



**F**OCUS brief

*Boletín Mensual de  
Coyuntura Económica*

*Noviembre • 2017*

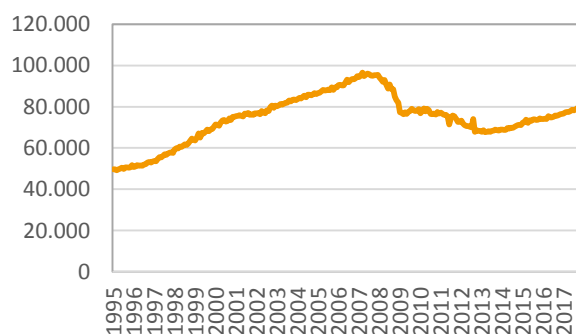
---

## VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores correspondientes al mes de septiembre de ventas, empleo y salarios de las *Grandes Empresas\**, que cada mes elabora y publica la Agencia Tributaria, muestran que la economía española continúa creciendo 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 cuarto trimestre de 2017.**

**Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, aumentaron un 0,98% en el tercer trimestre, frente al avance intertrimestral del 1,04% del segundo trimestre.** Ello supone una leve ralentización de la mejora de las ventas de las grandes empresas, que pasan de crecer en tasa anualizada al 4,2%, a hacerlo ahora al 3,9%. **Las ventas totales de las grandes empresas se aceleraron en octubre** al subir tres décimas más en tasa mensual desestacionalizada, hasta el 0,8% sobre septiembre, **impulsadas decididamente por las ventas al exterior**, lo que podría adelantar un buen dato para el cuarto trimestre.

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



Fuente: Agencia Tributaria.

La ralentización anteriormente comentada proviene de las ventas interiores, que crecieron la mitad que en el segundo trimestre (0,6% frente

al 1,2% intertrimestral). Las ventas exteriores muestran, sin embargo, un excelente comportamiento al expandirse un 1,85% en el tercer trimestre, de modo que aceleran su ritmo de crecimiento más de 3 décimas (7,4%) sobre el buen ritmo de avance anualizado del segundo trimestre. La recuperación del comercio mundial desde el verano ha beneficiado también a las exportaciones de las empresas españolas. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el comercio internacional, creció un 1,2% en agosto, superando los avances de los meses de mayo, junio y julio. Afortunadamente para la economía española, el comercio exterior dentro de la Unión Europea atraviesa por un buen momento, siendo una de las zonas comerciales más dinámicas del mundo en el tercer trimestre. A ello se ha unido un nuevo impulso del comercio mundial, el segundo en lo que llevamos de año, que ha situado el avance de las exportaciones fuera de la Unión Europea en el tercer trimestre en un 11,7% interanual, cuatro puntos por encima del crecimiento registrado en el comercio intracomunitario.

**Las importaciones, por su parte, aumentaron un 1,6% intertrimestral, creciendo ligeramente por encima del ritmo observado en el segundo trimestre y sustancialmente por debajo de las exportaciones.**

Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, pese a la apreciación del euro con respecto al dólar de los últimos meses y gracias a la relativa mejora de la competitividad precio en el tercer trimestre, frente al empeoramiento observado en la primera mitad del año.

**El buen comportamiento de las exportaciones en los primeros nueve meses del año adquiere gran relevancia. Por un lado, por la merma de competitividad-precio observada en este periodo y, por otro, 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 segundo trimestre de 2017 dicho porcentaje subió hasta el 24,9%.

En cualquier caso, **es imprescindible seguir tomando medidas que impulsen la posición competitiva de la economía española.** El

\* *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.

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 ha perjudicado esta vía de competitividad en los primeros nueve meses de 2017. No obstante, la competitividad precio de la economía española frente a la UE moderó su caída en el tercer trimestre del año, como consecuencia de la contenida apreciación del euro como del mantenimiento de un diferencial positivo de crecimiento de los precios, según refleja el Índice de Tendencia de la Competitividad (ITC), calculado con el IPC. En relación con la OCDE, la apreciación del euro frente a las principales monedas de esta zona produjo un incremento del ITC del 2,7%. Mantener en el tiempo el buen dinamismo exportador requerirá también importantes avances en el sistema educativo y la dimensión empresarial así como 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 identificado por las empresas para ganar en 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 claves para contribuir a la mejora futura de la competitividad y de la productividad.

**Las ventas interiores, por su parte, registraron un crecimiento que fue la mitad**

**del observado en el segundo trimestre, aumentando un 0,6% intertrimestral.**

Desde el lado de la oferta, **la desaceleración es generalizada en todos los sectores, tanto en la industria, como en la construcción y los servicios.** No obstante es la construcción el sector de actividad que recoge la mayor ralentización frente al ritmo de avance observado en el segundo trimestre (2%) al aumentar tan sólo un 0,1%. Las ventas interiores de la industria y de los servicios, por su parte, se desaceleran medio punto porcentual y dos décimas respectivamente en el tercer trimestre, avanzando ambos un 0,9% respecto al trimestre anterior.

