

INFORME TRIMESTRAL

ESPAÑA

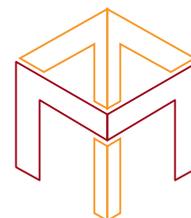
trends.ufm.edu

ABRIL–JUNIO 2015

Por: **Ángel Martín Oro**

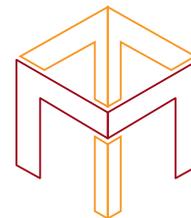
Asistente de investigación: Gabriel Colominas Bigorra

2015 T2 ESP



Índice

| | |
|--|----|
| Introducción | 3 |
| Actividad económica y empleo | 4 |
| 1. PIB y actividad | 4 |
| 2. Empleo | 6 |
| 3. Tendencias en actividad económica y empleo | 7 |
| Inflación y precios | 8 |
| 1. Agregados monetarios | 8 |
| 2. Índice de precios al consumidor | 9 |
| 3. Índice de precios industriales | 10 |
| 4. Precios de activos financieros | 11 |
| 5. Tendencias en la evolución de los precios | 12 |
| Crédito | 13 |
| 1. Crédito total extendido por el sistema bancario | 13 |
| 2. Crédito a las empresas | 14 |
| 3. Crédito a las familias | 15 |
| a. Distribución del crédito a las familias | 15 |
| 4. Tendencias en la extensión de crédito | 17 |
| Composición cualitativa del crédito | 18 |
| 1. Indicadores de descalce de plazos | 18 |
| a. Pendiente media de la curva de rendimientos | 18 |
| b. <i>Spread</i> de la curva de rendimientos de corto frente a largo plazo | 19 |
| 2. Tendencias en la composición cualitativa del crédito | 20 |
| Sector público | 22 |
| 1. Déficit y deuda sobre PIB | 22 |
| 2. Déficit y deuda sobre ingresos públicos | 23 |
| 3. Tendencias del sector público | 23 |
| Sector exterior | 24 |
| 1. Balanza por cuenta corriente | 24 |
| 2. Posición financiera internacional | 26 |
| 3. Balanza financiera | 27 |



Introducción

En nuestro primer informe nos planteamos la sostenibilidad de la recuperación de la economía española. En contraste con el optimismo de parte de analistas e instituciones, señalamos algunas vulnerabilidades y desequilibrios que no se han corregido. Pero tampoco nos posicionamos en el lado pesimista y apuntamos a importantes avances y ajustes.

En el periodo transcurrido desde la publicación del anterior informe, los datos macroeconómicos de España han mejorado, mientras el contexto internacional ha empeorado en varios aspectos, y los mercados financieros han sufrido turbulencias y correcciones de cierto calado.

Las causas se han localizado principalmente en el inacabable asunto griego, pero mucho más aún, en la situación del gigante chino. Los miedos a un aterrizaje brusco de China han generado una serie de efectos directos e indirectos sobre la economía internacional y los mercados financieros.

Asimismo, diversos indicadores relacionados con el comercio global (como las exportaciones de Corea del Sur) apuntan a una desaceleración de la economía internacional.

Pero no todo ha ido a peor. Hay un elemento del contexto global que supone un impulso a la economía española: la notable recaída del precio del petróleo. Esta supone un aumento en la renta disponible de los hogares y una reducción en costes de producción de las empresas.

En el panorama nacional, destacamos el escenario de mayor incertidumbre y riesgo político, motivado por la situación de Cataluña y las elecciones generales. En cierta forma, las consecuencias se han manifestado ya en estos meses, debido al retraso de algunos proyectos de inversión y el repunte en la prima de riesgo.

La economía española pasa por una fase de estabilización en su crecimiento, que probablemente se sitúe próximo a tasas interanuales del 3%. Pero, tanto la elevada posición deudora frente al exterior como el todavía abultado déficit público presentan retos que deben tomarse en cuenta. Destacamos por el lado positivo el desapalancamiento del sector privado, en particular del sector bancario. Pese a la destrucción de crédito que aún persiste, la economía ha conseguido acelerar su crecimiento en los últimos trimestres.

De cara al tercer trimestre, los indicadores adelantados apuntan a cierta desaceleración, que analizaremos en detalle en el próximo informe.

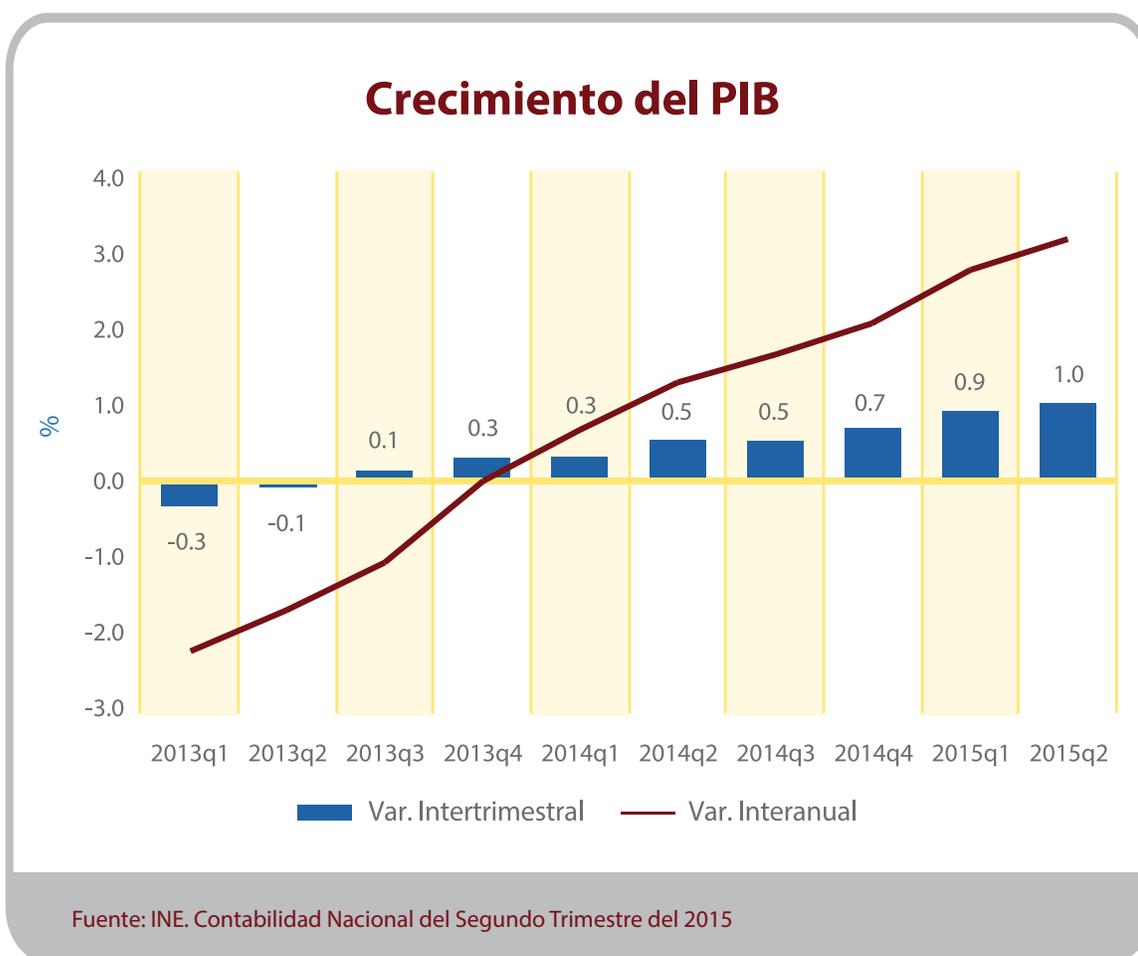
Actividad económica y empleo

1. PIB y actividad

La economía española continúa en cierto modo acelerándose. En el segundo trimestre crece a más del 3% respecto al mismo trimestre del año anterior, frente al 2.7% del primer trimestre.

Destaca la contribución de la inversión en maquinaria y bienes de equipo, y al mismo tiempo la desaceleración del gasto público, que pasa de crecer del 1.7% (1T) al 0.4% (2T) en términos intertrimestrales.

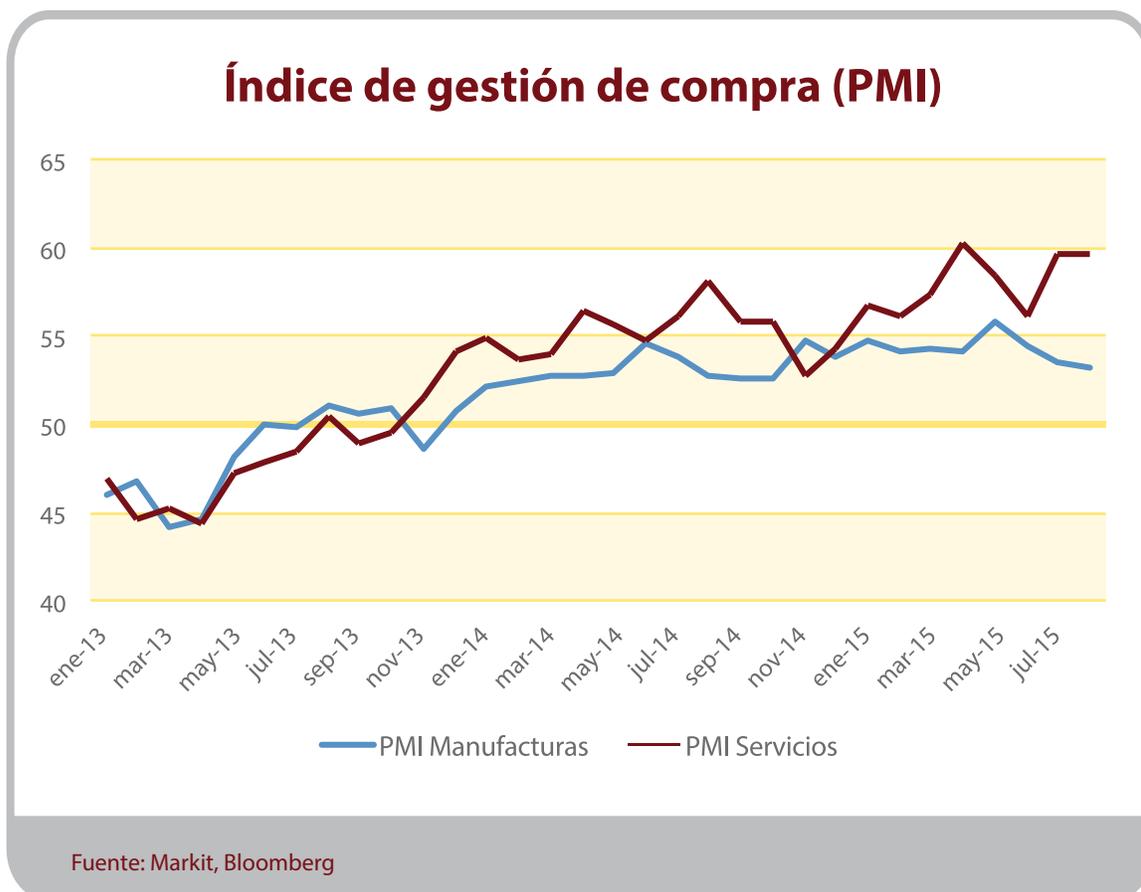
- Crecimiento PIB intertrimestral (2T 2015): 1% (0.9% 1T 2015)
- Crecimiento PIB interanual (2T 2015): 3.1% (2.7% 1T 2015)



El porcentaje de utilización de la capacidad productiva ha alcanzado el 77.7%, un nivel que no veíamos desde la segunda mitad del 2008. Este indicador alcanzó un máximo del 82.8% en el tercer trimestre del 2007 y un mínimo del 69.4-69.5% en el primer trimestre del 2010 y el 2013.

