

F●**OCUS** brief

*Boletín Mensual de
Coyuntura Económica*

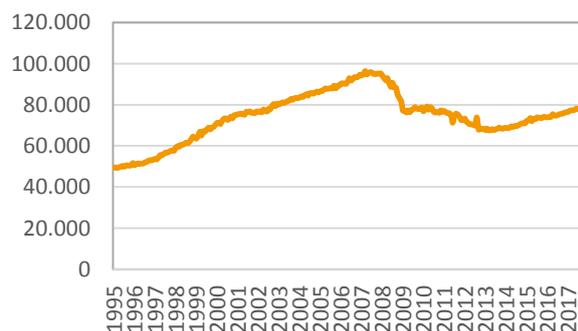
Octubre • 2017

VENTAS, EMPLEO Y SALARIOS DE LAS GRANDES EMPRESAS

Los indicadores correspondientes de ventas, empleo y salarios de las *Grandes Empresas** que cada mes elabora y publica la Agencia Tributaria muestran que la economía española crece a buen ritmo. Analizados en conjunto con otros indicadores relevantes del desempeño de la economía, todo parece indicar que el ritmo de crecimiento de la economía española se mantuvo fuerte en el tercer trimestre de 2017.

Y eso a pesar de que las ventas totales, a precios constantes y corregidas de calendario y estacionalidad, crecieron a un ritmo bimestral promedio de solo el 0,2% en los meses de julio y agosto, frente al avance intertrimestral del 0,9% del segundo trimestre. Ello supone una ralentización ostensible del crecimiento de las ventas de las grandes empresas, que pasan de crecer en tasa anualizada al 3,7% a hacerlo al 1,2%, debido al mal dato de julio (-0,4% intermensual). Las ventas totales de las grandes empresas se recuperaron en agosto, al aumentar un 0,6%, lo que invita a esperar un mejor dato en septiembre y en el conjunto del trimestre.

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.

La ralentización anteriormente comentada proviene de las ventas interiores, que se estancan en los dos primeros meses del tercer trimestre (-0,02% bimestral). **Las ventas exteriores muestran, sin embargo, un excelente comportamiento** al crecer un 0,55% en julio y agosto, de modo que prácticamente mantienen el fuerte ritmo de crecimiento anualizado (+3,3%) del segundo trimestre. Y ello a pesar del estancamiento observado en el impulso del comercio internacional. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el comercio internacional creció un 1,1% en los meses de mayo, junio y julio en comparación con los tres meses inmediatamente anteriores, si bien retrocedió un 0,4% en julio respecto al mes de junio. Afortunadamente para la economía española, el comercio exterior dentro de la Unión Europea atraviesa un buen momento. A ello se ha unido en los dos primeros meses del tercer trimestre el comercio del resto del mundo, que permitió a las exportaciones fuera de la Unión Europea volver a registrar avances de doble dígito (10,2% interanual), como los observados en el primer trimestre. Las exportaciones a los países miembros del mercado único también avanzan tres décimas en relación al segundo trimestre (6,3% interanual).

Las importaciones, por su parte, aumentan un 0,12% intertrimestral, creciendo muy por debajo de las exportaciones.

Las importantes ganancias de competitividad logradas en años recientes siguen dando sus frutos, compensando así, en parte la apreciación promedio del euro en lo llevamos de 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 recientemente observada 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 24,8%.

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 está perjudicando esta vía de competitividad durante 2017. 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 adquirirá 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 se estancaron en el bimestre julio-agosto, que encontraría posible explicación en el fuerte avance observado en crecimiento anualizado del 4,4% en el segundo trimestre, el más alto observado desde hace casi dos años, concretamente desde el tercer trimestre de 2015.

Desde el lado de la oferta, las ligeras caídas tanto en ventas interiores de la industria (-0,35%) como en construcción y promoción, y el ligero aumento de las ventas del sector servicios tienen

como resultado la variación nula del conjunto de las ventas interiores en los meses de julio y agosto en relación a los dos meses anteriores.