**El PMI compuesto de actividad global** para España alcanzó en octubre el nivel 55,1, inferior en 1,3 puntos al del mes previo, señalando una desaceleración de la actividad global, debido al crecimiento más moderado de la actividad en el sector servicios, parcialmente compensado por el avance más intenso en la industria manufacturera. En el acumulado de los nueve primeros meses del año, el PMI compuesto de actividad acumula un nivel medio de 56,4 (56,1 en la Eurozona), superior en 1,5 puntos al registrado en 2016.

**El Índice de Producción Industrial (IPI)**, con datos corregidos de estacionalidad y calendario, creció en septiembre el 3,4% interanual, superior en más de una décima al del mes anterior, lo que permitió cerrar el trimestre con un aumento interanual del 2,5%, cuatro décimas superior al del segundo trimestre, fundamentalmente derivado de la aceleración de los bienes de equipo e intermedios, parcialmente compensado por el menor ritmo de avance de los bienes de consumo y por el tono contractivo del componente energético. En tasa intermensual, el IPI avanzó un 0,1% en septiembre, nueve décimas menos que en el mes previo.

Respecto a los indicadores adelantados de actividad en la construcción, según los visados de dirección de obra, la superficie a construir en obra nueva creció en agosto un 5,7% interanual, frente al avance del 38% de julio. Esta importante desaceleración fue debida al componente no residencial, que redujo un 48,4% interanual, tras el incremento del 77% del mes previo, mientras que el residencial se aceleró casi 11 puntos, hasta registrar una tasa de aumento del 39% interanual.

**El Índice de Producción de la Industria de la Construcción (IPIC)**, con series corregidas de calendario y deflactadas, publicado por Eurostat, avanzó en septiembre un 5,9% en tasa interanual, casi 5 puntos por encima del dato observado en agosto. El tono más expansivo del IPIC se explica, fundamentalmente, por la favorable evolución del componente obra civil, que experimentó un incremento interanual del 7%, tras el retroceso del 6,5% de agosto, y en menor medida, por la aceleración del componente de edificación, tres puntos hasta el 5,9%. En el acumulado del año, el IPIC mostró una variación media anual casi nula, del -0,2%, frente al aumento del 5,1% observado en 2016.

Según la Estadística del INE, el número de **compraventas de viviendas** aumentó un 11% interanual en septiembre, cinco puntos menos que en el mes anterior. Esta desaceleración fue debida al menor dinamismo tanto de las compraventas de vivienda usada, cuyo ritmo de crecimiento anual se situó en el 9,6% (frente al 14,9%) de agosto, como de la vivienda nueva, que aumentaron el 17,7%, 3,6 puntos menos que en el mes anterior. En el cómputo general del trimestre de 2017, las compraventas totales de vivienda, con series corregidas de calendario y estacionalidad, avanzaron un 1,8%, un dato sensiblemente inferior al del segundo trimestre (10,8%). En los nueve primeros meses del año las compraventas de viviendas acumulan un aumento del 13,6% interanual, una cifra ligeramente inferior al crecimiento del 14% observado en 2016.

No obstante, el fuerte aumento del empleo en la construcción en los últimos meses unido al cambio significativo en la composición de la venta de viviendas, creciendo con fuerza la venta de viviendas nuevas 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.

**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 11,4% en septiembre, tasa sustancialmente mayor que en agosto, según datos de la Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR). El gasto acumulado de los turistas internacionales que mide la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), creció un 14,8% en el primer semestre de 2017 hasta los 37.217 millones de euros, siendo en julio el

avance del 16,3%, en agosto del 10,3% y en septiembre del 12,3%, quedando así el trimestre en un avance del 13% interanual, siendo julio el máximo histórico de la serie y agosto el máximo registrado en dicho mes. Las pernoctaciones hoteleras avanzaron en septiembre un 2,2%, debido al aumento del 2,7% en las pernoctaciones realizadas por los visitantes extranjeros y al repunte, más moderado, de las realizadas por los residentes en España (+0,9%).

**Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en lo que llevamos de año, que experimenta, no obstante, una ligera desaceleración en el tercer trimestre son, por ejemplo las matriculaciones de turismos y de vehículos comerciales** que, según ANFAC, se incrementaron en tasa interanual un 13,7% en octubre, avanzando nueve puntos porcentuales sobre el avance de agosto y el de septiembre. El resultado positivo es generalizado, destacando el canal de empresa, que aumentó sus compras un 19%, seguido de los particulares y de alquiladores, con incrementos interanuales del 11,1% y del 10%, respectivamente. Con series corregidas de calendario y estacionalidad, las matriculaciones de vehículos descendieron en octubre un 3,1% en términos intermensuales, frente al avance del 3% del mes de septiembre. El balance de los nueve primeros meses del año es de un avance de las matriculaciones del 7,3%, inferior en casi cuatro puntos al del mismo periodo de 2016 y el más flojo desde 2013.

