



FOCUS brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

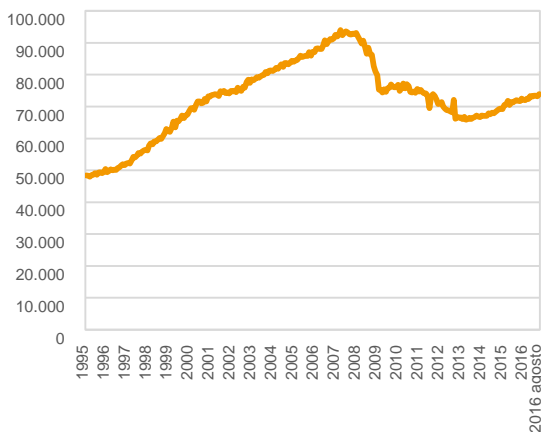
Octubre • 2016

VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores de agosto de ventas, empleo y salarios de las *Grandes Empresas** que cada mes elabora y publica la Agencia Tributaria muestran que **la economía española crece, pero a menor ritmo que en meses anteriores**. Analizados en conjunto con otros indicadores relevantes del desempeño de la economía, todo parece indicar que el ritmo de crecimiento de la economía española podría estar frenándose ligeramente ya en el tercer trimestre, aunque aún no están cerradas las cifras de septiembre.

Las ventas totales, a precios constantes, y corregidas de calendario y estacionalidad, crecen un 0,1% si comparamos julio y agosto con los dos meses inmediatamente anteriores. Ello supone un frenazo importante al venir las ventas de las grandes empresas de registrar un crecimiento intertrimestral del 1,3% en el segundo trimestre, siendo el parón algo más pronunciado del observado en el primer trimestre (0,3%).

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



Fuente: Agencia Tributaria.

*** 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.

Si el principal responsable del parón de ventas de las grandes empresas en el primer trimestre fue el **sector exterior**, éste vuelve a mostrar signos de agotamiento en agosto y es la **primera causa del estancamiento** en los dos primeros meses del tercer trimestre. Todo parece indicar que el excelente comportamiento de las exportaciones españolas en el segundo trimestre de 2016 no logró tener continuidad en el tercero, y que un comercio internacional aletargado, antes o después, termina pasando factura.

En efecto, a la fuerte caída intermensual de junio del 2,8% se sumó el mes de julio que registró una ligera caída del 0,2%. Ahora bien, si las exportaciones caen un 0,7% en julio y agosto, no es menos cierto que agosto ha recogido un incremento intermensual del 0,8%. Si bien es pronto para afirmar con rotundidad, a partir de un solo dato, que las ventas exteriores de las grandes empresas mantendrán la tendencia al alza de la primera mitad del año en el segundo semestre, es un buen dato que invita a ser moderadamente optimistas de nuevo con el sector exterior en España. Las importaciones, por su parte, también ralentizan su crecimiento a la mitad, frente al observado en el segundo trimestre, creciendo en promedio un 0,6% en julio y agosto frente al promedio de los dos meses anteriores, y siendo el menor dinamismo de las exportaciones españolas un posible factor explicativo.

El mal comportamiento de las exportaciones españolas fuera de la zona euro y de la UE se explica en gran parte por la ligera apreciación del euro del 1,4% con respecto al dólar y del 23% frente a la libra esterlina en lo que llevamos de 2016 y, especialmente, ante monedas de economías emergentes, unido a un contexto internacional de bajo crecimiento y de estancamiento del comercio exterior. **Las exportaciones fuera del ámbito comunitario cayeron un 1,3% en la comparativa anual en los dos primeros meses del tercer trimestre, mientras que las ventas que tienen como destino el mercado comunitario aumentaron un 3,5% en el mismo periodo de tiempo.**

El mejor comportamiento de las exportaciones con respecto al primer trimestre de 2016, adquiere gran relevancia habida cuenta del mayor peso que éstas tienen hoy en las ventas de las grandes empresas y en la economía española. Si en el año 2007 el peso de las ventas en el exterior sólo suponía el 15,3% de los ingresos de las grandes empresas, en agosto de 2016 dicho porcentaje subió hasta el 23,7%.

La relativa mejora de las ventas exteriores de las grandes empresas españolas es meritoria teniendo en cuenta el mal momento que atraviesa el comercio internacional. Según el Central Planning Bureau de los Países Bajos, el comercio internacional ha caído un 1,1% en julio y sigue contrayéndose en lo que llevamos de 2016, fundamentalmente por el menor ritmo de comercio en Asia.