El PMI compuesto de actividad global para España alcanzó en septiembre el nivel 56,4, superior en 1,1 puntos al del mes previo y tres décimas por debajo del observado en la zona euro. Este indicador muestra que **la velocidad de cruce de expansión de la actividad económica de España se ha intensificado, pero por debajo del promedio de la zona euro.**

El Índice de Producción Industrial (IPI), con datos corregidos de estacionalidad y calendario, creció en agosto el 1,8% interanual, inferior en una décima al del mes anterior, derivado fundamentalmente del menor ritmo de avance de los bienes de equipo e intermedios. En tasa intermensual, el IPI avanzó un 1%, frente al retroceso del 0,3% anotado en julio.

Por su parte, **las ventas industriales** crecieron con mayor fuerza aún que en meses anteriores. Si en junio avanzaban un 5,8%, en agosto la facturación de la industria española creció un 7,6%, corregido el efecto calendario y la estacionalidad, lo que permite anticipar que el PIB del tercer trimestre se habrá saldado con un fuerte crecimiento para este sector.

El Índice de Producción de la Industria de la Construcción, con series corregidas de calendario y deflactadas, publicado por Eurostat, experimentó en agosto un descenso interanual del 0,4% frente al incremento del 3,4% registrado en el mes previo. Esta ligera contracción se explica, principalmente, por la desaceleración del componente de edificación, de 4,1 puntos hasta el 1% interanual y, en menor medida, por el mayor ritmo de descenso del componente de obra civil. Por último, el aumento de la superficie a construir en obra nueva experimenta un notable crecimiento interanual del 21,9% en los primeros siete meses del año.

Hipotecas constituidas y compraventas de viviendas también evolucionan al alza. Según la estadística del INE, el avance de este último indicador fue del 16% interanual en agosto, ocho décimas inferior al observado en julio, resultado del menor ritmo de crecimiento de las compraventas de vivienda usada, parcialmente compensado por el aumento de las compraventas de vivienda nueva. Las hipotecas constituidas sobre viviendas avanzaron con intensidad en julio (+32,9%), casi el doble que en el mes anterior.

No obstante, el fuerte crecimiento 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 4% en agosto, tasa sustancialmente menor que en el primer semestre, 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% y en agosto del 10,3%, siendo julio el máximo histórico de la serie y agosto el máximo en un 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 efectuadas por los residentes en España (+0,9%).

Otros indicadores del buen comportamiento del consumo en lo que llevamos de año **son**, por ejemplo, **las matriculaciones de turismos y de vehículos comerciales** que, según ANFAC, se incrementaron en tasa interanual un 4,6% en septiembre, pero que pierden impulso dado que caen 8,4 puntos con respecto a agosto. El resultado positivo es generalizado, tanto para particulares como para el canal de venta de empresas, mientras que el canal de alquiladores redujo sus compras un 4,8% interanual en septiembre. El balance de los nueve primeros meses del año es de un avance de las matriculaciones del 6,7%, inferior en casi cinco puntos al del mismo periodo de 2016.

El Índice General del Comercio Minorista (ICM), deflactado y corregido de efectos estacionales y de calendario, **registró en agosto un aumento anual del 4%, lo que supone una clara aceleración en comparación con los datos observados en meses anteriores.**

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, desestacionalizadas, corregidas de calendario y deflactadas, **desaceleran su crecimiento**, avanzando las primeras a un ritmo anualizado en el segundo trimestre del 2,2% y las segundas, un 0,01%, variaciones muy alejadas de los avances del segundo trimestre. La demanda de bienes de equipo y software, por su parte, cayó en tasa anualizada un 4,2%.

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 y de crecimiento 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, 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, en los meses de julio y agosto las ventas de bienes de equipo y software de las grandes empresas registraron caídas en comparación con el bimestre anterior del 0,7%. De esta forma no se mantiene el buen tono de la inversión en bienes de equipo observado en el primer y segundo trimestre. Por otro lado, las matriculaciones de vehículos de carga vuelven a experimentar crecimientos de dos dígitos en los dos primeros meses del tercer trimestre, tras la desaceleración del segundo trimestre. Así, 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 11,4% registrado en 2016.

Por último, las expectativas empresariales empeoran para el cuarto trimestre, según el **Indicador de Confianza Empresarial Armonizado (ICEA)** elaborado por el INE. Este 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).