Los Índices de Gestión de Compras (PMI) continúan señalando expansión, si bien su intensidad depende del sector. Aunque la producción manufacturera aumentó a buen ritmo, la expansión de los nuevos pedidos se ralentizó en agosto, aumentando a un ritmo más débil desde diciembre del 2013. En el sector servicios, el crecimiento continuó siendo sólido, tanto en la actividad como en nuevos pedidos.

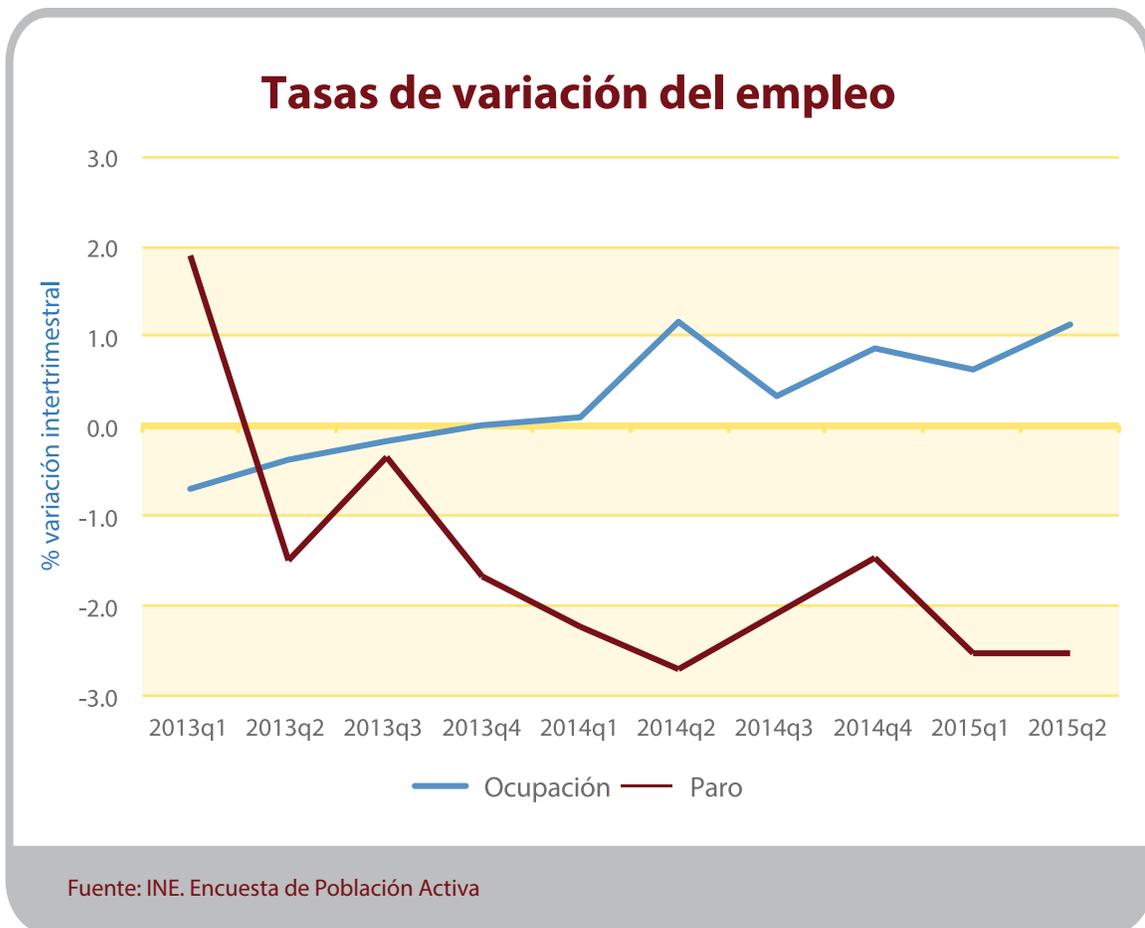
- PMI Manufacturas agosto: 53.2 (julio: 53.6)
- PMI Servicios agosto: 59.6 (julio: 59.7)



2. Empleo

Este crecimiento de la actividad se ha manifestado en la creación de empleo privado y la reducción del desempleo en el segundo trimestre.

- Tasa de desempleo (2T 2015): 22.37% (23.78% 1T 2015).
- Tasa de actividad (2T 2015): 59.79% (59.45% 1T 2015).
- Variación de la ocupación en el segundo trimestre: +411,800 personas (+412,200 en el sector privado).



Tasa de desempleo



Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

El crecimiento en el segundo trimestre se aceleró, apoyado por un mejor comportamiento, tanto de la demanda nacional como de la demanda exterior. Los indicadores de empleo también mejoraron considerablemente.

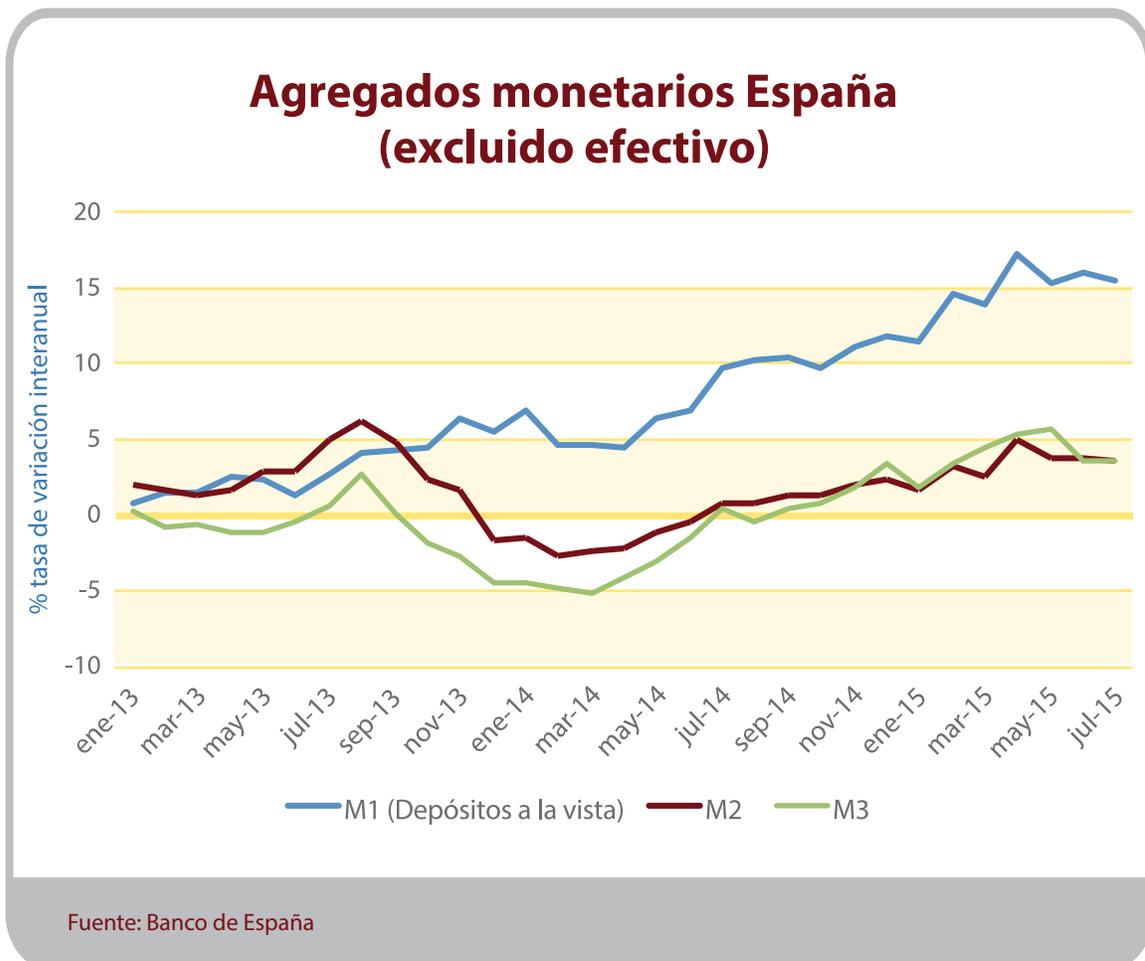
Pese a que la tendencia continúa siendo positiva, existen algunos indicadores (afiliaciones a la Seguridad Social, PMI o ventas de grandes empresas, entre otros indicadores parciales de coyuntura) que sugieren que el tercer trimestre podría presentar cierta desaceleración en el ritmo de crecimiento¹.

Inflación y precios

1. Agregados monetarios

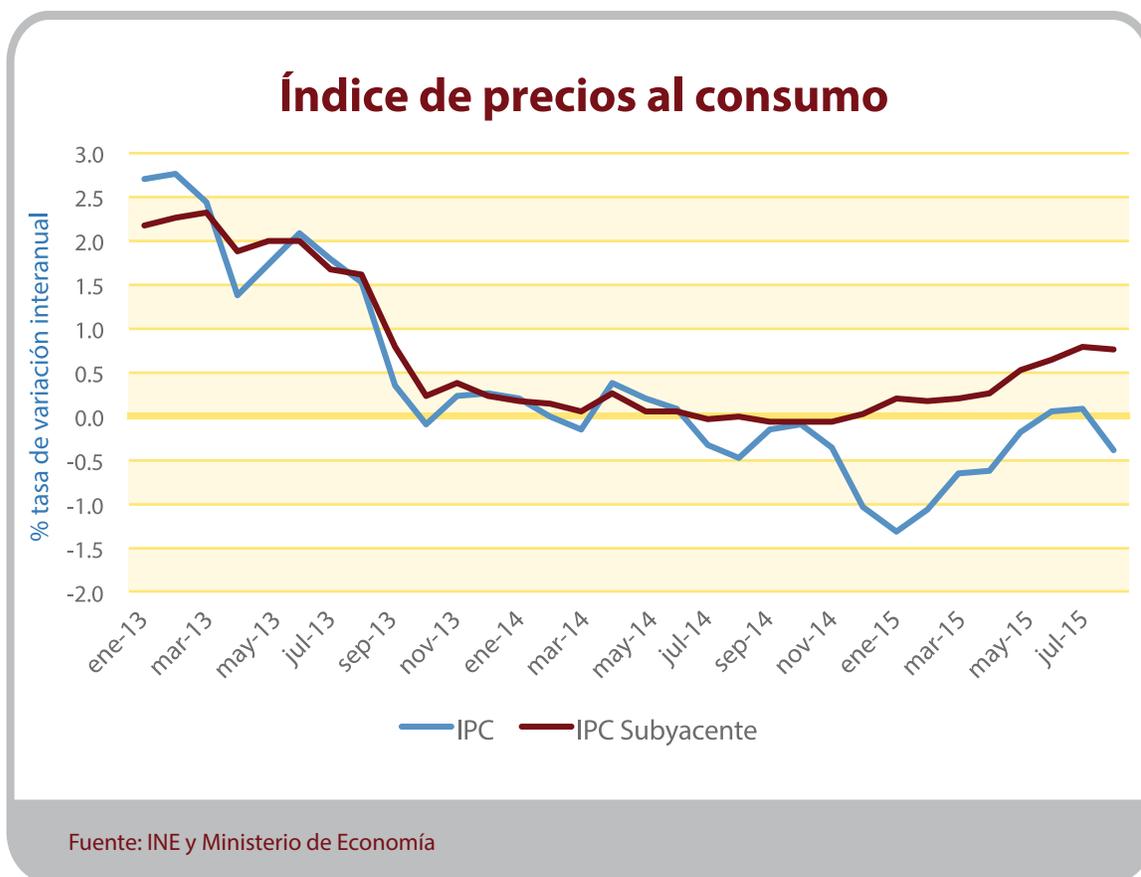
Los agregados monetarios se muestran en fase expansiva. Los últimos meses han visto una estabilización en sus tasas de crecimiento, tras el gran repunte desde la primavera del 2014.