En cualquier caso, es imprescindible seguir tomando medidas que impulsen la posición competitiva de la economía española. El excelente comportamiento de las exportaciones en los últimos años se ha basado en las ganancias de competitividad obtenidas vía reducción de los Costes Laborales Unitarios (CLU), en un proceso de devaluación interna que, a diferencia de las devaluaciones de la peseta, es más sostenible en el tiempo dado que se apoya en una depreciación del tipo de cambio real resultado de un esfuerzo de ajuste y en la reducción de costes, en lugar de en la devaluación del tipo de cambio nominal. El tipo de cambio real se ha depreciado un 18,3% en los últimos siete años.

Las ventas interiores, por su parte, crecieron un 0,2% bimensual en julio y agosto respecto a mayo y junio, seis veces menos que en el segundo trimestre, lo que da idea del rápido deterioro producido. De nuevo, el mes de agosto recoge una mejora importante con respecto a julio, al igual que ocurría en el dato de exportaciones, creciendo un 0,7% intermensual.

El mayor impulso desde el lado de la oferta proviene del sector servicios, con un crecimiento bimensual del 0,1%. Este es el único sector que, con las ventas de agosto, consigue más que compensar la caída observada en julio. En cambio, las mejoras observadas en construcción y promoción e industria no fueron suficientes, lo que situó a ambos sectores en un nivel medio de ventas inferior al registrado en el bimestre mayo-junio.

En clave positiva, **indicadores de actividad tales como los índices PMI (*Purchasing Managers' Index*), tanto del sector manufacturero como del sector servicios, se consolidaron en zona marcadamente expansiva en septiembre**. El PMI de la industria manufacturera para España se situó en septiembre en el valor 52,3, lo que supone 1,3 puntos por encima del registrado el mes anterior. Esta mejoría es debida al incremento de la producción y de los pedidos, tanto pendientes de realización como nuevos. El PMI de actividad en los servicios, por su parte, se situó en septiembre en el nivel 54,7, dos puntos y medio por encima de la zona euro.

El Índice de Producción Industrial (IPI) sorprendió con un fuerte crecimiento del 4% en agosto, muy superior al del mes de julio. Todos los bienes mostraron un tono más dinámico que en julio, si bien destacó el crecimiento de los bienes de equipo (+12,7%).

Dentro del sector servicios, destaca sobremanera el turismo, que evoluciona a ritmo de récord cada trimestre, muy favorecido por factores de índole macroeconómica (bajo precio del petróleo) y geopolítica. No obstante, la llegada de turistas se desaceleró hasta el 5,8% en agosto, habiendo anotado en el primer semestre un aumento del 11,7%. A su vez, el gasto por turista también se desaceleró en agosto hasta el 3,8%, cuando había crecido un 8,2% interanual en el primer semestre.

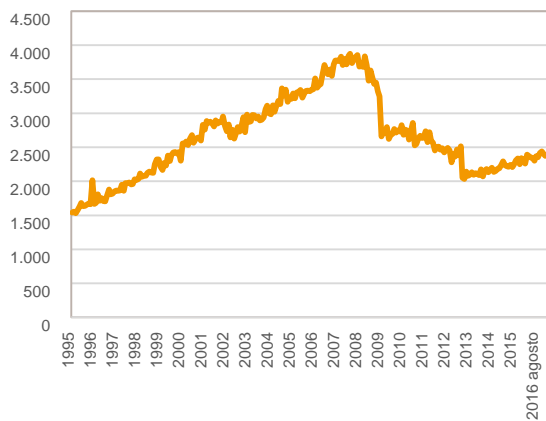
Por el lado de la demanda, las ventas de bienes y servicios de consumo vuelven a ser las principales responsables del ligero aumento observado a nivel agregado nacional, si bien crecieron en los dos meses de verano a un ritmo un punto inferior al registrado en el segundo trimestre y la demanda de bienes de equipo cayó un 0,7%, cuando en el segundo trimestre su ritmo de crecimiento era del 1,3%. Ello implicaría, de mantenerse la tendencia, una contracción anualizada del 2,8%, cuando en 2015 y en la primera mitad de 2016 la demanda de bienes de equipo registró tasas de crecimiento en torno al 5%.

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 se incrementan en tasa interanual en el tercer trimestre un 11,5% y un 13% respectivamente. En contraste, el índice general del comercio minorista, deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, registró una caída del 0,9% intermensual en agosto, si bien la

tendencia ha sido claramente positiva en los ocho primeros meses del año.

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 se recoge en el gráfico 2.