El sector exterior sigue dando buenas noticias, al volver a mostrar la economía española en el segundo trimestre de 2017 **capacidad de financiación frente al resto del mundo**, concretamente del 2% del PIB trimestral, según las Cuentas Financieras de la Economía Española, elaboradas por el Banco de España, si bien esta capacidad de financiación es inferior en casi medio punto a la observada un año antes (2,4% del PIB).

Esta evolución encuentra explicación en la menor capacidad de financiación de los hogares e ISFLSH, cuyo saldo de operaciones netas se redujo 5,2 puntos porcentuales, hasta el 3% del PIB trimestral. Ello, a su vez, fue parcialmente compensado por el menor déficit de las AAPP y por el aumento del saldo de operaciones financieras netas de las sociedades no financieras e instituciones financieras, hasta el 3,1% y el 2,8% del PIB, respectivamente.

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 que es 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 22,7% del PIB y el segundo en el 20,7%. 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. 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 en el segundo trimestre de 2016 al 6,5% en el mismo periodo de 2017, debido

fundamentalmente al descenso del ahorro, 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. En efecto, el número medio de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 26.318 personas en septiembre, respecto a agosto (logrando así el mejor mes de septiembre desde el año 2005), situándose el saldo total en 18.336.161 personas.

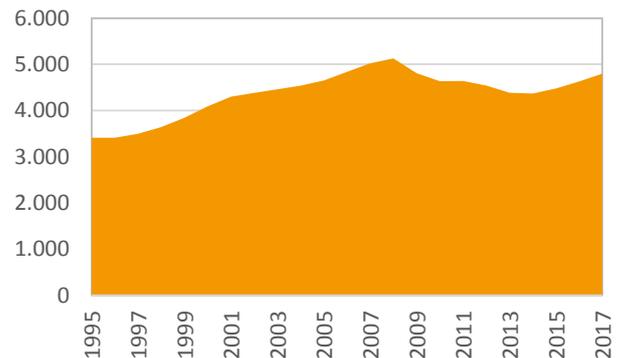
Con series corregidas de estacionalidad, la afiliación en septiembre aumentó en 56.400 personas, un 0,3% intermensual, retomando la tendencia de más de tres años y medio de tasas intermensuales positivas (desde diciembre de 2013), interrumpida en agosto (-0,1%). En términos interanuales, la afiliación se incrementó en 624.141 personas en septiembre, lo que representa un avance del 3,5%, tasa superior en una décima a la de agosto, pero inferior en tres décimas al crecimiento observado en el segundo trimestre.

Por sectores, **la aceleración de las afiliaciones en términos interanuales se explica fundamentalmente a partir del comportamiento de los servicios y la construcción**, que intensificaron el ritmo de crecimiento una décima y medio punto, hasta el 3,6% y el 6,3% respectivamente. La industria también contribuyó, aunque en menor medida, ya que su tasa de crecimiento se aceleró una décima, hasta el 3,2%. Por el contrario, la afiliación en la agricultura moderó el ritmo de crecimiento dos décimas, hasta el 0,7%. Es muy destacable y positivo el hecho de que **el ritmo de crecimiento interanual de la afiliación en la construcción ha sido el mayor desde enero de 2007** y, en el caso de la industria, el mayor de la serie histórica, junto a los registrados en los meses de marzo y mayo de este año (3,2% en ambos). También muestra un elevado dinamismo la afiliación en administración pública, defensa y seguridad social obligatoria, que se acelera nueve décimas, hasta el 4,2% interanual y el de las actividades administrativas y servicios auxiliares, que pasó de crecer el 5,1% en agosto

al 5,6% en 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% en agosto, sólo una décima por debajo de las tasas registradas en junio y julio, si bien la cifra es dos décimas superior al ya elevado ritmo de crecimiento de 2016, y una décima mayor al crecimiento observado en el segundo trimestre. En cuanto a los salarios, el incremento anual del rendimiento bruto medio fue del 0,5% en agosto, superior al 0,2% que se observó como promedio en los ocho 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 septiembre de 2017, muestra un incremento salarial pactado del 1,4%, cuatro décimas superior al aumento 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 esfuerzo de contención del gasto público. El déficit de las Administraciones Públicas hasta el segundo trimestre de 2017 se situó en el 2,18% del PIB y el déficit del Estado, en términos de Contabilidad Nacional, se redujo un 32,6% hasta agosto.

