

REGE CAROLO III
ANNO
MDCGLXXVIII

INFORME TRIMESTRAL

ESPAÑA

La fortaleza de la economía española sorprende en un entorno de crecimiento global decepcionante.

ABRIL-JUNIO 2016

Autor: Ángel Martín Oro

Asistente de investigación: Gabriel Colominas

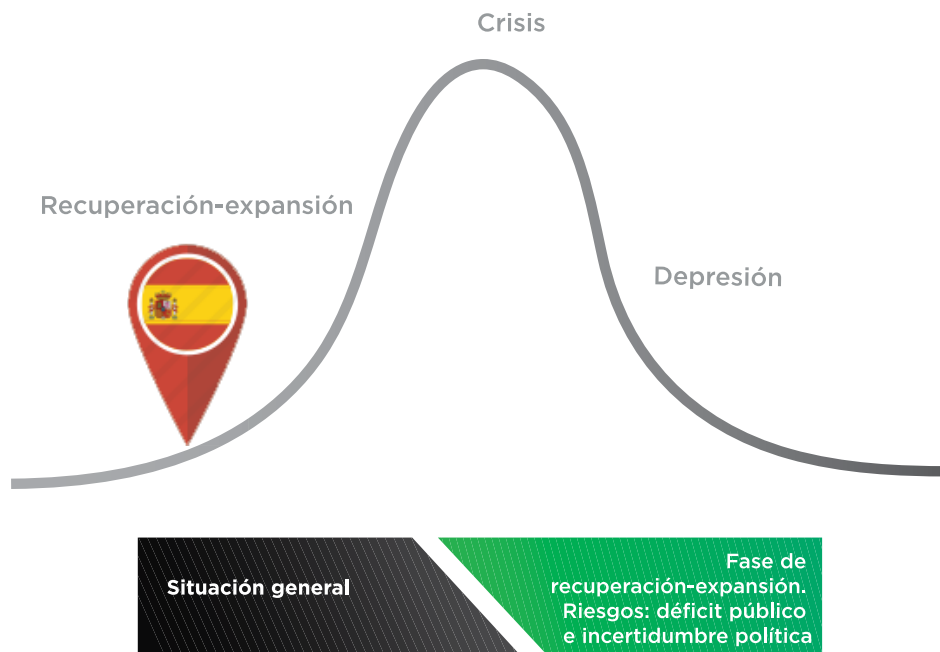
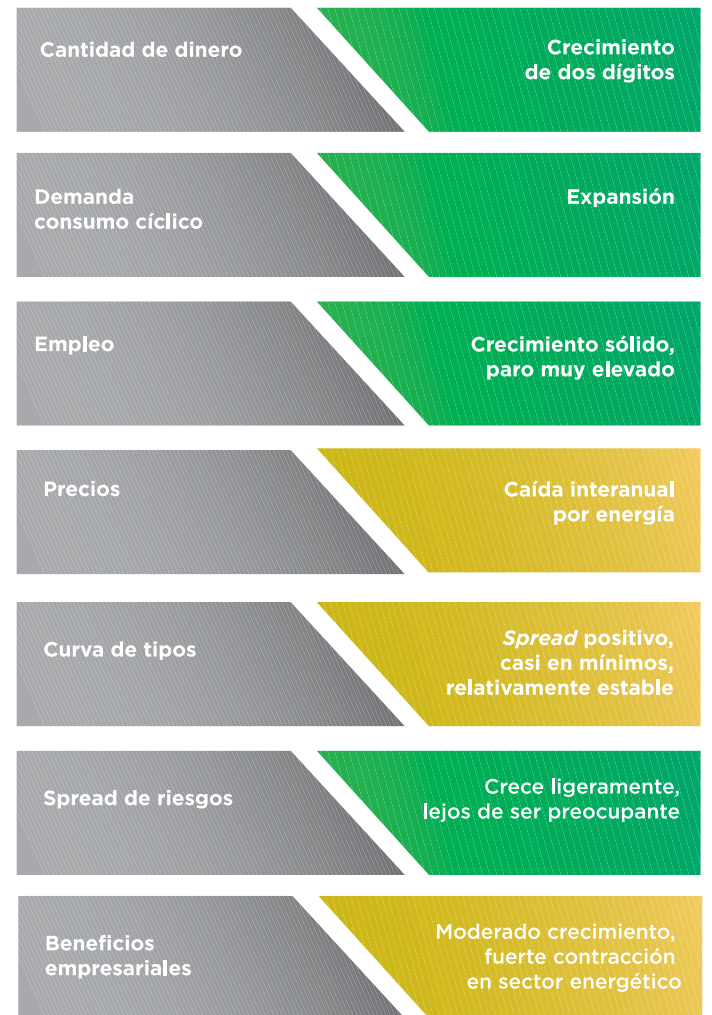
trends.ufm.edu