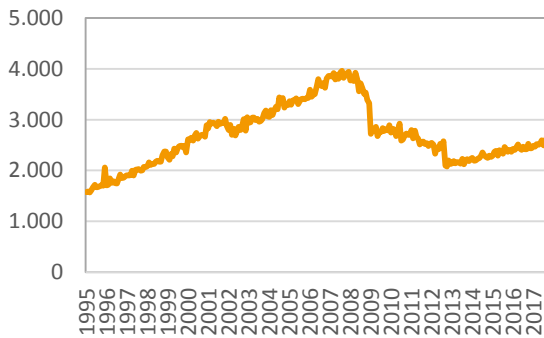
**El Índice General del Comercio Minorista (ICM)**, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, **registró, en septiembre, un aumento anual del 2,5%, lo que supone una clara desaceleración en comparación con los datos observados en meses anteriores, que ha llevado a que el tercer trimestre de 2017 sea el de menor crecimiento interanual de los dos últimos años.**

**Por el lado de la demanda, tanto las ventas de bienes y servicios de las grandes empresas de consumo como las de bienes y servicios intermedios y de equipo**, desestacionalizadas, corregidas de calendario y deflactadas, **desaceleran su crecimiento**, avanzando las primeras a un ritmo intertrimestral del 0,6%, mientras que bienes intermedios y bienes de equipo avanzaron un 0,5% y un 1%, respectivamente.

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 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, **pero que muestra signos de un cambio importante de tendencia desde 2012, momento a partir del cual la línea de avance es prácticamente constante. 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 segundo trimestre **que la economía española necesita que las empresas inviertan a un ritmo notable.** La inversión en bienes de equipo no creció en el segundo trimestre, cayendo en términos intertrimestrales, tras el fuerte incremento observado en el primer trimestre. La inversión en vivienda, por su parte, creció a un ritmo intenso, mientras que la construcción no residencial sigue presentando registros muy débiles.

Para que las empresas inviertan 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, la mayor 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, fortaleciendo su capacidad de resistencia en un contexto internacional turbulento y en el que las compañías necesitan imperiosamente seguir haciéndose un hueco en aras a reducir la elevada deuda externa a través de la exportación.

Pues bien, en el tercer trimestre las ventas de bienes de equipo y software de las grandes empresas han mostrado ralentización en su ritmo de crecimiento, pasando del 2,1% observado en el segundo trimestre al 1% del tercer trimestre. De esta forma no se mantiene el fuerte avance de la inversión en bienes de equipo observado en el segundo trimestre. Por otro lado, las matriculaciones de vehículos de carga vuelven a registrar crecimientos de dos dígitos en el tercer trimestre, tras la desaceleración del segundo trimestre, de tal forma que el actual ritmo de crecimiento interanual del 15,1% duplica al del segundo trimestre y permitirá finalizar probablemente el año con un crecimiento superior al registrado en 2016 del 11,4%. Finalmente, las importaciones de bienes de equipo, a precios constantes, mostraron una tendencia hacia una cierta ralentización, al avanzar en agosto tan sólo un 5,1% (el segundo trimestre dicho indicador sólo creció un 4,4%) frente a los aumentos observados de dos dígitos (13,1%) del primer trimestre.

Por último, las expectativas empresariales empeoran para el cuarto trimestre según el **Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA)**, elaborado por el INE. Éste cayó para el cuarto trimestre un 1,1% intertrimestral, frente al incremento observado del 2% en el tercer trimestre. Por componentes, el saldo del balance de expectativas se situó en 5,2 puntos, inferior en 2,5 puntos al del tercer trimestre, y el de situación actual, en 5,3 puntos (7,5 puntos en el trimestre anterior).

**La Confianza del Consumidor**, por su parte, **cayó en octubre de manera notable (-1,4%),** un dato más relevante aún porque se trata del segundo mes consecutivo de caída y esto no se

observaba desde hacía varios trimestres. Tal vez ello refleje la situación de tensión política provocada por el conflicto en Cataluña.

**El sector exterior sigue dando buenas noticias** al volver a mostrar la economía española en agosto **capacidad de financiación frente al resto del mundo**, concretamente por importe de 2.691 millones de euros, ligeramente inferior a la registrada en el mismo mes de 2016 (2.848 millones).

Esta disminución del saldo exterior fue debida a la reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente, en 156 millones de euros, hasta situarse en 2.618 millones, mientras que el superávit de la cuenta de capital fue igual que el de agosto de 2016 (74 millones). Del mismo modo, el menor superávit por cuenta corriente se explica por la ampliación del déficit de rentas primarias y secundarias, parcialmente compensado por el mayor superávit de bienes y servicios.

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 22,8% del PIB y el segundo en el 21%**. 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. En este sentido, es muy positivo para la economía española que el saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN), en porcentaje del PIB, ha disminuido en el segundo trimestre de 2017 respecto a un año antes, situándose en el segundo trimestre de 2017 en el 86,6%, frente al 88% del mismo periodo equivalente de 2016.