Por otro lado, según el Banco de España, la Deuda de las Administraciones Públicas atendiendo a la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) alcanzó en agosto la cifra de 1.133.099 millones de euros, un 2,7% superior a la del mismo periodo del pasado año, reduciéndose una décima el ritmo de crecimiento observado en el mes de julio. 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.

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 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,** 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, 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).**

Finalmente, **la subida del precio del crudo por encima de los 55\$ a lo largo del mes de octubre 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, 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 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 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. Sucede, también, que existen personas buscando trabajo de forma activa pero que, sin embargo, no están dispuestas a ponerse a trabajar en un plazo máximo de dos semanas, sino de al menos un mes, por lo que no se consideran paradas de acuerdo a la definición técnica que sitúa a las personas como oficialmente desempleadas. Y sucede, por último, que existen trabajadores “infrautilizados”, empleados a tiempo parcial, que querrían trabajar a tiempo completo y que figuran en las estadísticas oficiales como ocupados cuando, en realidad, están en el mercado compitiendo con el resto de parados por un trabajo de ocho horas diarias. **Todo ello explica que en la actual recuperación la importante reducción del desempleo no esté generando fuertes presiones inflacionistas.**

Las subidas salariales también permitirían compensar, en parte, la subida registrada en la tasa interanual del IPC del 1,8% (1,5% en el caso del IPC armonizado) en septiembre, 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 1,2% en septiembre). 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. 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 bonos cada mes y durante 2018 seguirá comprando bonos, aunque todavía no sabe la cuantía ni el ritmo de reducción del volumen de compra. Pero esto podría reunir en la reunión del BCE de esta semana en Frankfurt. Los tipos de interés seguirán en niveles muy bajos por un largo periodo de tiempo, pero las ventajas de empezar muy gradualmente a retirar

estímulos parecen superar a los costes. Sólo así el BCE y el resto de bancos centrales podrían afrontar con garantías y con el necesario margen de maniobra la estabilización de la economía mundial ante la llegada de una próxima crisis financiera.

La 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 complemente la política monetaria 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.

De momento, poco se puede esperar de la demanda interna de la zona euro, si bien la economía de la zona euro muestra cierta fortaleza al volver a crecer alrededor del 2,2% en 2017. Así, una demanda interna algo menos fuerte y una demanda externa más vigorosa, especialmente aquella procedente de fuera de la Unión Europea, debería permitir a la economía crecer a un ritmo próximo 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 salida de la crisis 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.

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, aumentar 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.**

¿Un nuevo modelo productivo para la economía española?

Dejando de lado la cuestión catalana y asumiendo que ambos gobiernos sean capaces de reconducir la situación de manera inmediata, la economía española creció en el tercer trimestre a un ritmo fuerte, crecimiento que seguirá siendo fuerte en la recta final del año.

Por otro lado, es especialmente reseñable que la economía española está creciendo y creando empleo sin generar desequilibrios. Por quinto año consecutivo, el país conseguirá cerrar con superávit por cuenta corriente, esto es, un saldo positivo en el comercio de bienes y servicios y las rentas y transferencias con el exterior. Esto significa que, en su crecimiento, el país cuenta

con capacidad de financiar al resto del mundo (alrededor de 20.000 millones de euros, entorno al 2% del PIB), al contrario de lo que ocurría antes de la crisis, cuando el país generaba grandes déficits por cuenta corriente y eran los extranjeros quienes financiaban el crecimiento interior. No obstante, a pesar de que el saldo sigue siendo positivo, en lo que llevamos de 2017 se está reduciendo de manera notable. Una inflación moderada y el propio déficit por cuenta corriente podrían también indicar que a la economía española todavía le queda capacidad de crecimiento moderado o fuerte, a resultas de la aún elevada tasa de paro. Una mano de obra excedente que permite mantener la contención salarial y que favorece la creación de empleo.

Pero ¿es el cambio de signo de la balanza por cuenta corriente suficiente explicación para afirmar que la economía española ha cambiado su modelo de crecimiento?