2016Q2 ESP

INDICADORES CICLO ECONÓMICO ESPAÑA

INDICADOR

INDICADOR



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

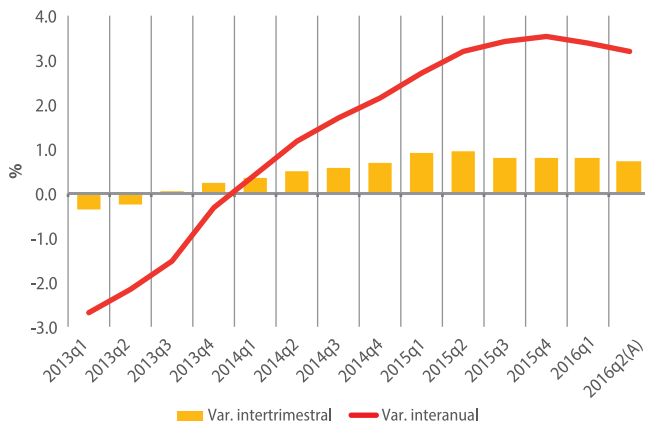
a. PIB

El crecimiento del PIB registra una leve desaceleración con respecto a los anteriores trimestres.

- Crecimiento PIB intertrimestral (2T 2016) 0.7% (0.8% 1T 2016)
- Crecimiento PIB interanual (2T 2016): 3.2% (3.4% 1T 2016)

Gráfica 1

Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional. El último dato es la estimación avance del INE.

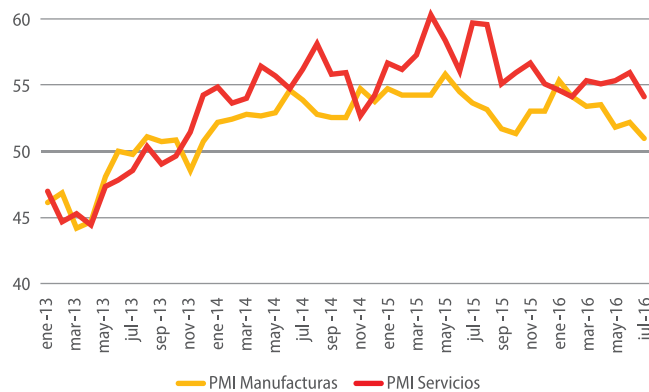
b. PMIs

Los índices de gestión de compras señalan cierta ralentización de la expansión, especialmente en el sector manufacturero, cuya tendencia es a la baja desde comienzos de año. En julio se ha registrado la primera caída de nuevos pedidos desde finales de 2003, aunque recordemos que el peso del sector manufacturero sobre el PIB es menos del 20%.

- PMI Manufacturas (promedio 2T 2016): 52.5 (1T 2016: 54.3)
- PMI Servicios (promedio 2T 2016): 55.5 (1T 2016: 54.7)

Gráfica 2

Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit, Bloomberg.