No obstante, y a pesar de lo anterior, **es más preocupante la evolución seguida por la tasa de ahorro de los hogares, que continúa disminuyendo**. En efecto, los hogares e ISFLSH redujeron su capacidad de financiación un 15,4% interanual, pasando del 8,2% de la renta bruta disponible trimestral en el segundo trimestre de 2016 al 6,5% en el mismo periodo de 2017 debido, fundamentalmente, al descenso del

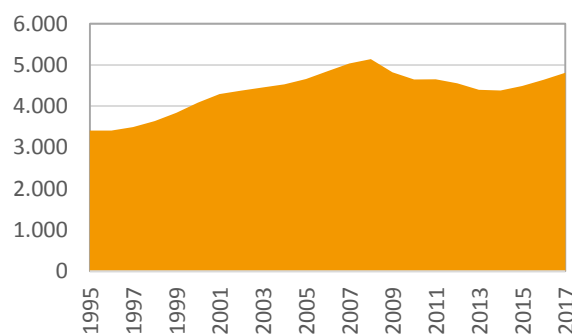
ahorro del sector así como a la mayor inversión y al incremento de los gastos de capital netos. Paralelamente, la disminución del ahorro se explica por un avance del gasto en consumo final (4,6%) superior al de la renta bruta disponible de las familias (2,6%).

**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, si bien con tendencia a la desaceleración.** Tras crecer a un ritmo muy fuerte los primeros meses del año y perder algo de intensidad en los meses de julio y agosto, las afiliaciones a la Seguridad Social volvieron a crecer con fuerza en septiembre y en octubre. En efecto, el número medio de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 94.368 personas en octubre de 2017 respecto al mes previo, situándose en 18.430.529 personas.

Con series corregidas de estacionalidad, la afiliación en septiembre aumentó en 101.479 personas, un 0,6% intermensual, el doble que en el mes anterior, prolongando la tendencia de más de tres años y medio de tasas intermensuales positivas (desde diciembre de 2013), interrumpida en agosto (-0,1%). En términos interanuales, la afiliación se incrementó en 617.173 personas en octubre, lo que representa un avance del 3,5%, tasa igual a la de septiembre.

**La evolución positiva que confiamos que tenga el mercado de trabajo seguirá impulsando el consumo privado y los precios, si bien podría hacerlo con una menor intensidad en la segunda mitad del año.**

**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 4,1% en septiembre, una décima por encima del avance observado en agosto y en línea con el promedio de junio y julio, cifra además dos décimas superior al ya elevado ritmo de crecimiento de 2016, y dos décimas mayor al crecimiento observado en el segundo trimestre. En cuanto a los salarios, el incremento anual del rendimiento bruto medio fue del 0,2% en agosto, en línea con el promedio observado en los nueve primeros meses del año.

Otro indicador relacionado con los salarios, la Estadística de Convenios Colectivos, elaborada por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y con la información disponible hasta finales de octubre de 2017, muestra un incremento salarial pactado del 1,4%, cuatro décimas superior al incremento salarial pactado en 2016.

**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,** la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) constata ligera mejoría en la factibilidad de cumplir el déficit público del 3,1% del PIB, atendiendo a los últimos datos de ejecución presupuestaria, dado el buen ritmo de recaudación tributaria y el esfuerzo de contención del gasto público.

Por otro lado, según el Banco de España la Deuda de las Administraciones Públicas atendiendo a la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) se situó en el tercer trimestre en 1.135.869 millones de euros, inferior en 1.984 millones al trimestre anterior. La ratio de Deuda de las Administraciones Públicas sobre PIB a precios de mercado, considerando la revisión del PIB trimestral publicada por el INE, y según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo, se situó en el segundo trimestre de 2017 en el 99,8% del PIB, porcentaje inferior en nueve décimas al del mismo periodo del año anterior, si bien el total de deuda acumulado se ha incrementado con respecto al tercer trimestre de 2016 en 27.436 millones.

**Las favorables condiciones de financiación, resultado de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (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 progresiva caída de la morosidad 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 a empresas no financieras en los tres primeros trimestres de 2017, especialmente en el caso de las grandes empresas,** 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. El 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 octubre** muestra que durante el tercer trimestre de 2017 los criterios de aprobación de préstamos en España se relajaron en cierta medida en el segmento de hogares, mientras que en el de empresas se endurecieron algo en España, habiendo permanecido estable la demanda de crédito de los hogares, a diferencia de la zona euro donde habría crecido. La demanda de crédito de las empresas habría aumentado tanto en España como en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En este sentido, **los créditos nuevos a empresas y familias según datos del Banco de España crecieron un 5,9% en septiembre,** lo que situó el promedio trimestral en un elevado 9,3% en relación con el mismo periodo del año anterior.

No obstante, los datos de agosto y septiembre parecen adelantar cierta desaceleración del crédito a familias tanto para adquisición de vivienda como para consumo.

Finalmente, **la subida del precio del crudo por encima de los 60\$ por barril a lo largo del mes de noviembre y la política del BCE alejan los riesgos deflacionistas.** La apreciación del euro abarata el coste de la energía para los consumidores españoles y europeos. En la medida que, el crecimiento en Europa, como esperamos, se siga situando por encima del potencial, lo más probable es que la economía se oriente hacia un repunte lento pero 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 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 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.