El ritmo de compras de bonos públicos y privados por parte del BCE hace que los agregados más amplios crezcan a ritmos más altos que la economía de la eurozona (prácticamente del doble, en términos nominales). Así, el balance del BCE sigue creciendo al mismo tiempo que lo hace el exceso de liquidez.



2. Índice de precios al consumidor

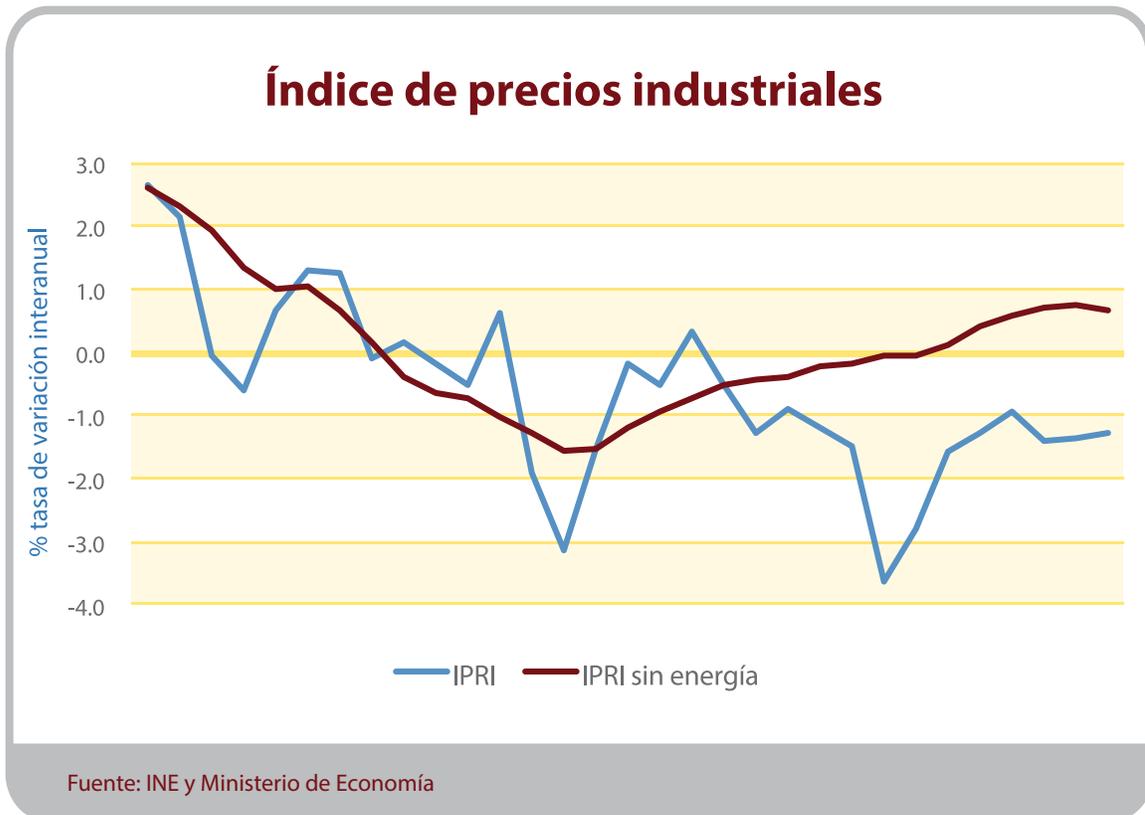
La tasa de variación anual del IPC en agosto del 2015 ha vuelto al terreno negativo (-0.4%), tras dos meses ligeramente en positivo. La caída se ha producido principalmente por el descenso de los precios de los carburantes y, en menor medida, también de la electricidad. Esto se observa claramente en el comportamiento del IPC subyacente, que apenas se ha movido en agosto. El repunte de este indicador en España durante los últimos meses contrasta con la estabilidad de la eurozona, como se pone de manifiesto en el informe del 2.o trimestre de *UFM Market Trends*.



3. Índice de precios industriales

La influencia de los precios de la energía también se nota poderosamente en el Índice de Precios Industriales (IPRI). Excluyendo el componente energético, la serie está en clara fase creciente, desde el primer trimestre del 2014, pese a la leve desaceleración de los últimos meses.

La tasa de variación anual de julio en el sector energía es del -7%, mientras que en bienes de consumo y bienes de equipo es del 1.2% y 0.9%, respectivamente, y en bienes intermedios del 0%.

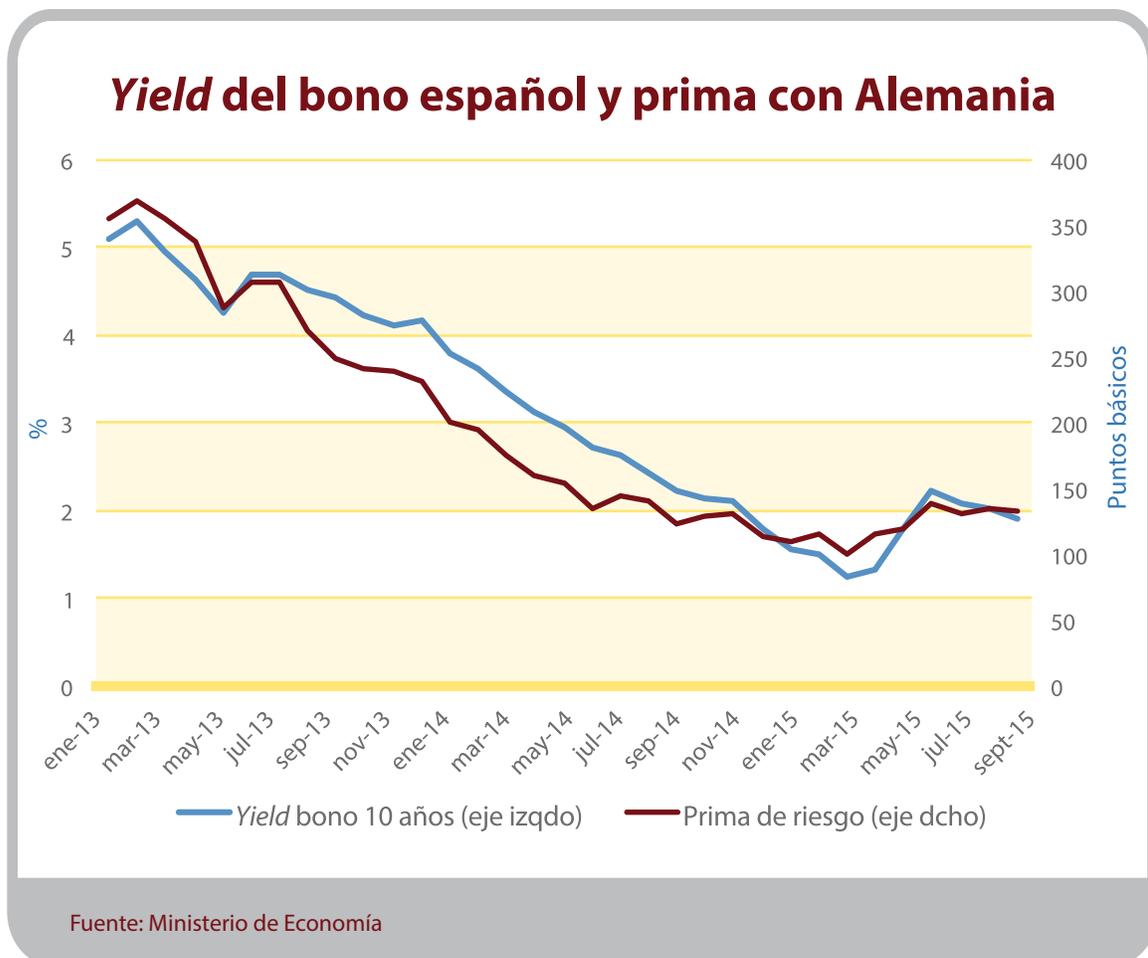


4. Precios de activos financieros

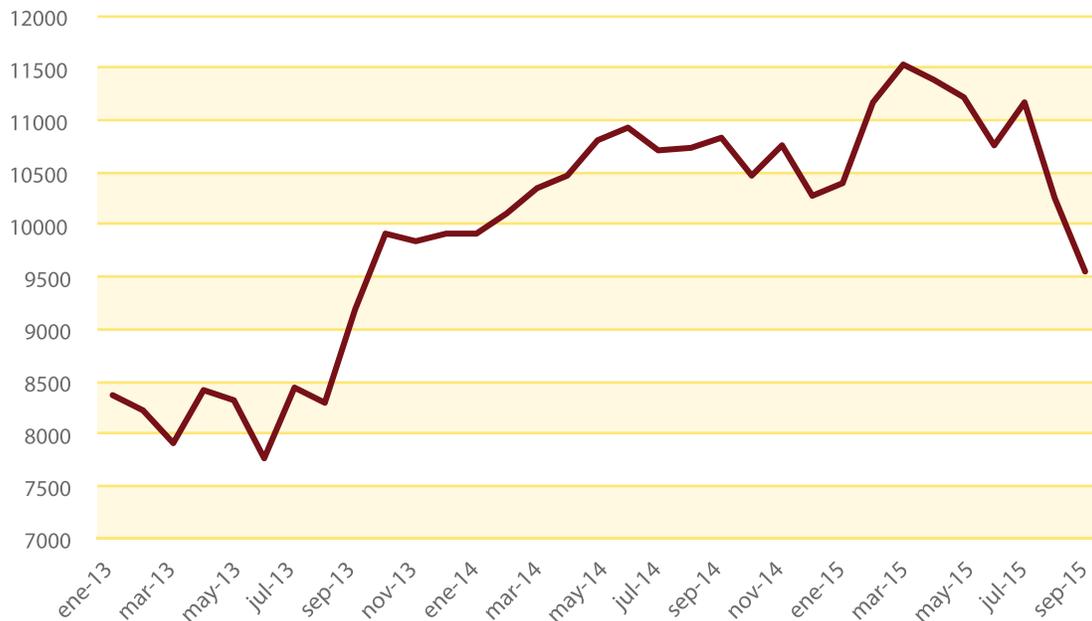
Los mercados financieros han comenzado durante el verano un proceso de corrección compleja. Al cierre de septiembre, tras sufrir unas pérdidas de algo más del 11% en el trimestre, el IBEX 35 registra rentabilidad negativa en el 2015, tras haber llegado a acumular una rentabilidad máxima en el año del 15% en abril. Por esa fecha la rentabilidad del bono español a 10 años llegó a niveles cercanos al 1.2%².

Las causas de este ajuste las encontramos en las incertidumbres políticas ocasionadas por el caso griego, pero principalmente por los temores a un aterrizaje forzado de la economía china y sus implicaciones globales, en un contexto en el que se discute sobre la próxima subida de tipos de interés de la Reserva Federal. Sin olvidar, además, el insosteniblemente rápido ritmo de subida de las cotizaciones bursátiles en los primeros meses del año.