Probablemente no, ya que la mayor parte de los factores que impulsan el superávit actual son coyunturales y podría desaparecer con el tiempo: petróleo barato, los tipos bajos y el “boom” del turismo. De hecho, gran parte de la corrección del superávit exterior del año 2017 es debida a tener que importar un petróleo alrededor de un 23% más caro en promedio, si bien suavizado por la apreciación promedio del euro sobre el dólar que está teniendo lugar. El ahorro en 2016 (año del precio del crudo históricamente bajo) frente a 2012 (año de petróleo muy caro), y teniendo en cuenta además que en 2016 España importó más petróleo que en 2012, fue de 26.000 millones de euros. Por lo tanto, si el crudo volviese a su pico, este hecho bastaría para que la economía española dejase de tener capacidad de financiación.

En relación a los tipos de interés que afectan a la elevada deuda española, sólo cabe esperar subidas, toda vez que es generalmente aceptado que se ha tocado fondo en relación al precio del dinero. El ahorro en pagos relativos a rentas primarias en la balanza de pagos de 2016 en relación al pico de la reciente serie histórica, observado en 2007, supera ligeramente los 35.000 millones de euros.

Y la industria turística, tras varios años de esplendor en los que España lideró el ranking internacional de competitividad y se acercó a Francia, líder del turismo mundial por número de turistas recibidos, se enfrenta a un contexto en el que la inestabilidad política y las imágenes de Barcelona con cargas policiales que han dado la

vuelta al mundo pasarán factura a la marca España, haciendo más difícil que los ritmos de crecimiento de los indicadores turísticos observados en los últimos años puedan mantenerse, dejando de contribuir así positivamente al sector exterior. Y ello sin necesidad de que los tradicionales destinos turísticos del norte del mediterráneo inmersos en conflictos recuperen la normalidad.

Sin embargo, y a pesar de que los datos anteriores no permiten, en principio, asumir que la capacidad de financiación de la economía española sea estructural dentro del nuevo modelo productivo, existen también argumentos que permiten ver con algo más de optimismo el futuro.

En primer lugar, es difícil imaginar un mundo con precios del petróleo en el entorno o por encima de los 100\$ el barril de Brent, como sucedió en 2008 o en el trienio 2011-2013. Las dificultades intrínsecas a la OPEP, el desarrollo del fracking en Estados Unidos, el aumento del uso de las energías renovables y la eficiencia energética deberían coadyuvar a contener el precio internacional del crudo así como su demanda en España, en este último caso si se cumplen las previsiones de crecimiento potencial de la economía española para los próximos años.

En segundo lugar, el desapalancamiento del sector privado, iniciado a mediados de 2010 permitió situar la deuda de los hogares e ISFLSH en el 63,1% del PIB en el segundo trimestre de 2017, desde el máximo observado del 84% al inicio de la crisis. La deuda de las sociedades no financieras también se reduce, hasta 99,9% del PIB, habiendo llegado a alcanzar el 133% del PIB. Una menor deuda implica menores importes a los que aplicar intereses y, por tanto, menores pagos en forma de renta. Los pagos crecerán conforme se procede a subir tipos, pero la deuda del sector privado es menor en la actualidad. El aumento de la deuda pública hasta el 100% del PIB anularía el efecto anterior, si bien es de esperar que los intereses exigidos al Estado sean menores que los del sector privado.

En tercer lugar, el buen comportamiento de las exportaciones en los últimos años no ha sido algo exclusivo del sector turismo. Todos los sectores de la economía española se han volcado en la exportación con avances muy significativos. **Las exportaciones representarán a finales de 2017 cerca de un 35% del PIB, diez puntos más que en 2008.** Atendiendo al destino de sus ventas, la economía española es

hoy una economía mucho más volcada en la exportación de lo que era hace menos de una década. España exporta turismo, pero no se debe olvidar el buen desempeño observado también en bienes exportables y servicios no turísticos en años recientes.