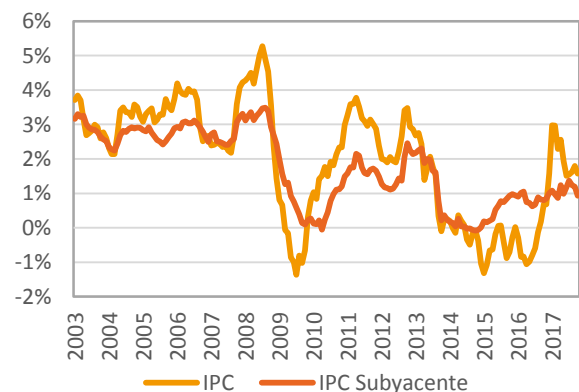
**El problema es el elevado grado de holgura del mercado de trabajo en la zona euro y en España,** esto es, que la oferta de mano de obra es casi el doble de lo que marcan los datos oficiales, lo que impide que la recuperación de la economía se traslade a los salarios al ritmo esperado, pese a la caída 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. 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 subida registrada en la tasa interanual del IPC del 1,6% en octubre, 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, que excluye los elementos más volátiles tales como alimentación no elaborada y productos energéticos, se mantuvo en el 0,9% en octubre). 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.

**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 tercer trimestre de**



**2017, tal y como avanzó el INE. La actividad económica del país sigue beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del precio relativamente bajo del petróleo y de los tipos de interés extraordinariamente bajos. A lo largo del segundo trimestre de 2017 la economía española recuperó su tamaño previo a la crisis. Ahora bien, un ritmo ligeramente inferior en la creación de empleo y una menor intensidad inversora y exportadora tras los excelentes registros de la primera mitad de año se podrían traducir en un crecimiento levemente inferior del PIB en la segunda mitad del año.**

**Nuestras proyecciones de crecimiento para la economía española de un aumento del PIB del 3,1% en 2017 la situarían, de nuevo, creciendo un punto más en el año que nuestros socios europeos.**

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. Hasta diciembre de 2017 el BCE comprará 60.000 millones de euros en bonos cada mes y durante 2018 seguirá comprando bonos, aunque a un menor ritmo de 30.000 millones de euros al mes, compras que durarían al menos hasta el mes de septiembre. Los tipos de interés seguirán en niveles muy bajos por un largo periodo de tiempo, pero se trata de un punto de inflexión en la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). 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 Eurozona, por su parte, 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 complementa la política monetaria única en su lucha contra la deflación y el desempleo.

Ahora, todas las esperanzas están puestas en el 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. Pero antes, Alemania debe ser capaz de formar un nuevo gobierno estable y las negociaciones para ello, una vez el partido socialista con el cual Merkel gobernó en coalición en la última legislatura mostró su intención de situarse esta vez en la oposición, han desembocado en un sonoro fracaso tras dos meses de negociaciones.

**De momento, la demanda interna de la zona euro ayuda a impulsar el crecimiento en Europa. La economía de la Eurozona mostró una notable fortaleza en el tercer trimestre, creciendo a un ritmo anualizado ligeramente por encima del 2,5%, un dato muy positivo y claramente por encima de su crecimiento potencial. El PIB de la Zona Euro creció de media un 1,5% en el periodo 1995-2015, lo que da idea del buen momento que, en general, atraviesa la economía de la Eurozona. Así, una demanda interna más fuerte y una demanda externa más vigorosa, especialmente aquella procedente de fuera de la Unión Europea, debería permitir a la economía española crecer a un ritmo ligeramente superior al 3%, 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. El riesgo de inestabilidad financiera**

sigue siendo elevado y conforme la solución al conflicto se alargue en el tiempo mayor será el grado de incertidumbre y más elevado será su efecto potencial sobre el consumo, la inversión y el turismo, que ya se han vistos afectados de manera muy notable, lo que puede significar un frenazo importante al crecimiento en esa región, con efectos potencialmente nocivos para la recuperación económica en el conjunto del país, **que ya se ha traducido en una revisión a la baja del crecimiento para la economía española en tres décimas para 2018 hasta el 2,5%.**

**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 inestable y con posibles 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 medio punto por encima que la media de la zona euro, los retos a medio y largo plazo son enormes, entre otros, **eleva 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.**

## **El crecimiento económico de las principales economías del mundo. El buen momento económico en Europa.**

Tras el enorme impacto de la crisis económica y financiera sobre la economía mundial, toma cuerpo desde mitad de 2016 una recuperación sólida y fuerte de la economía mundial, liderada por las economías avanzadas. Según las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía mundial crecerá un 3,6% en 2017 y un 3,7% en 2018. El gráfico 5 recoge el

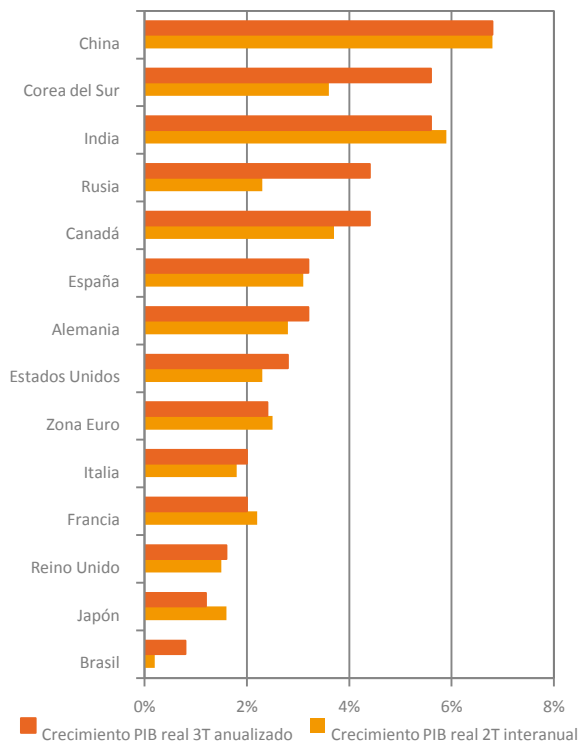
avance reciente en las primeras economías del mundo.