Pese a todo, como analiza *UFM Market Trends* en su informe sobre China del 2.º trimestre, la situación de la economía real china no es tan dramática como podría parecer por las fuertes turbulencias de sus (poco relevantes) mercados de valores.



Ibex 35 (datos mensuales)



Fuente: Banco de España

5. Tendencias en la evolución de los precios

La evolución de los índices de precios sigue marcada por los grandes y rápidos movimientos de los precios del crudo. La reciente caída ha vuelto a llevar al IPC a tasas interanuales negativas en agosto, y es también responsable de la caída en los precios industriales. Excluyendo este componente, las tasas de variación de ambos índices están en ascenso desde hace meses, si bien no se perciben fuertes presiones inflacionarias.

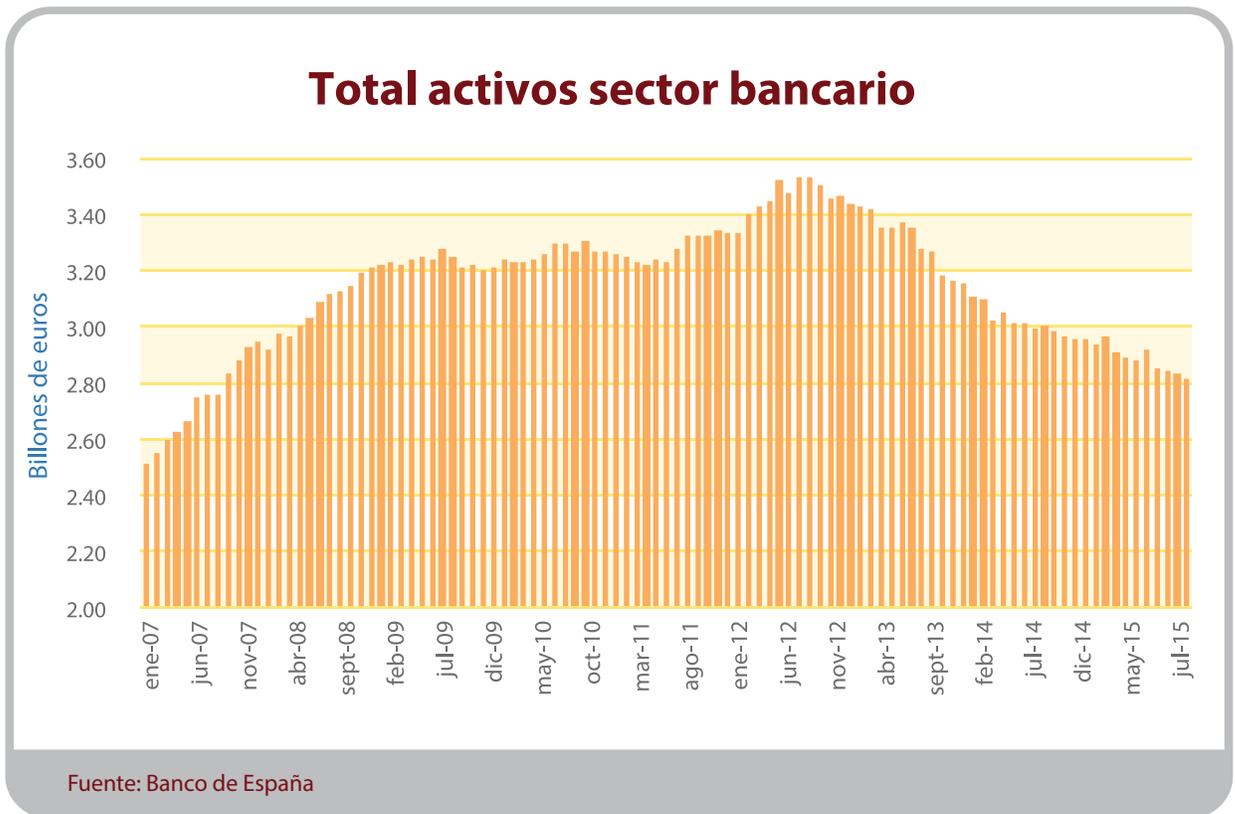
Asimismo, los agregados monetarios han ralentizado su ritmo de crecimiento en los últimos meses. En este periodo, los mercados financieros han sufrido correcciones significativas, que tienen más que ver con el entorno global y las incertidumbres políticas, que con la salud macroeconómica de España.

Crédito

1. Crédito total extendido por el sistema bancario

La banca española sigue su curso de desapalancamiento y reducción del balance, registrando 2.8 billones de euros en julio del 2015 de activos. Este dato es el mismo que en septiembre 2007, y un 20% menor que el máximo de la serie en junio 2012 (3.53 billones). Si lo comparamos con el inicio de la crisis financiera en septiembre 2008, la caída ha sido del 10.5%.

El retraso en el desapalancamiento de la banca española se explica por dos motivos. Primero, los bancos se han mostrado reticentes a consolidar pérdidas y a mostrar el porcentaje real de impagados, incentivados especialmente por los requerimientos regulatorios de capital, hasta que en el 2012 se aprobara la reforma bancaria de Luis de Guindos. Segundo, las inyecciones de liquidez por parte de los gobiernos, y muy especialmente el BCE, les han permitido postergar la liquidación de ciertos activos e incrementar su posición en otros, como la deuda soberana.

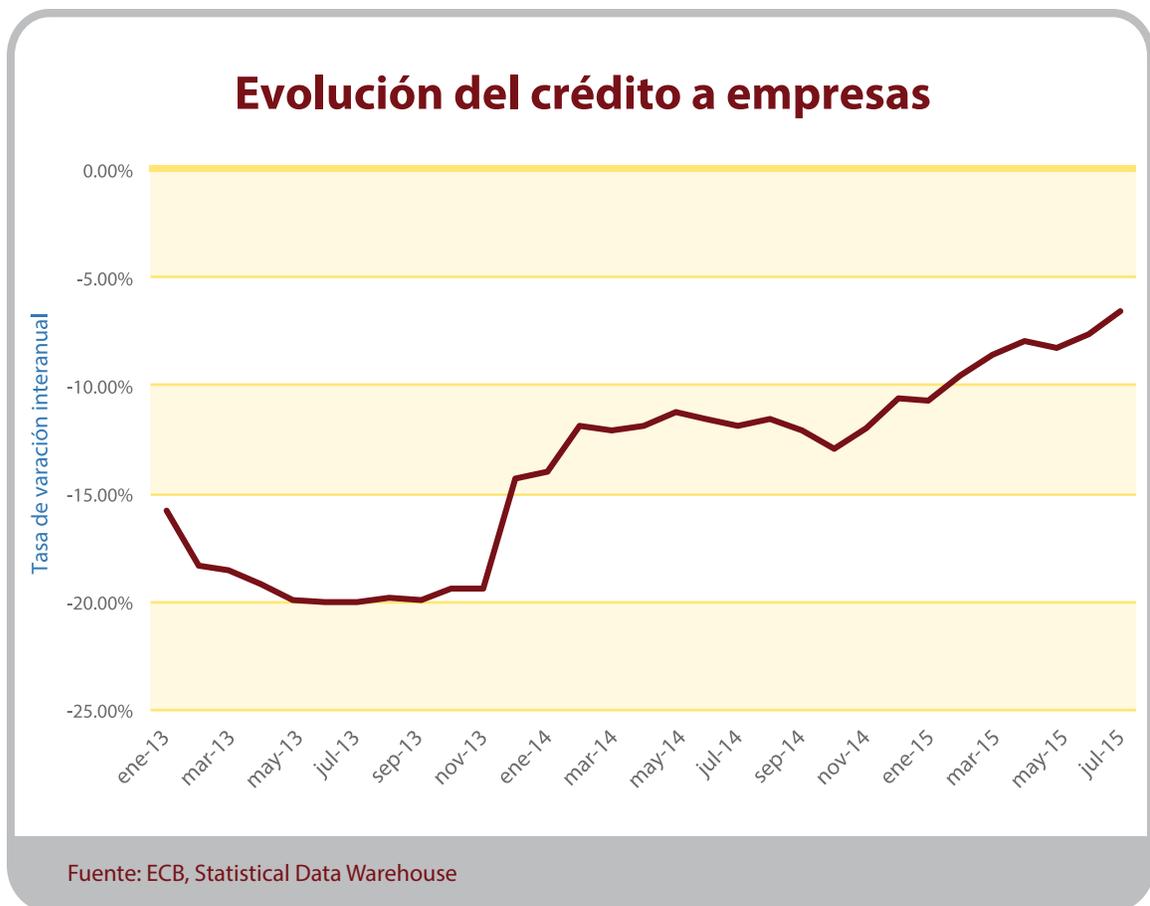


2. Crédito a las empresas

El crédito a las empresas sigue la misma tendencia general que el balance agregado de los bancos españoles. Desde enero del 2013, el *stock* total de crédito a las empresas ha ido reduciéndose paulatinamente.

Fue a partir de enero del 2014 cuando se produjo un cambio de la tendencia. Desde entonces, el crédito a las empresas ha ido reduciéndose a tasas cada vez menores.

- Crecimiento trimestral del crédito a las empresas (2T 2015): -1.75% (-0.80% 1T 2015)
- Crecimiento anual del crédito a las empresas (julio 2015): -6.55% (-11.83% julio 2014)

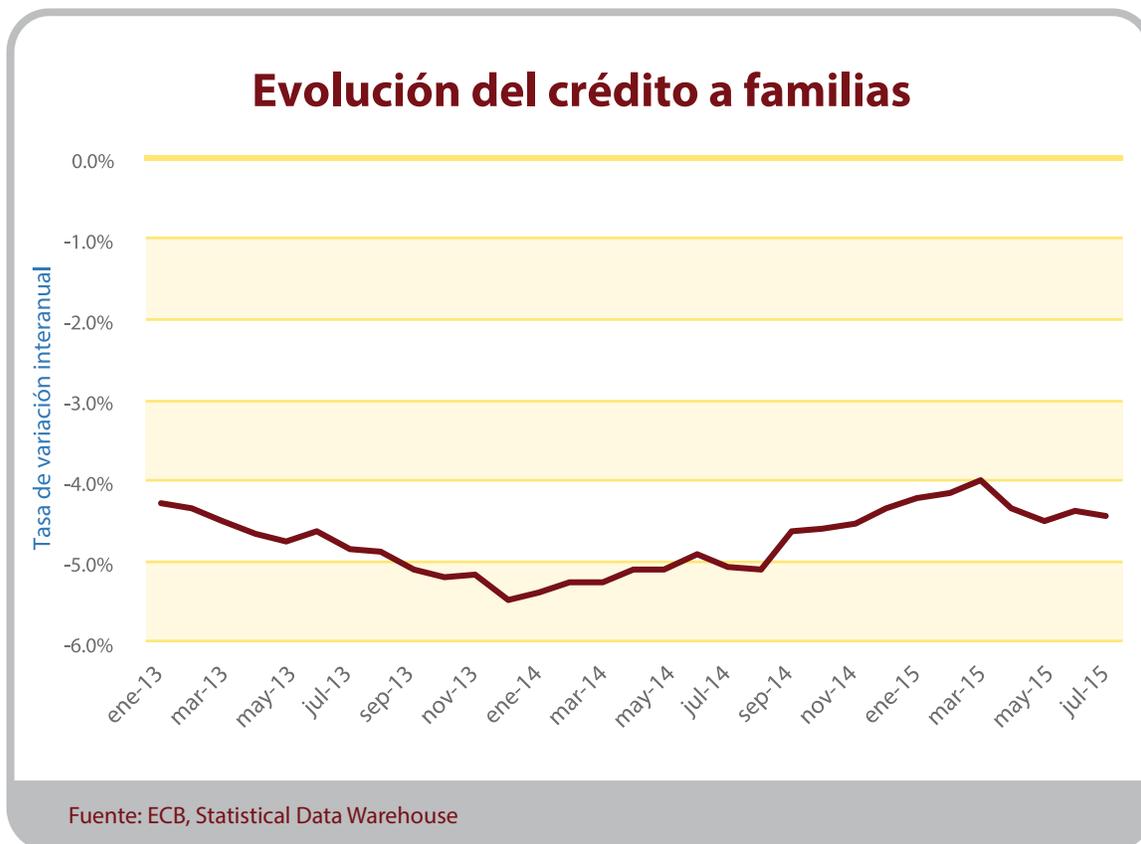


La tendencia parece indicar que para finales de año registrará variaciones interanuales muy cercanas a cero, o incluso positivas.