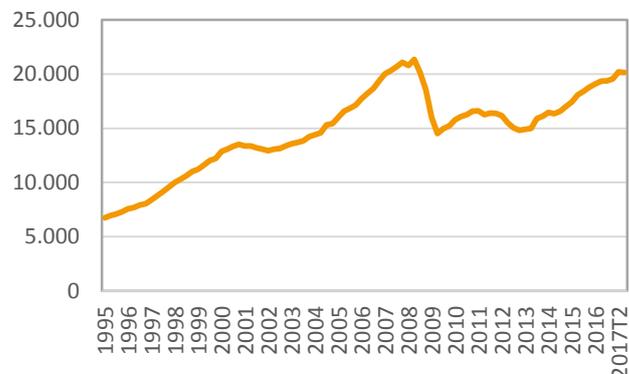
Una de las claves es valorar si la progresiva caída estructural del paro se consolida gracias a la continuidad de la fase expansiva y si está teniendo lugar una reorientación y adaptación del modelo productivo a la nueva realidad. Se trataría de lograr que aumenten los bajos niveles de inversión en I+D y la productividad que se logra si se mejora la tecnología y la gestión empresarial, a diferencia de lograr aumentos de productividad vía despido de trabajadores. En este sentido, la producción deberá orientarse hacia actividades con mayor valor añadido, debiendo jugar tanto el sector público como el sector privado un papel mucho más activo que el mostrado en los años recientes.

Los importantes avances en competitividad-precio logrados desde el inicio de la crisis no deben ocultar 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.

En relación con el sector público, su capacidad para apoyar cualquier tipo de cambio en el modelo productivo se vio seriamente mermada por los sucesivos recortes. No obstante, conviene tener bien presente a futuro que **ni el desarrollo de internet, ni el avance en la energía renovable hubiesen podido ser asumidos y realizables sin el decidido y arriesgado apoyo del Estado**, lo que sirve para desmontar el mito del Estado estático que sólo interviene para corregir los fallos del mercado. El Estado facilita la innovación, creando las condiciones necesarias para que esta se produzca.

Pero, además, el Estado emprendedor que actúa como líder en la asunción de riesgo y que crea mercados permite explicar por qué la mayoría de fármacos revolucionarios se desarrollan sobre todo con fondos públicos y no privados o por qué un país paradigma del libre mercado y poco intervencionista como Estados Unidos ha sido extremadamente proactivo y emprendedor en el desarrollo y la comercialización de nuevas tecnologías a través de su política industrial de los últimos 50 años.

Gráfico 5. Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF). Activos fijos materiales. Bienes de equipo. Precios constantes



Fuente: INE

El sector privado, por su parte, también adolece en España de falta de inversión en I+D. Sin embargo, la demanda de las empresas (fundamentalmente) de bienes de equipo ha recuperado ya su nivel previo a la crisis. Se trata de un indicador positivo en la valoración de una reorientación del modelo productivo, dado que esa inversión en bienes de equipo por parte de las empresas debe provocar cambios favorables que incidan sobre la productividad, aún mayores si dicha inversión se completa con un sistema educativo mejorado.

De momento, **lo que sí está cambiando desde el inicio de la crisis es la composición sectorial del empleo.**

Gráfico 6. Afiliación a la Seguridad Social. Sector Primario y Secundario. Variación absoluta. 2008 - 2017 (agosto)



Fuente: Seguridad Social

En los gráficos 6 y 7 se muestran las ramas de actividad tanto del sector secundario como terciario que mayor variación absoluta han experimentado en la última década, dentro de la industria y la construcción, **tan sólo la industria de la alimentación mantiene un número de afiliados a la Seguridad Social significativamente superior al existente en 2008.** El resto de sectores muestran la enorme pérdida de empleo sufrida por la industria y, en especial, por la construcción. Este último sector mantenía 1,2 millones menos de empleos en agosto de 2017 que en el año 2008.