Una muy buena noticia es que todas las economías avanzadas crecen por primera vez desde el inicio de la crisis, avance al que se suman la mayoría de economías emergentes. Hace tan sólo año y medio, la economía mundial mostraba estancamiento e importantes turbulencias financieras. Conviene recordar que el crecimiento de la economía mundial fue en 2016 del 3,2%, exceptuando el año 2009, el más bajo desde el estallido de la crisis económica y financiera internacional.

Otra excelente noticia es que el comercio internacional crece más rápido que el PIB mundial por primera vez en los últimos siete años. Repuntan el consumo y la inversión en un buen número de países y el paisaje macroeconómico es muy diferente gracias a la importante aceleración del crecimiento observada en Europa, Japón, China y los Estados Unidos. Las condiciones financieras siguen siendo muy favorecedoras para la actividad económica en gran parte del mundo y los mercados financieros muestran pocos indicios de turbulencias serias, a pesar de la normalización observada en la política monetaria de la Reserva Federal y, de forma mucho más tímida, por parte del Banco Central Europeo. Lo que no quiere decir que no existan riesgos.

Elementos de preocupación existen en el ámbito financiero. Algunos datos dan idea de los riesgos asociados: **EE UU ha emitido en los últimos diez años más dinero que en toda su historia anterior** y circulan hoy en el mundo más de 8 billones de dólares de bonos soberanos con tipos de interés negativos; Argentina, con el historial económico que tiene, ha emitido un bono a 100 años al 7,9% de interés, habiendo superado la demanda trece veces a la oferta.

**Gráfico 5. Crecimiento económico de las principales economías del mundo.**



Fuente: FMI y elaboración propia

Otro dato que causa preocupación lo lanzaba recientemente en uno de sus informes el Banco Internacional de Pagos de Basilea. Este organismo internacional estima que el número de empresas que no son capaces de pagar el gasto por intereses de su deuda con beneficios operativos se ha elevado al 9% en el sector industrial en el mundo. Se trata, por tanto, de empresas “zombis”, que se mantienen vivas artificialmente, gracias a la financiación bancaria, fondos que podrían dirigirse seguramente a sectores y empresas con mayor capacidad de ser viables en el futuro.

En cualquier caso, el reciente dinamismo de las tres principales zonas de influencia de la economía mundial (Estados Unidos, Zona Euro y China) está favoreciendo el comportamiento de la economía mundial y ha significado un impulso para el comercio internacional.

La economía china, por su parte, mantuvo su fuerte crecimiento por encima del 6,5% en el segundo trimestre. Sin embargo, ese crecimiento probablemente sea algo engañoso dado el exceso de capacidad existente en China así como la necesidad de saneamiento de una parte importante del sistema financiero. De hecho, el

19 Congreso del Partido Comunista celebrado el pasado mes de octubre concluyó con el mandato para el presidente del país, Xi Jinping, de reducir deuda y de reducir los objetivos de largo plazo marcados que permitan reducir el crecimiento del PIB.

Normalmente, los cambios observados en el PIB reflejan variaciones en los niveles de vida y en la capacidad productiva. Sin embargo, en China, esto, probablemente, no se cumple. Los gobiernos locales vienen aumentando el gasto por cualquier cantidad que haya sido necesaria para cumplir los objetivos de crecimiento del país, sean dichas inversiones productivas o no.

El crecimiento del PIB no es lo mismo que el crecimiento económico, ni éste último es lo mismo que el desarrollo económico. Si consideramos dos fábricas cuya puesta en marcha cuesta lo mismo, y una de ellas produce bienes necesarios y útiles mientras que la otra produce bienes innecesarios que se apilan unos encima de otros sin venderse, solamente la primera de las dos fábricas impulsa realmente el crecimiento económico del país. Sin embargo, ambas fábricas aumentan el PIB en la misma medida.

No obstante, la mayoría de economías de mercado, cuentan con dos mecanismos que obligan a que los datos del PIB se ajusten al desempeño económico subyacente, esto es, el verdadero comportamiento de la economía de ese país. Primero, las restricciones presupuestarias de gasto, que lleva a la quiebra a las empresas que sistemáticamente derrochan inversión antes de que puedan distorsionar significativamente la economía. Segundo, existe un factor de fijación de precios del mercado en la contabilidad del PIB que cuando se anotan las deudas incobrables causadas por una ineficiente o mala inversión, se reduce el componente del valor agregado del PIB y el nivel general de crecimiento económico.