3. Crédito a las familias

El *stock* de crédito a las familias todavía está en fase de contracción. La tendencia contrasta con el resto del sector bancario europeo, donde este indicador ya presenta crecimientos positivos en términos mensuales y trimestrales. (Véase, para más detalles, el informe del 2.º trimestre de la eurozona, en *UFM Market Trends*).

- Crecimiento trimestral del crédito a las familias (2T 2015): -0.51% (-1.06% 1T 2015).
- Crecimiento anual del crédito a las familias (julio 2015): -4.38% (-5,07% julio 2014).

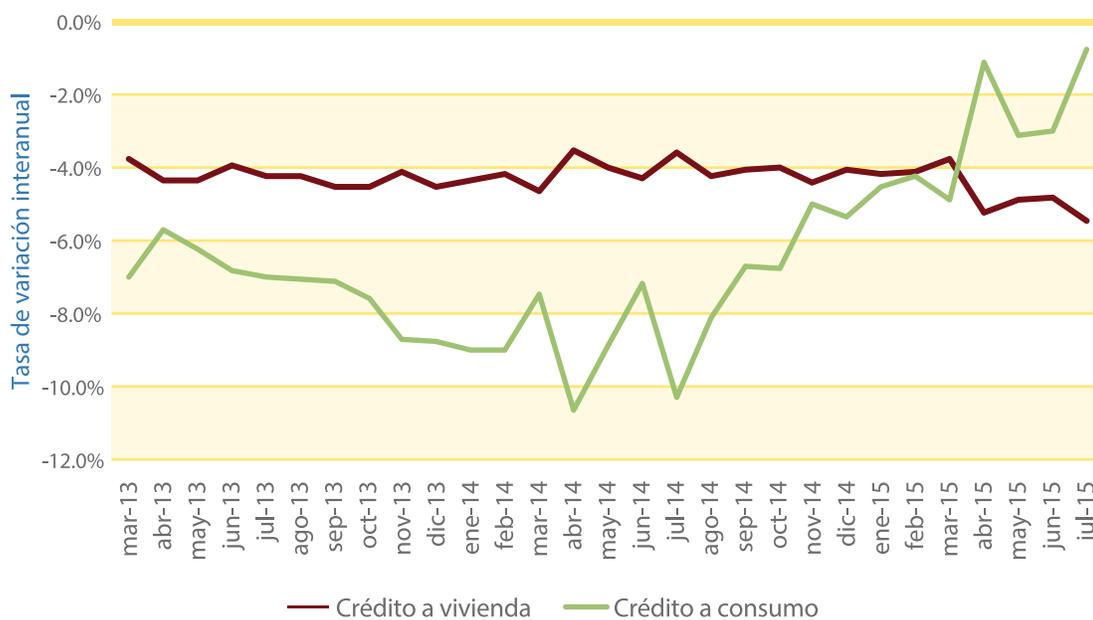


a- Distribución del crédito a las familias

Cuando se desagregan los dos componentes principales del crédito a las familias, podemos identificar dos tendencias diferenciadas. El crédito al consumo se acerca a tasas de crecimiento positivas, mientras que los créditos y préstamos para la vivienda acentúan levemente su descenso en estos últimos meses. Continúa corrigiéndose el error de excesiva concentración en el sector inmobiliario durante la etapa de auge.

- Crecimiento anual del crédito al consumo (julio 2015): -0.73% (-10.26% julio 2014)
- Crecimiento anual del crédito a la vivienda (julio 2015): -5.44% (-3.56% julio 2014)

Desagregación del crédito a familias (consumo y vivienda)

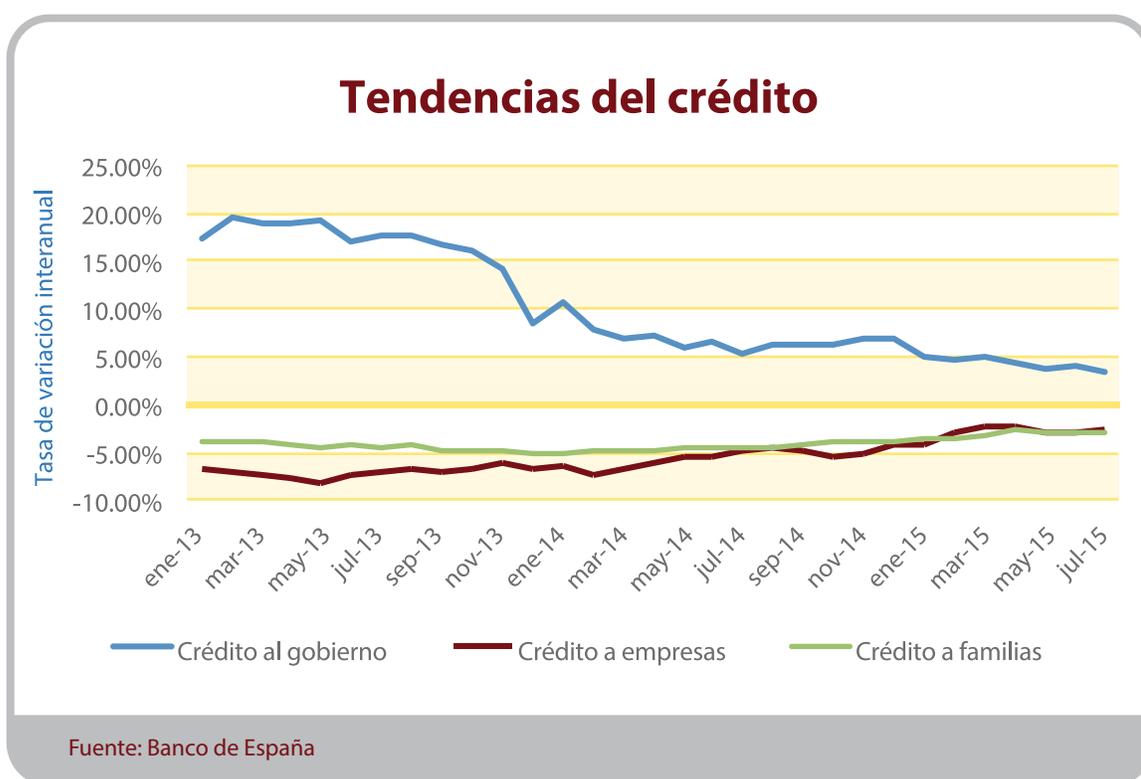


Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse

Este comportamiento del crédito a la vivienda para las familias contrasta con el notable dinamismo de la actividad en transacciones de inmuebles comerciales³.

4. Tendencias en la extensión de crédito

En los datos de los últimos trimestres, vemos una correlación inversa entre los recursos en forma de crédito destinados a la administración pública y los destinados al sector privado. En este caso, el *stock* del crédito al sector privado sigue decreciendo, mientras que el sector público sigue viendo extendida su financiación, si bien cada vez a tasas inferiores.



Pese a que el *stock* del crédito total sigue contrayéndose, la economía consigue crecer a tasas sólidas, en parte por el dinamismo de los flujos de nuevo crédito.

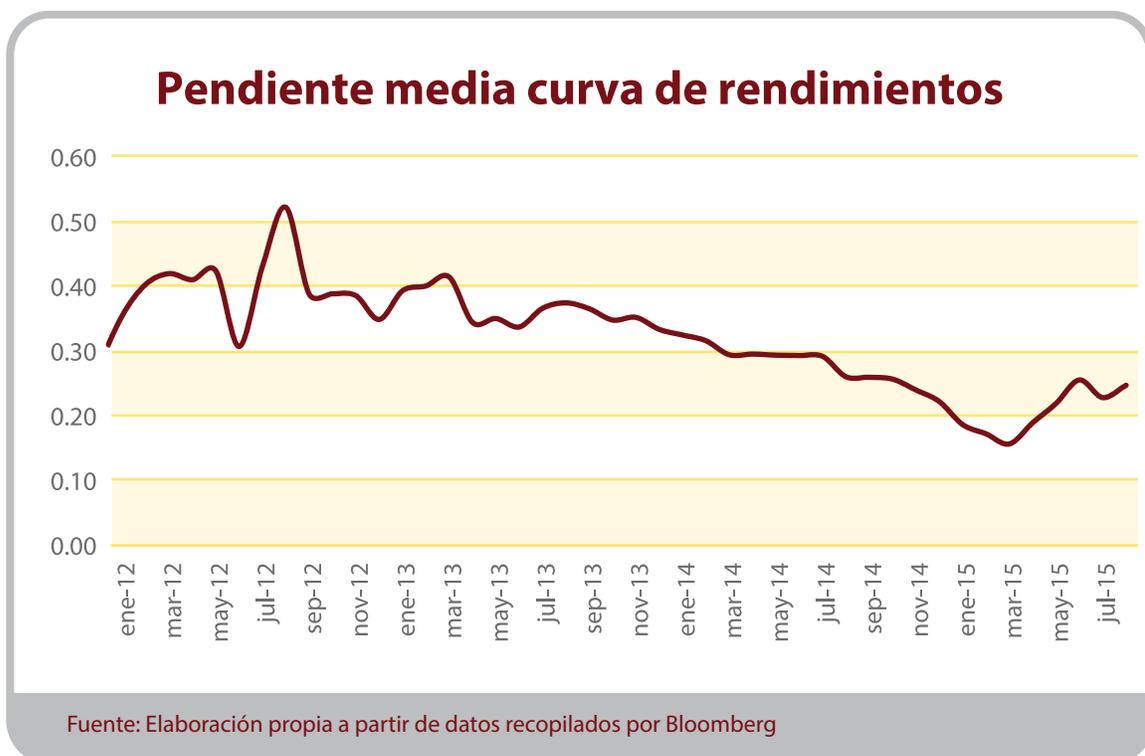
Composición cualitativa del crédito

1. Indicadores de descalce de plazos

Con estos indicadores se pretende medir la cuantía del descalce de plazos, centrándose en la variación de la curva de tipos de interés.