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



Fuente: Agencia Tributaria.

El gráfico permite observar lo alejadas que quedan las cifras de ventas de bienes y servicios de capital respecto a los niveles alcanzados antes de la crisis. Esto refleja una intensa caída del gasto en inversión de nuestras empresas, explicado en gran parte por el escenario reciente de la economía española, que se caracteriza por la deflación y el fuerte endeudamiento. **Lograr aumentar el stock de capital para mejorar la productividad y elevar el potencial de crecimiento condicionarán el futuro de la economía española.** Si bien no es deseable que se alcancen los niveles registrados durante el auge inmobiliario (las ventas de bienes y servicios de capital incluyen ventas de bienes de equipo y software, pero también construcción y promoción inmobiliaria), la compra de bienes de equipo por parte de las empresas españolas es clave para elevar la productividad y el crecimiento potencial de la economía, en aras a producir y exportar más, y reducir la elevada deuda externa.

Los datos de inversión de la contabilidad nacional mostraron en el segundo trimestre que las empresas españolas estaban invirtiendo a un ritmo notable, a diferencia de otras economías occidentales, consecuencia de que perciben una demanda sostenible y de que sacan provecho de unas condiciones de financiación muy

ventajosas. El fuerte volumen inversor genera creación de empleo, que a su vez genera consumo, lo que 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.

Por último, 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 la elevada deuda externa de España a través de la exportación.

Del análisis de las recientemente publicadas cuentas trimestrales no financieras de la economía española, que muestran la evolución de las decisiones de inversión y ahorro de las familias, empresas no financieras y sector público en España y su relación con el exterior, se concluye que **la economía española no sólo sigue manteniendo la capacidad de financiación sino que la amplía** en el segundo trimestre hasta máximos de la serie (9.021 millones de euros en el segundo trimestre). Es un dato muy positivo, 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, un elemento clave en una economía con un elevado stock de deuda externa y una imperiosa necesidad de reducirlo. Y ello ha sido posible gracias a que el ahorro crece con mayor intensidad que la inversión, situándose en el 22,1% del PIB, frente al 20,3% de la inversión. Dicha brecha es significativamente positiva, pues permite aunar crecimientos del PIB superiores 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.

Los datos de la **balanza de pagos** del mes de julio, confirman esta tendencia al mostrar un saldo positivo de las cuentas corriente y de capital, determinantes de la necesidad o **capacidad de financiación**, de 3.600 millones de euros, superior a la de julio de 2015 y que, en el acumulado de doce meses, asciende a 26.100 millones de euros, **algo más del 2% del PIB.**

Sorprende, en el actual marco político, que las expectativas empresariales vuelvan a mejorar para el cuarto trimestre, tal y como recoge el Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA) elaborado por el INE. Según este indicador, se espera que la confianza

empresarial suba un 0,2% en el cuarto trimestre de 2016, un dato muy positivo, dado que el balance de expectativas no es tan claro como en trimestres anteriores: el 18,9% de los establecimientos empresariales son optimistas sobre la marcha de su negocio, mientras que el 20,6% prevé un trimestre desfavorable.

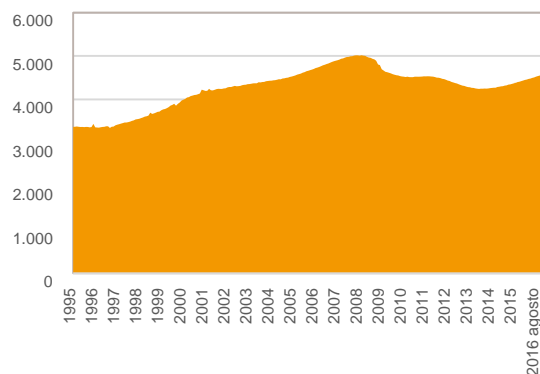
Uno de los datos que mejor confirman la buena coyuntura por la que aún atraviesa la economía española, a pesar de seguir sin gobierno, es la cifra de afiliaciones a la Seguridad Social. Éstas crecieron un 0,7% trimestral que, si bien muestra ralentización con respecto al crecimiento del 0,9% del segundo trimestre, sigue siendo un ritmo fuerte de creación de empleo. Además, septiembre fue el mejor mes del último trimestre al crecer la afiliación en términos desestacionalizados en 45.000 personas, lo que invita al optimismo para la recta final del año. **La ralentización del ritmo de creación de empleo del tercer trimestre se explica principalmente por el menor dinamismo del sector industrial, donde el empleo creció un 0,5%**, casi la mitad que el trimestre anterior, resultado sobre todo del menor ritmo de crecimiento del resto de socios europeos y que afecta a nuestras exportaciones.