En China, sin embargo, ninguno de estos dos mecanismos funciona. La deuda incobrable no es saneada y el gobierno no está sujeto a ninguna restricción presupuestaria, como sería en Europa el Protocolo por Déficit Excesivo (PDE). Y es el sector gubernamental en China el principal responsable de la mala asignación de recursos, en forma de inversiones carentes de sentido económico por ineficientes, que han caracterizado el comportamiento de la economía china en los últimos años.

Lo anterior implica que el crecimiento del PIB chino está sobrevalorado en el sentido de exagerar el verdadero incremento de la renta y de la riqueza al no reconocer la magnitud de créditos incobrables existentes. De ser reconocidos por el sistema financiero, algunas estimaciones sitúan el crecimiento del PIB alrededor, o incluso por debajo, del 3%.

Y contamos con algunos precedentes históricos que orientan sobre el orden de magnitud de este tipo de sobrevaloraciones del PIB:

- La economía japonesa de los años 80 mantuvo distorsiones que recuerdan a las de China hoy. Sin ser tan extremas, Japón también sufrió por mantener tasas de consumo sobre PIB muy bajas y una excesiva dependencia de la inversión que, para principios de los años 90 había alcanzado niveles de ineficiencia extraordinarios. A raíz de ello, y cuando el crecimiento del crédito comenzó a estabilizarse, el peso de la economía japonesa en el PIB mundial no dejó de caer acumulando una caída del 60%. El PIB de Japón llegó a representar el 17% del PIB mundial.
- La antigua Unión Soviética. Creció tan rápido tras la Segunda Guerra Mundial que alcanzó el 14% del PIB mundial a finales de los años 60, peso similar al de la economía china en la actualidad. Sin embargo, dos décadas después, el peso de la economía soviética en el PIB mundial había caído más de un 70%.

En ambos países, al igual que sucede en China en la actualidad, faltaron los mecanismos para incluir las inversiones desperdiciadas e inútiles en el PIB registrado. En este sentido, el milagro del crecimiento chino podría haberse agotado si la economía china, como cada vez es más evidente, sólo es capaz de alcanzar sus objetivos de crecimiento económico aumentando su deuda sin control. Y es en este escenario en el que adquieren sentido los nuevos objetivos económicos establecidos por el presidente Xi tales como aumentar la renta de las familias.

En definitiva, no es razonable leer el crecimiento del PIB chino como indicador del desempeño reciente de la economía china. La manera correcta de interpretarlo es, sin embargo, la de una economía que impulsa su PIB gracias a la acumulación de bienes no vendidos e invendibles o a la construcción de aeropuertos

vacíos y cuyo sistema financiero no reconoce la deuda incobrable.

En claro contraste con lo que sucede en China, la obligación por parte de los bancos en Estados Unidos de valorar frecuentemente sus préstamos a precios de mercado, llevó a que no se perpetuase la sobrecapacidad, que según algunas estimaciones podría alcanzar el 40% en China y el 20% en Europa y Japón.

La economía de Estados Unidos está acelerando su ritmo de crecimiento y presenta buenas perspectivas. Estados Unidos ha logrado crecer a ritmos del 3% durante dos trimestres consecutivos y cuenta en la actualidad con unos fundamentos sólidos, que invitan a mirar con optimismo hacia su economía en los próximos trimestres.

Las perspectivas relativas al consumo privado siguen siendo positivas gracias a los niveles muy elevados de confianza, al contar con un mercado de trabajo fuerte, al crecimiento sólido de la renta disponible y a la buena situación financiera de las familias. La inversión empresarial está dando muestras claras de nuevo impulso. Mientras que el sector energético se beneficia de la estabilización del precio del petróleo, el conjunto de la economía observa que las empresas ya no pueden atender al crecimiento de la demanda simplemente tirando de capacidad ociosa, ya que aunque las tasas de utilización de la capacidad productiva se mantienen por debajo de máximos, dicho gap se ha ido cerrando a gran velocidad. La recuperación de la inversión también coadyuvará a impulsar una variable tan importante como es la productividad.

La depreciación del dólar y la mejora del entorno internacional están permitiendo un comportamiento algo más favorable del sector exterior americano.

Por todo ello, la economía de Estados Unidos debe ser capaz de crecer por encima de su potencial en los próximos trimestres lo que probablemente lleve a la Reserva Federal a subir los tipos de interés en su reunión de diciembre, manteniendo su plan de subidas graduales a lo largo de 2018. Conviene añadir que la probabilidad de que se apruebe una rebaja fiscal significativa antes de que acabe el año ha aumentado mucho en las últimas semanas. Esta reforma en un contexto de pleno empleo, tiene el potencial de ser bastante inflacionista, al igual que otras dos políticas que lleva a cabo con determinación la administración Trump: la

política comercial proteccionista y la política de mayor control de la inmigración.