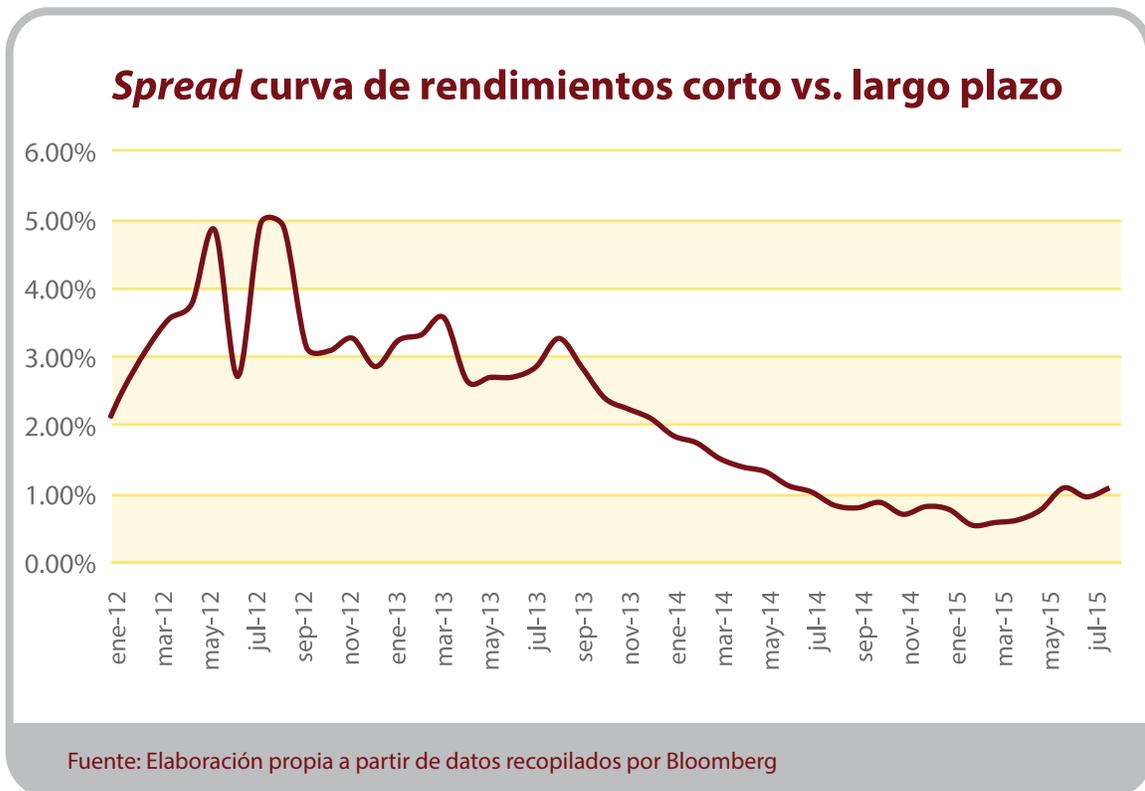
a- Pendiente media de la curva de rendimientos

La pendiente de la curva de rendimientos muestra cierto repunte a final del primer trimestre del 2015. Esto se explica sobre todo por un aumento de los tipos de interés a partir de dos años, especialmente los de más largo plazo.



b- Spread de la curva de rendimientos de corto frente a largo plazo

El *spread* de la curva de rendimientos muestra un comportamiento muy parecido al de la pendiente de la curva, pero con un pequeño efecto de retraso. El impacto de la subida de los tipos a largo plazo se nota, principalmente, a partir del mes de mayo de este año.

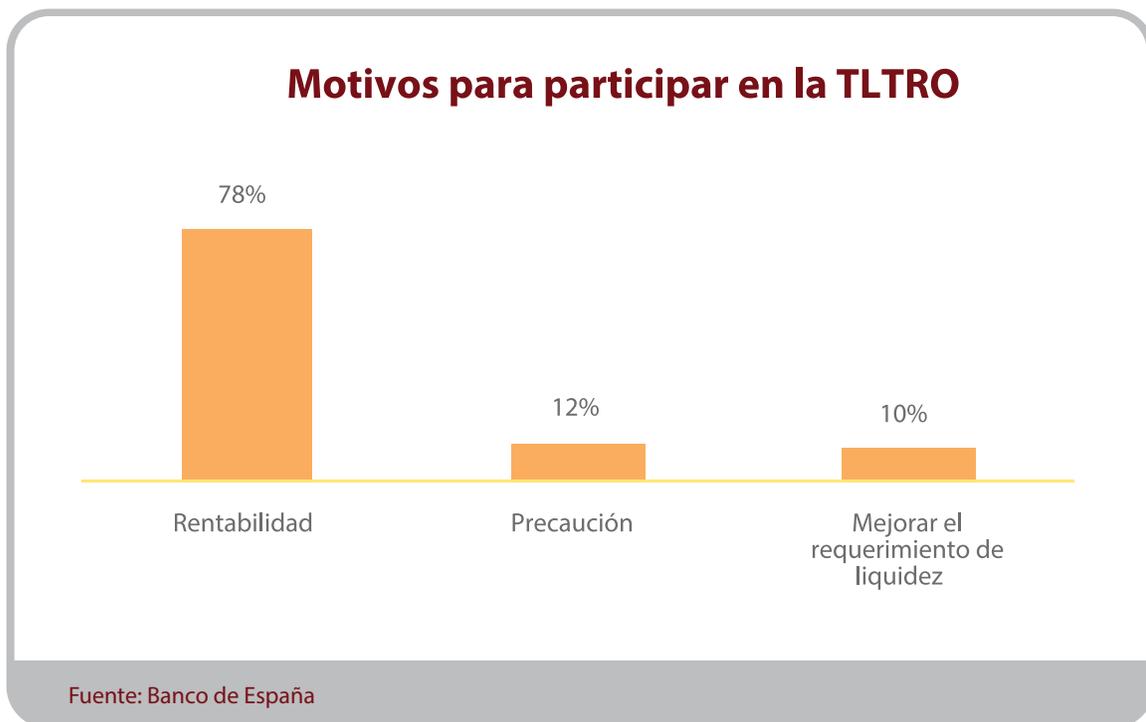


2. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

Durante los últimos cinco años, los bancos se han visto forzosamente obligados a reordenar sus balances, tarea especialmente ardua para aquellos que acumulaban un mayor porcentaje de mora e impagos.

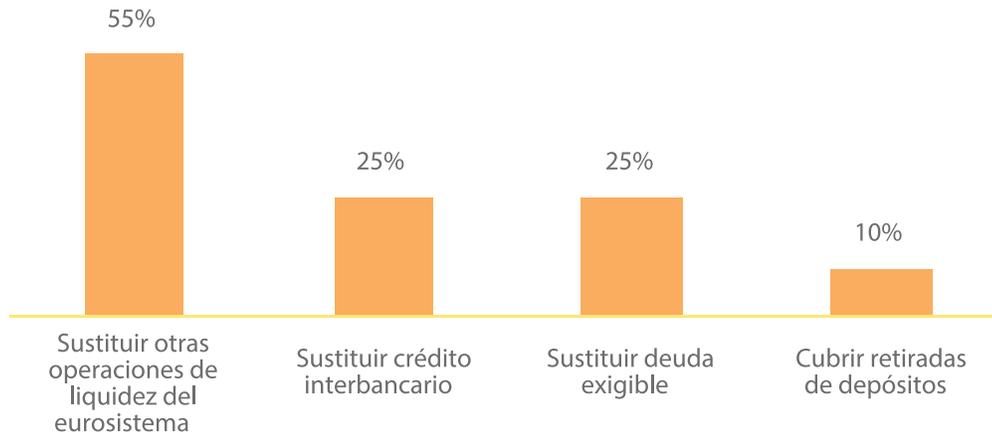
Una forma clara de descubrir cuáles son las prioridades de los bancos españoles es comprobar a qué destinan su fuente de financiación más barata, el *long-term refinancing operation* (operación de refinanciación a largo plazo) que realiza el BCE. Los LTRO están ahora mismo condicionados y dirigidos hacia objetivos específicos (*targeted* LTRO o TLTRO).

Los datos utilizados a continuación son de la TLTRO de marzo de este mismo año, a la que acudieron el 90% de entidades españolas. Esta fue la penúltima operación con vencimiento a tres años que ha llevado a cabo el Banco Central Europeo.



Como puede apreciarse, prácticamente la totalidad de entidades que acudieron a esta operación de refinanciación lo hicieron para conseguir aumentar su propia rentabilidad. Tan solo una décima parte lo hizo para mejorar la posición de su balance y otro 12% por precaución.

Destino de la TLTRO



Fuente: Banco de España

Los bancos han destinado los fondos obtenidos en la TLTRO de marzo a distintos fines, distinguiendo entre fuentes de financiación, concesión de préstamos y adquisición de activos.

En el caso de medir el impacto en las fuentes de financiación, la mitad de los bancos españoles han destinado la nueva liquidez a sustituir otras fuentes de liquidez del BCE con un vencimiento más cercano, y solo un 10% a cubrir retiradas de depósitos.

Respecto a la concesión de préstamos, el 45% destinó la TLTRO a nuevos préstamos a sociedades no financieras, un 17% a préstamos a familias para adquisición de vivienda, y un 35% a préstamos a familias para consumo.

En cuanto a la adquisición de activos, solo el 17% de los bancos la usó para comprar deuda soberana y un 11% para adquirir otros activos financieros.

Sector público

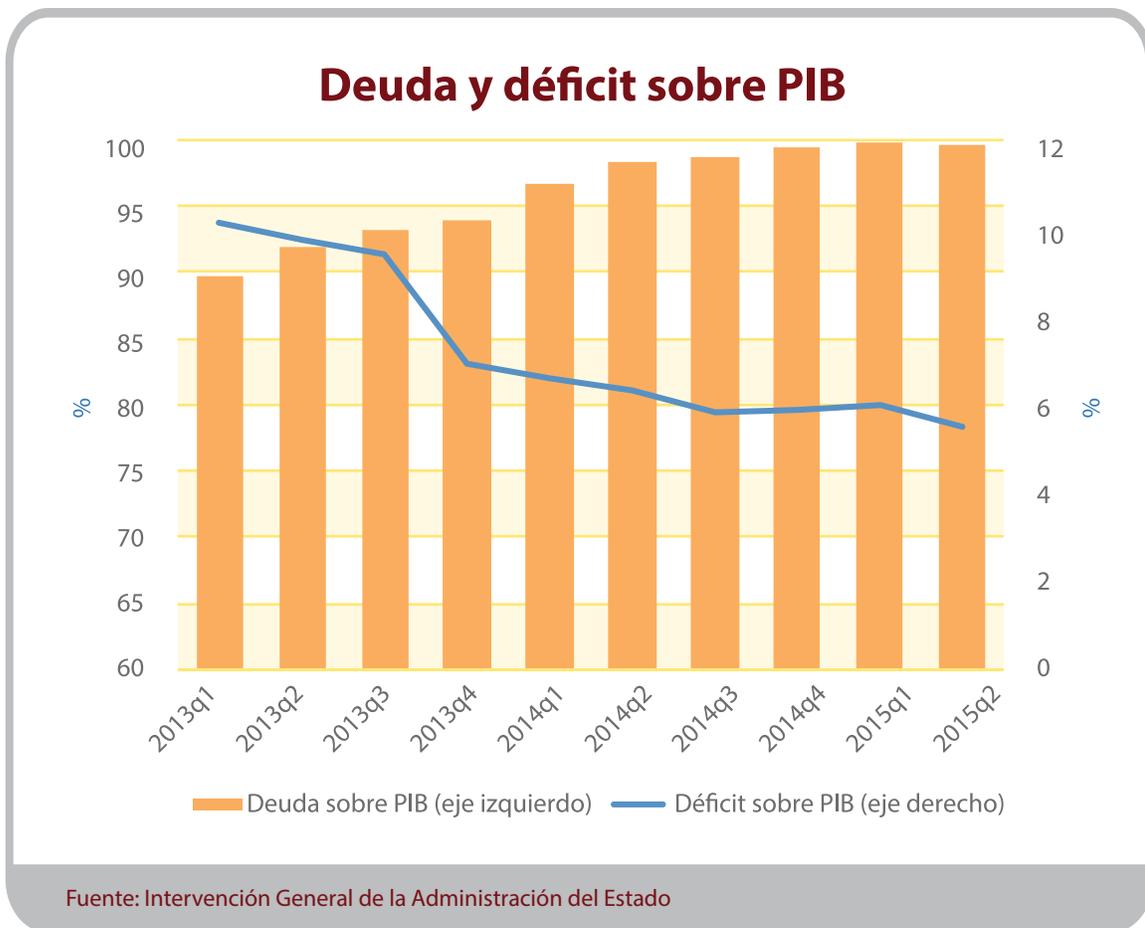
1. Déficit y deuda sobre PIB

La recuperación económica también se ha traducido en un aumento de los ingresos públicos.