No obstante, **el consumo de los hogares y los costes de las empresas sufren desde julio el ritmo ascendente de los precios del petróleo.** Sin ser una subida fuerte, es posible que tras el acuerdo de reducir alrededor de un millón de barriles diarios la producción de crudo por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), los precios se sitúen alrededor de los 50\$ el barril Brent. La subida del precio del petróleo tendrá un impacto directo sobre la capacidad de gasto y ahorro de las familias.

Además, 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 3,2% en el mes de agosto, recuperando el ritmo de crecimiento momentáneamente perdido en julio. El promedio de incremento para el periodo enero-agosto fue del 3,4%. El aumento anual del rendimiento bruto medio muestra oscilaciones mensuales, pero el promedio del año arroja un crecimiento del 0,6%.

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

Gráfico 3. Empleados de las grandes empresas. Miles



Fuente: Agencia Tributaria

Junto a la mejora en las expectativas empresariales, **las favorables condiciones de financiación resultado de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE) contribuyen de manera decisiva a sostener la inversión por parte de las empresas.** La mejora en las condiciones de financiación para pymes se ha traducido en una caída de casi un punto porcentual en un año. Además, la intervención del Banco Central Europeo también sigue permitiendo al Estado financiarse a tipos de interés muy reducidos. En el mercado secundario de deuda, la menor aversión al riesgo y la ausencia de tensiones fueron la tónica general en los meses de verano, reduciéndose las rentabilidades por la mayor demanda de renta fija, si bien el tipo de interés del bono español a 10 años subió un 25% en las tres primeras semanas de octubre, fundamentalmente como consecuencia de la particularmente difícil situación política, la incertidumbre ante una posible modificación por parte del Banco Central Europeo (BCE) de las condiciones del programa de compras de activos, la expectativa de un posible aumento de los tipos de interés en Estado Unidos y la subida del precio del petróleo. **Tras dar vía libre al principal partido de la oposición para la formación de nuevo gobierno y la consecuente reducción de la incertidumbre política, cabe esperar una ligera minoración**

del coste de financiación del Estado y una ampliación del diferencial favorable de rentabilidad frente a Italia.

La ampliación de los estímulos monetarios por parte del BCE respalda también el crédito, determinante para mantener el ritmo de actividad y crecimiento. En este sentido, la tasa de morosidad ha registrado una reducción durante el último año de 1,55 puntos porcentuales, hasta situarse en el 9,4%. Esta mejora de la morosidad radica, sobre todo, en el notable retroceso de la morosidad del crédito promotor y a la construcción. Otro elemento a tener en cuenta es 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, un factor fundamental para que la fluidez del crédito se afiance. Todo esto contribuye a que los balances bancarios estén cada vez más saneados, un factor necesario para que aumente la oferta de crédito.

En definitiva, en el cómputo global los datos macroeconómicos siguen siendo favorables para la economía española, y esperamos que el PIB crezca un 0,7 trimestral en el tercer trimestre de 2016.

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

En clave internacional, como cada mes de **octubre el Fondo Monetario Internacional (FMI) adelantó sus previsiones económicas.** Con tasas de crecimiento previstas para la economía mundial del 3,1% en 2016 y del 3,4% en 2017, se confirma así **que el escenario central es el de una reactivación económica mundial débil.** Si añadimos la situación de comercio internacional prácticamente estancado, no podemos depositar demasiadas esperanzas en los ritmos de crecimiento a corto plazo, si bien la economía española prevemos que crezca ligeramente por encima del crecimiento de la economía mundial, un 3,2% en el año en curso y un 2,6% en 2017.

Al débil crecimiento previsto de la economía de EEUU para 2016 se suma también el débil crecimiento previsto para la Unión Económica y Monetaria (UEM), ambos cercanos al 1,5%, si bien en el caso de Europa, a diferencia de EEUU, la economía se

expande ligeramente por encima de su crecimiento potencial y, por tanto, con una reducción progresiva de los niveles de capacidad ociosa. De cara a la segunda mitad del 2016, tanto los índices de confianza como los PMIs son compatibles con una continuidad en el crecimiento favorable. En relación con dos de los principales socios comerciales de España, el crecimiento de la economía alemana se sitúa en el entorno del 2% anualizado, por encima de su potencial, y logrado en un contexto de paro muy reducido y de crecimiento del dinamismo salarial. Al tiempo que Francia muestra cifras más razonables en lo que llevamos de tercer trimestre y su gobierno ha conseguido sacar adelante una reforma laboral relativamente ambiciosa.

