europea (12,6% frente a 8% y 7,9% respectivamente). Fuera de la Unión Europea, las exportaciones de Estados Unidos avanzaron un 6,9% interanual, un avance similar al de las exportaciones japonesas. Las exportaciones chinas, por su parte, cayeron un 0,2% interanual en los dos primeros meses del año.

FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }

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