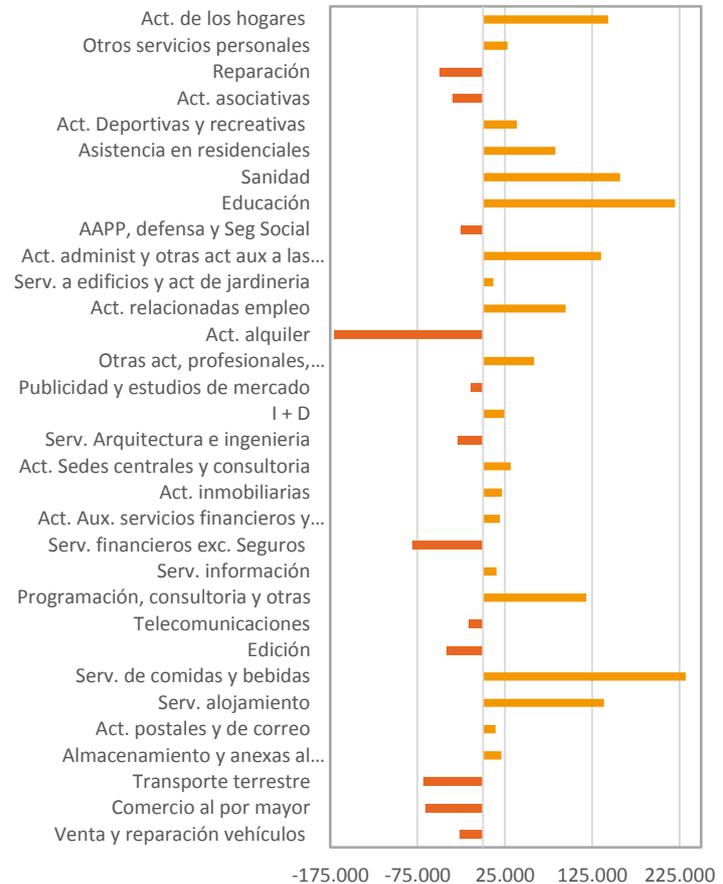
Dentro de la industria, se observan los mayores reajustes de empleo en la rama de Fabricación de otros productos minerales metálicos, Fabricación de productos metálicos, excepto maquinaria y equipo, y Fabricación de muebles, todas ellas con pérdidas de empleo superiores a los 50.000 trabajadores.

En el sector servicios, la situación es mucho más favorable, al ser más las ramas de actividad que disfrutaban de aumentos significativos de empleo,

que las que recogen pérdidas netas. En efecto, veinte ramas del sector servicios aumentan su número de empleados en más de 10.000 desde 2008. Lidera este grupo los servicios de comidas y bebidas con más de 225.000 afiliaciones en agosto de 2017 en comparación con 2008. Por encima de las 125.000 también se sitúan educación, sanidad, actividades de los hogares sector doméstico, servicios de alojamiento y actividades administrativas de oficina y otras actividades auxiliares a las empresas. Por último, con aumentos importantes por encima de las 50.000 afiliaciones se encuentran las actividades de programación, consultoría y otros servicios, actividades relacionadas con el empleo, asistencia en establecimientos residenciales y otras actividades profesionales, científicas y técnicas.

Actividades de alquiler y servicios financieros muestran la otra cara del sector servicios, ya que han perdido en la última década 170.000 y 80.000 empleos respectivamente.

Gráfico 7. Sector servicios. Variación absoluta afiliaciones Seg. Social 2008 - 2017 (agosto)



Fuente: Seguridad Social

Desde que se inició la recuperación a mitad de 2013, son muchas las ramas de la industria que muestran crecimientos significativos de empleo, incluido el sector de la construcción. En ambos sectores, como vimos en la primera parte del informe, se crea empleo a ritmos muy elevados, lo que debería llevar a que se alcancen niveles de empleo en ambos sectores más acordes con las necesidades de la economía española. En cualquier caso, la economía española es hoy una economía más orientada al sector servicios y a la exportación que antes de la crisis. **La existencia de 24.000 afiliados más en el sector de investigación y desarrollo en la actualidad frente a los niveles de antes de la crisis, indica el camino.** Si la última década ha servido para darle la vuelta al PIB perdido como consecuencia de sufrir la peor crisis económica y financiera de los últimos tiempos, **los próximos años deberían servir para consolidar el cambio de modelo productivo, centrando el esfuerzo en desarrollar sectores y actividades de mayor valor añadido** y en consolidar la clara orientación al exterior de la economía española. Todo ello intentando minimizar el número de personas que se quedan fuera de ese esfuerzo innovador y de internacionalización, pero **asumiendo que el peso en el empleo de las actividades punteras tecnológicamente es muy reducido** incluso en las economías más avanzadas tecnológicamente. Y todo ello sin olvidar que si los países pobres compiten con productos más baratos y los países de renta media compiten en un mundo global haciendo las cosas mejor, los países avanzados deben competir en la economía globalizada diferenciándose, lo que inevitablemente pasa por la innovación de cualquier tipo y en cualquier ámbito.

FOCUS brief

axesor { *Primera Agencia
de Rating española* }

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