El recientemente publicado índice PMI Compuesto de la Actividad Total de octubre para la zona euro se situó en los 53,7 puntos, frente a 52,6 en septiembre, nivel máximo de los diez últimos meses, según la agencia Markit. Ello se traduce en un crecimiento previsto del 0,4% en el tercer trimestre (frente al 0,3% del segundo trimestre), liderado especialmente por Alemania.

A pesar de las razonables perspectivas de crecimiento de los principales socios comerciales, **siguen existiendo riesgos generales para el conjunto del área euro, que podrían venir en forma de la intensificación de los problemas de la banca alemana o italiana e, indudablemente, del Brexit,** que sigue suponiendo un elemento de incertidumbre que, si se maneja torpemente, tiene la capacidad de generar efectos negativos de gran magnitud.

Finalmente, **la estabilización 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 a la subyacente en meses venideros.** 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, y con las mejoras en las cuentas de resultados de un gran número de empresas, los aumentos, aunque progresivos y lentos, en los salarios deberían contribuir a una mejor repartición de la riqueza generada, haciendo partícipes también a los trabajadores de la etapa de fuerte 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. Este aumento de inflación por el lado de los costes facilitaría, además, el proceso de desapalancamiento de la economía española. Según las cifras del Banco de España, la economía española sitúa su deuda total en el 269,5% del PIB en el segundo trimestre de 2016.

En cualquier caso, y más allá de los efectos del Brexit, que genera riesgos a la baja en el crecimiento para los próximos meses en Europa, **es posible que alguno de los vientos de cola que nos han favorecido se vuelva algo menos intenso en la segunda parte del año.**

El históricamente bajo precio del petróleo de la primera mitad del año es muy improbable que se mantenga en trimestres venideros como se está comprobando, por lo que la factura energética debería tender a empeorar y, con ella, el déficit comercial (en un entorno difícil para crecer en exportaciones), haciendo más complicado mantener la capacidad de financiación de la economía lograda en los últimos años.

En el lado positivo, por vez primera en los últimos años, **el deterioro de expectativas de los países desarrollados se ve compensado con una mejora de las expectativas sobre las economías emergentes.** El retraso en la subida de tipos en EEUU y la reciente estabilización de los precios de las materias primas permite mantener un cierto optimismo respecto al mundo emergente, que debería confirmarse en los próximos meses, a tenor de los acuerdos alcanzados por la OPEP. Con crecimientos, además, mejores de lo esperado en China y la India y con ralentización de la caída del PIB en Brasil y Rusia.

Tampoco debemos olvidar que **las políticas fiscales se están volviendo más laxas, tanto en Estados Unidos como en la zona euro o en Asia** (Japón o China), y ello debería ser un factor de impulso de actividad en el segundo semestre 2016, viniendo a complementar la actuación de unas políticas monetarias que seguirán siendo muy expansivas.

Europa necesita avanzar en la unión fiscal para hacer de la política fiscal un instrumento clave que complemente a la política monetaria única en su lucha contra la deflación y el desempleo. Del mismo modo, la Unión Europea reforzará probablemente su compromiso con la unión bancaria en aras a una mayor integración tras el Brexit.

La economía española seguirá beneficiándose por tanto, de unos tipos de interés muy bajos y de crédito abundante. También de un precio del petróleo relativamente bajo que ayudará a mantener la capacidad de financiación de la economía española y permitirá reducir parte de la aún elevada deuda externa. Continuará a buen ritmo la creación de empleo. Hasta la fecha, se ha recuperado uno de cada tres empleos perdidos durante la crisis. La creación de nuevos puestos de trabajo será prioritaria y determinará la mayor o menor facilidad para consolidar las cuentas públicas.

La principal amenaza, que residía para el segundo semestre de 2016 en la incertidumbre política por la falta de gobierno, parece haberse solucionado. Queda eliminado así un elemento claramente adverso para el crecimiento económico. Ahora el reto es llegar a acuerdos y avanzar en las numerosas decisiones y reformas pendientes. Y ello, en un entorno internacional que se presenta altamente inestable. Si bien la economía mundial podría atravesar una desaceleración más aguda de lo previsto, los fundamentos económicos y financieros de familias, empresas e incluso entidades financieras españolas son más sólidos que al inicio de la crisis. Además el BCE en su última reunión dejó claro que no ha llegado aún la hora de dejar de comprar bonos y que, cuando se decida, se hará de forma muy gradual.

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

FOCUS brief

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

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