Por último, el buen comportamiento de la economía europea es muy saludable para la economía global ya que su importante papel como potencia comercial permite tener un efecto dinamizador sobre el comercio mundial. El peso de las importaciones europeas sobre el total mundial está cerca de igualar el peso de las importaciones conjuntas de Estados Unidos y China en 2017. Todas las economías europeas crecen de nuevo alcanzando, en concreto, la Zona Euro, un crecimiento en los dos últimos trimestres que roza el 2,5%, tasas de crecimiento vistas muy pocos trimestres en la Eurozona desde la puesta en marcha de la moneda única.

Los vientos de cola que han venido apoyando la recuperación siguen siendo significativos: tipos de interés muy bajos, políticas fiscales menos desfavorables al crecimiento; petróleo aún relativamente barato, un proceso de desapalancamiento del sector privado muy avanzado, sistema financiero con más capacidad de dar crédito, fuertes ajustes de competitividad en los países de la periferia, una moneda que sigue sin ser un obstáculo serio pese a su reciente apreciación.

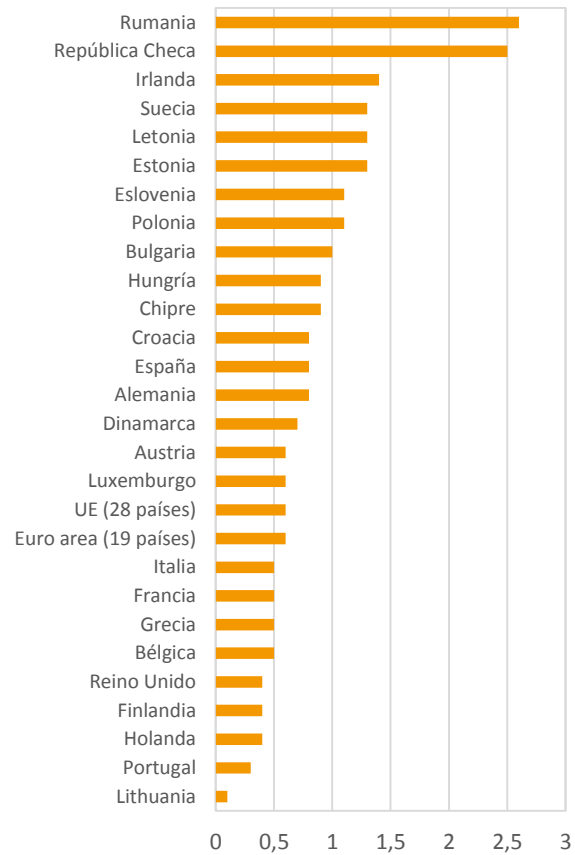
Los principales indicadores macroeconómicos además del crecimiento del PIB siguen invitando al optimismo: valores PMIs en valores muy sólidos, los índices de confianza siguen mejorando, el mercado de trabajo sigue fuerte, etc.

El caso de Alemania es especialmente reseñable (creció lo mismo que España en el tercer trimestre), con un comportamiento económico que continúa siendo muy favorable en un contexto de *output gap* positivo: desempleo en mínimos históricos, PMIs muy fuertes, producción industrial y sector de la construcción al alza, exportaciones que se benefician de la mejora del entorno, IFO en niveles elevados, y por último la confianza de los consumidores también muy sólida.

Francia e Italia también apuntan hacia un mejor comportamiento con respecto a trimestres pasados, creciendo ambas un 0,5% intertrimestral en el tercer trimestre.

En contraste con este escenario macroeconómico positivo, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo.

**Gráfico 6. Crecimiento intertrimestral del PIB (3T) en porcentaje.**



Fuente: Eurostat

Si extendemos el análisis al conjunto de la Unión Europea observamos que los países del centro y del este de Europa se han convertido en una de las zonas más dinámicas del mundo, tal y como muestra el gráfico 6, que recoge las variaciones trimestrales del PIB para el tercer trimestre, con algunas excepciones en las que aparece el segundo trimestre al no estar todavía los datos actualizados para el tercer trimestre.

Destacan, sobremanera, los fuertes avances de las economías rumana y checa, con datos correspondiente al segundo trimestre en este segundo caso, al no disponer aún Eurostat de los datos de crecimiento del tercer trimestre. Pero además, de estos crecimientos anualizados del 10% y del 10,6% respectivamente, muy poco probables de mantener durante los tres próximos trimestres, otras economías disfrutaron de crecimientos del PIB muy fuertes como es el caso de Suecia, Irlanda, Letonia, Estonia, Malta, Eslovenia o Polonia, con crecimientos anualizados del 5% o ligeramente superiores.

Indiscutiblemente el buen momento que atraviesa la economía de la Zona Euro y, más concretamente Alemania, beneficia a estas economías, en general, pequeñas, muy abiertas al exterior, y muy integradas, en su mayoría, con la economía alemana desde que se llevó a cabo la ampliación. Desafortunadamente, el buen momento económico no coincide con el político, pues un número importante de estos países viene planteando importantes desafíos de poder a las instituciones comunitarias, poniendo de manifiesto que aquel proceso de ampliación culminado en 2004 para la mayoría de estos países ha sido muy positivo desde el punto de vista de convergencia económica si bien, y a diferencia de ampliaciones anteriores, también ha servido a un elevado número de estos países para reforzar una identidad nacional reducida y vilipendiada por el yugo soviético.

# 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)