En el segundo trimestre de 2015 los ingresos han experimentado un aumento mayor al de los gastos respecto al mismo trimestre del año pasado (3.35% frente a 1.12%). El déficit en términos anuales se ha reducido hasta el 5.5% desde el 6% en el anterior trimestre.

La ratio deuda sobre el PIB se ha reducido ligeramente en el segundo trimestre, situándose en 99.5% . Este descenso es el primero desde que empezara su ascenso en el primer trimestre de 2008 desde el 35%.

- Déficit trimestral sobre PIB (2T 2015): 2.3% (2.8% 2T 2014)
- Deuda sobre PIB (2T 2015): 99.5% (99.8% 1T 2015)



Nota: el cociente déficit sobre PIB se ha calculado tomando la media móvil de 4 trimestres.

2. Déficit y deuda sobre ingresos públicos

Las mismas tendencias observamos en el déficit y la deuda sobre los ingresos públicos.

- Déficit trimestral sobre ingresos públicos (2T 2015): 15.9% (18.5% 2T 2014)
- Deuda sobre ingresos públicos (2T 2015): 258.3% (260.3% 1T 2015)

El gasto en intereses de la deuda sobre el total de ingresos públicos se ha reducido desde el 9.6% en el segundo trimestre de 2014 hasta el 8.5% en el mismo periodo de 2015.

Asimismo, el tipo de interés medio total de la deuda en circulación del Estado sigue en descenso: pasando del 3.5% en que cerró 2014 al 3.2% de agosto 2015⁴.

3. Tendencias del sector público

El déficit del segundo trimestre 2015, tanto sobre el PIB como sobre los ingresos públicos, es inferior al del mismo trimestre de 2014. Tras un primer trimestre en el que el déficit aumentó ligeramente, en el segundo los avances en la reducción del déficit parecen haberse reanudado.

Para alcanzar el objetivo de déficit del gobierno de este año del 4.2% (la Comisión Europea estimó el 4.5%), los dos próximos trimestres del año deben mostrar una notable contención en los gastos, unida a la aceleración de los ingresos fruto del repunte en la actividad y el empleo.

Pero esto se antoja muy complicado, ante la prevista desaceleración del crecimiento en el segundo semestre, en un contexto internacional complicado.

Por el lado positivo, es destacable que la ratio deuda sobre PIB (97.7%) haya experimentado en el segundo trimestre de este año su primer descenso (aunque muy leve) desde el primer trimestre de 2008 (cuando se situaba cerca del 35%).

Sector exterior

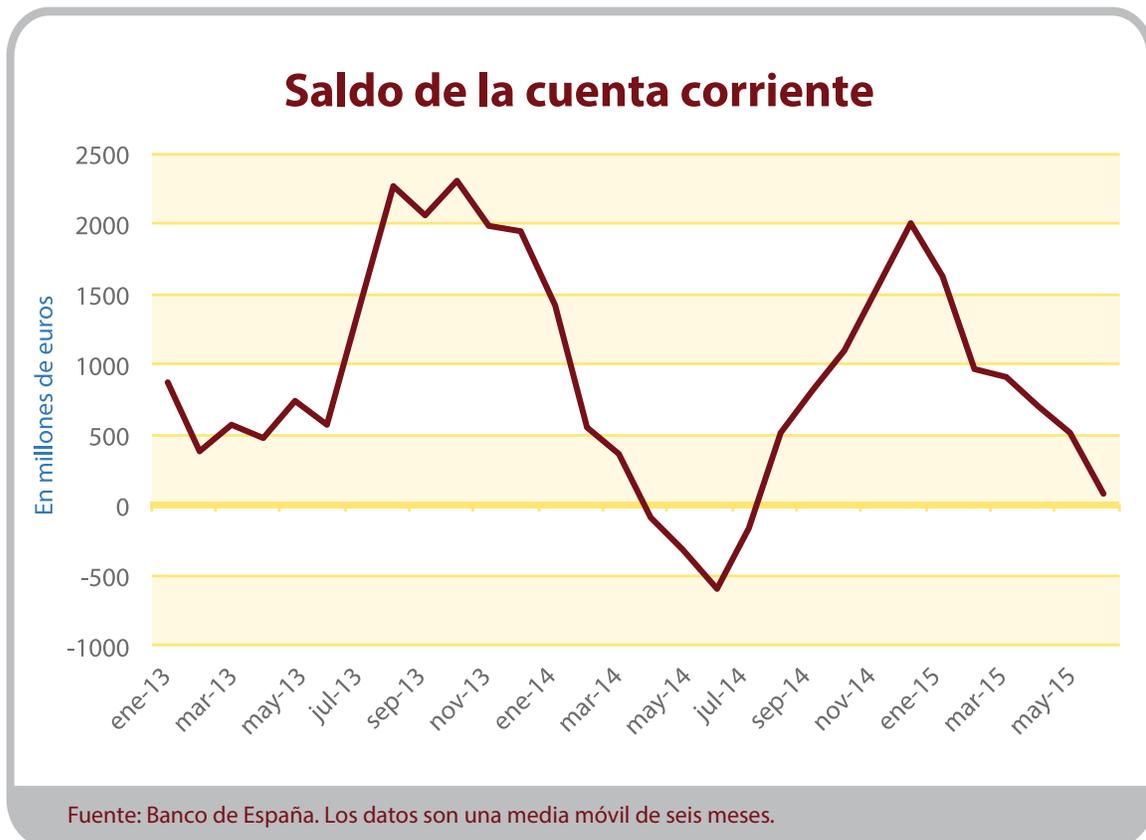
1. Balanza por cuenta corriente

El primer semestre del 2015 ha cerrado prácticamente en equilibrio en el saldo de la cuenta corriente, frente a los 3,568 millones de euros de déficit del primer semestre del 2014. En términos anuales (julio 2014-junio 2015), el saldo es superavitario en alrededor del 1.2% del PIB.

El segundo trimestre registró un superávit de 2,255 millones de euros (0.82% del PIB), superando con creces los apenas 109 millones de euros del mismo periodo del año anterior.

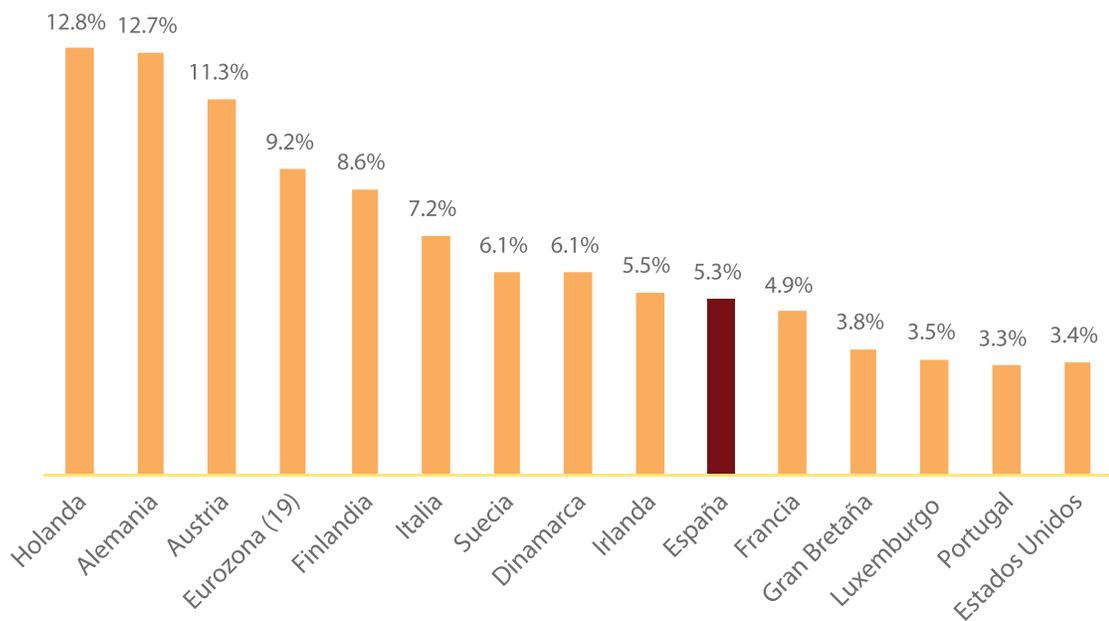
La caída de los precios de petróleo continúa apoyando la reducción del abultado déficit energético español, que ha pasado de algo más de 20,000 millones de euros en el primer semestre de 2014 a 14,000 en el mismo periodo de este año. Asimismo, el mayor dinamismo de las economías europeas ha impulsado las exportaciones —donde el sector automóvil ha sido el mayor contribuidor—, compensando así la debilidad en otros mercados, particularmente emergentes como Rusia o Brasil.

- Saldo cuenta corriente sobre PIB (2T 2015): 0.82% (0.01% 2T 2014; -0.65% 1T 2015)



Dados los problemas que están sufriendo una parte de los mercados emergentes, es interesante tomar en cuenta la exposición de España a estos mercados. El porcentaje de exportaciones sobre el PIB, con destino a los países emergentes de España, es solo del 5.3%, comparado con el 12.7% de Alemania o el 9.2% de la zona euro (19). Respecto a las exportaciones españolas que se dirigen a China, solo representaron el 1.7% del total del primer semestre del 2015.

Exportaciones a mercados emergentes (% PIB)



Fuente: J. P. Morgan, con datos de Eurostat y Bloomberg.