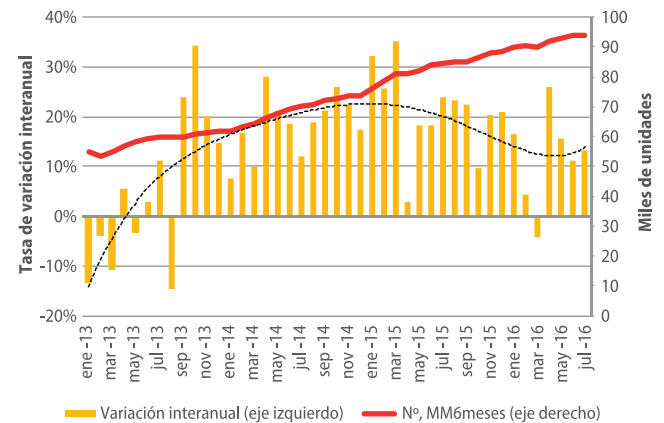
c. Demanda de sectores cíclicos

Sectores como el automovilístico o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, pueden ser un termómetro adicional de la coyuntura.

En el caso de la matriculación de automóviles, los datos son sólidos.

Gráfica 3

Matriculación de automóviles

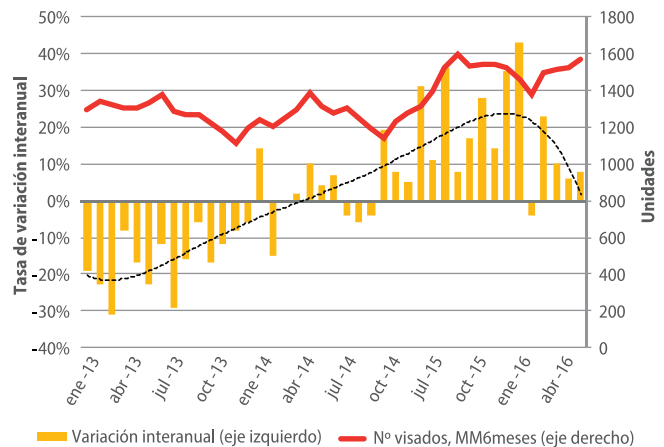


Fuente: Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC).

Los visados de obra nueva mantienen tasas interanuales positivas, reflejando una perspectiva positiva del sector inmobiliario y, por su importancia, también de la economía española.

Gráfica 4

Visados de dirección de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento.

2. Empleo

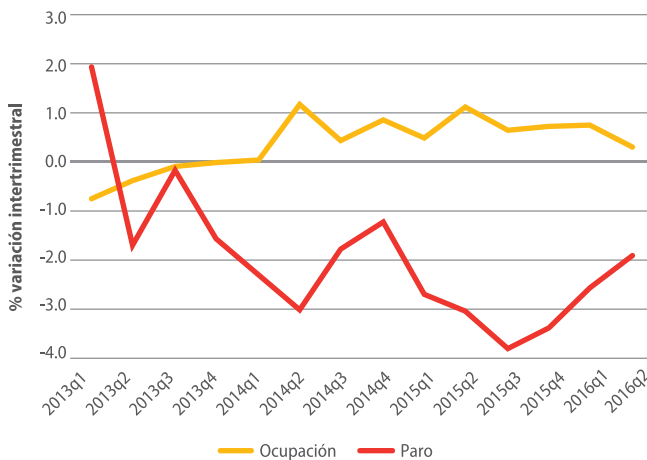
La creación de empleo en el segundo trimestre continúa, pero a menor ritmo. En este periodo, la ocupación ha aumentado en 294,600 personas en el sector privado, mientras que ha descendido en 23,200 en el público.

Los datos del mes de julio, en cambio, apuntan a un comienzo del tercer trimestre muy positivo.

- Tasa de desempleo (2T 2016): 20% (22.4% 2T 2015).
- Tasa de actividad (2T 2016): 59.4% (59.8% 2T 2015).
- Variación del empleo últimos 12 meses (2T 2016): +2.4% (+3.3% 1T 2016).