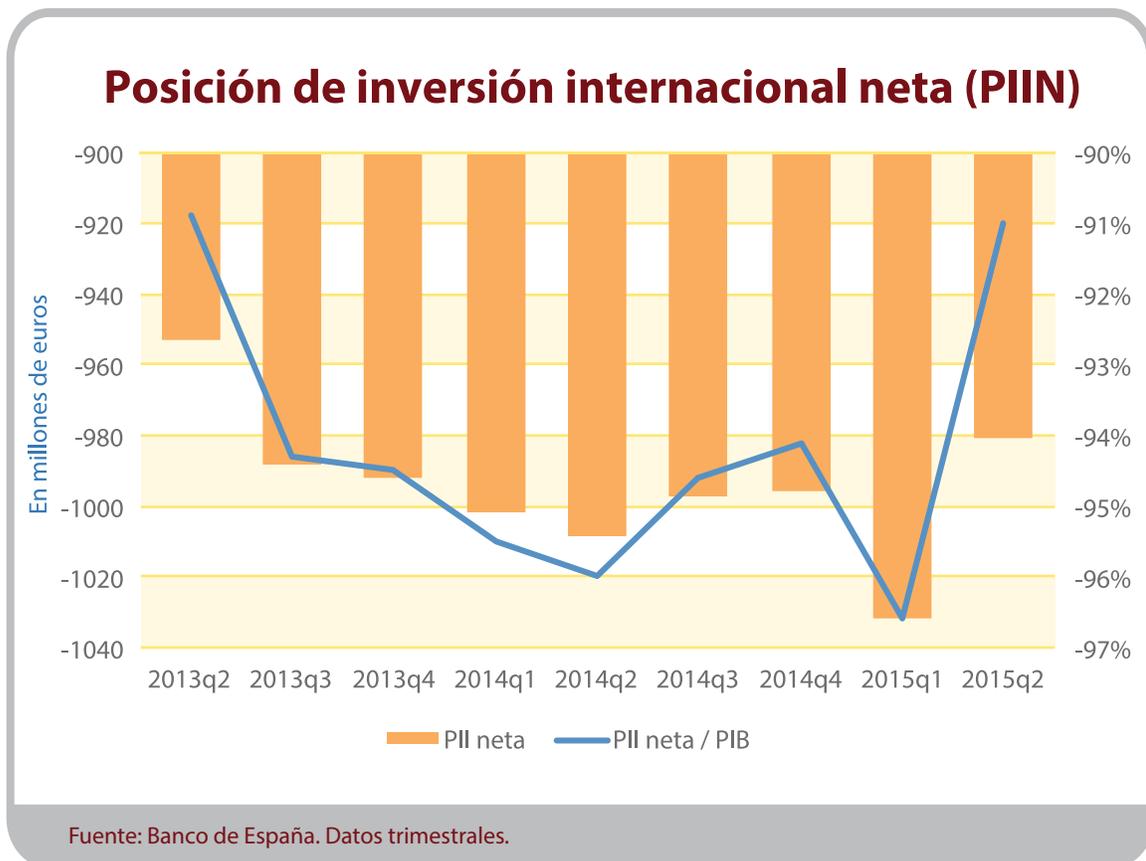
2. Posición financiera internacional

En el segundo trimestre del 2015 se ha reducido la posición deudora de la economía española respecto al exterior.

Contemplado en el largo plazo, la posición de inversión internacional neta (PIIN) parecía haberse estabilizado en los últimos años cerca del 100% del PIB, viniendo de alrededor del 50% hace diez años. El descenso en el último trimestre al 91% supone una noticia alentadora.

Pese a ello, la magnitud de este indicador nos muestra la fragilidad de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional.

- Posición financiera internacional neta/PIB (2T 2015): -91% (-96.6% 1T 2015).



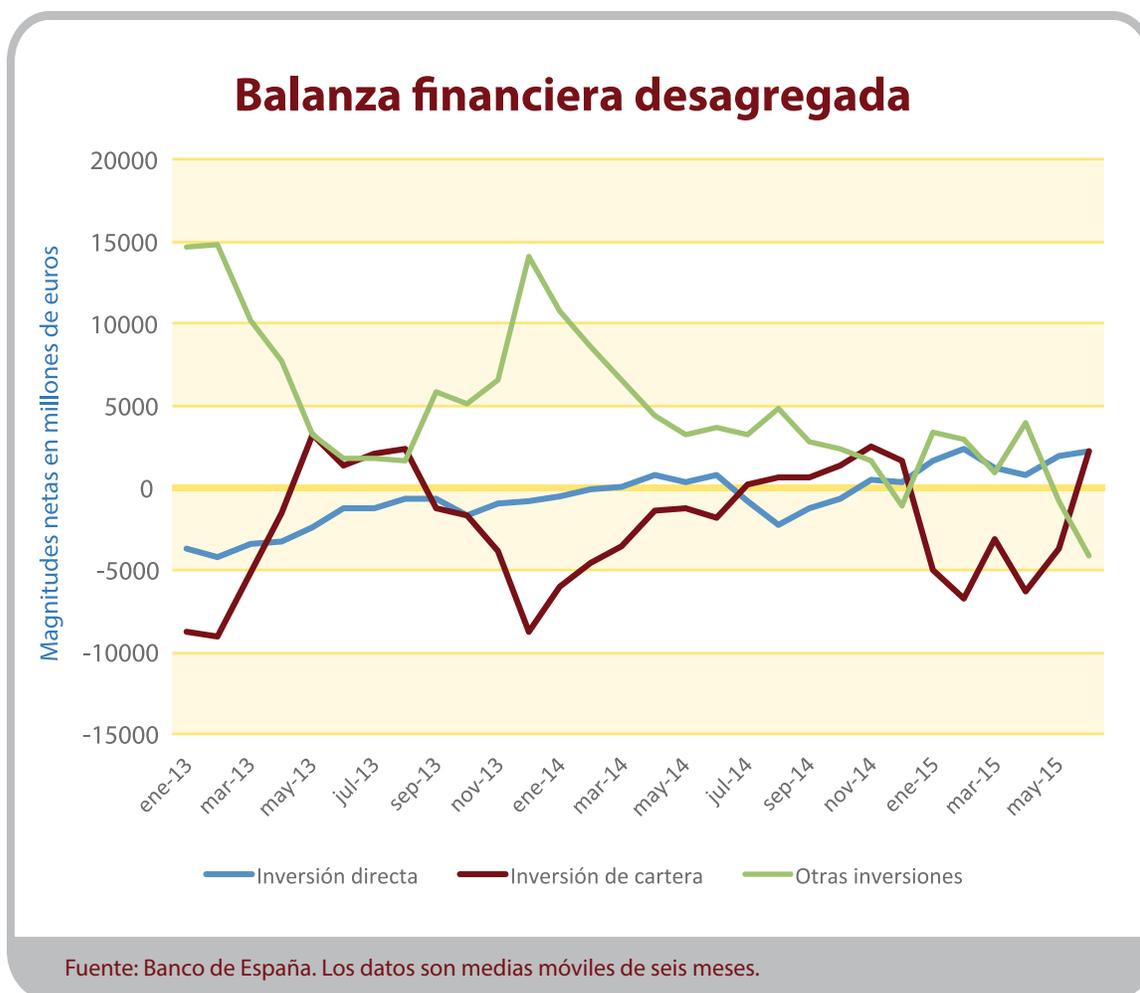
3. Balanza financiera

El dato provisional de la cuenta financiera (variación neta de activos menos variación neta de pasivos) del primer semestre del 2015 fue de 5,244 millones de euros, frente a los 15,351 del primer semestre del año anterior.

Esta reducción de la cifra se debe a las partidas de las AAPP y el Banco de España, que no han sido compensadas por el notable aumento de la variación neta de activos frente al exterior de otros sectores residentes.

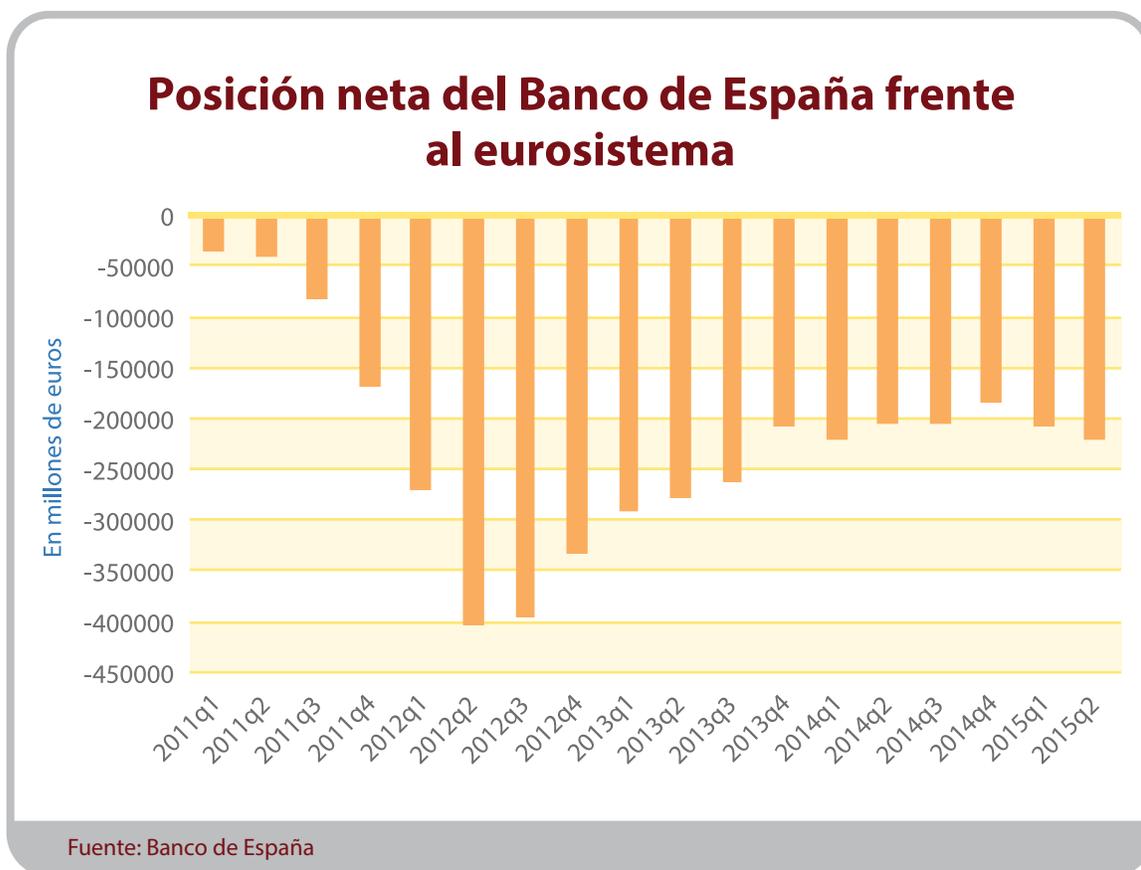
Por categorías funcionales, la capacidad de financiación de la economía española en este semestre se ha plasmado más en las partidas de inversión directa y de cartera, y menos en otras inversiones respecto al primer semestre del 2014.

Pero, mientras en la inversión directa el aumento del saldo se ha producido más por la reducción de la inversión extranjera en España, en la de cartera el aumento de los activos netos extranjeros de los españoles ha sido muy superior al aumento de las inversiones extranjeras en España.



Nota: 'Otras inversiones' incluyen, principalmente, préstamos, depósitos, operaciones simultáneas y con pacto de recompra, créditos comerciales y otras cuentas por cobrar y pagar.

Destacamos también entre las categorías funcionales el deterioro en la posición deudora neta del Banco de España frente al eurosistema en el primer semestre del 2015.



¹ Véase, por ejemplo, la perspectiva de Javier García Echegaray <https://javiergec.wordpress.com/2015/09/04/desaceleracion-en-el-crecimiento-del-pib-3t15/> o BBVA Research https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2015/09/Observatorio-de-Actividad-Sep15_e_vf1.pdf.

² Una vez más, los mercados financieros nos muestran cómo las sobrerreacciones, tanto al alza como a la baja, son una de sus características en el corto plazo.

³ Según información de Financial Times, con datos de Knight Frank, el volumen de transacciones de inmuebles comerciales en España aumentó en julio de este año un 121%, en términos interanuales. Véase "Investors Warned on Eurozone Periphery Property Risks", 17 de septiembre del 2015: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/89239c56-5c68-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3mxjsx9WW>.

⁴ Véase nuestro anterior informe, del 1.º trimestre, para una mejor perspectiva temporal de estos dos indicadores.

⁵ Las exportaciones españolas destinadas a la UE en el primer semestre del 2015 representan casi el 65% del total.

Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.