Gráfica 5

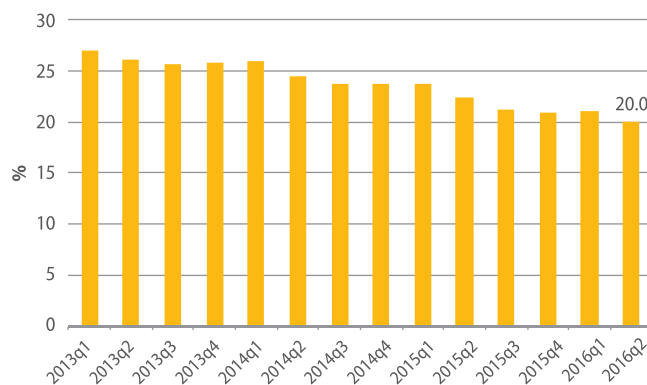
Tasas de variación del empleo



Fuente: INE. Encuesta de población activa. Datos desestacionalizados.

Gráfica 6

Tasa de desempleo



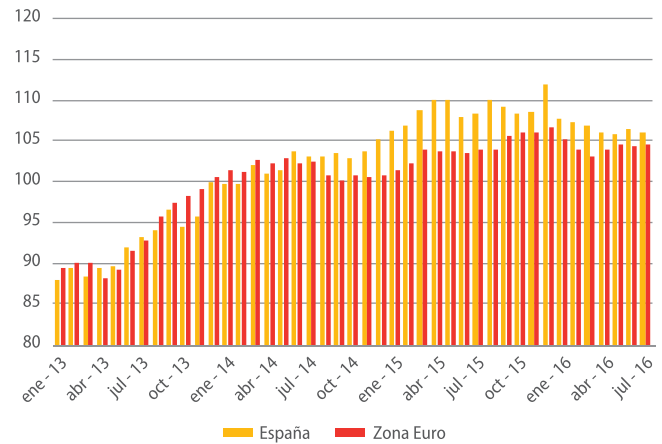
Fuente: INE. Encuesta de población activa.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

Tras la caída de comienzos de año, la confianza de los agentes económicos no acaba de repuntar, y se mantiene una evolución en los últimos meses ligeramente peor que el promedio de la zona euro.

Gráfica 7

Indicador de clima económico



Fuente: Comisión Europea. Indicador compuesto que agrega cinco indicadores de confianza sectoriales con diferentes pesos: industria, servicios, construcción, consumidores y comercio minorista.

En línea con lo que comentábamos en el [anterior informe](#), el crecimiento español mantiene su solidez en una situación política incierta y de ausencia de gobierno, y un entorno de crecimiento global que tampoco ayuda.

Como nota negativa, destacamos la desaceleración en el crecimiento del empleo en el segundo trimestre y la caída en los PMIs de julio, que apuntan a una moderación de la expansión económica.

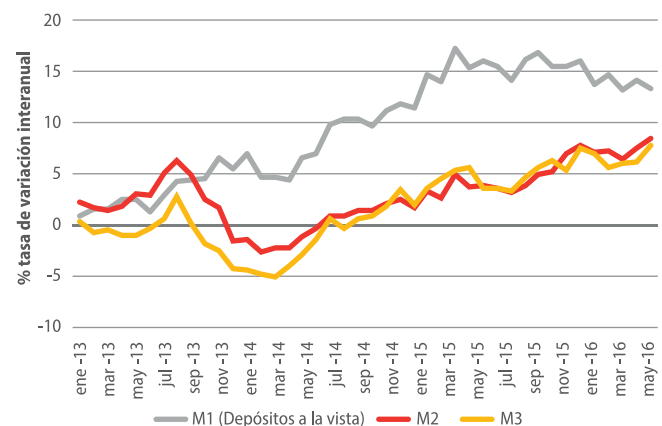
Inflación y precios

1. Agregados monetarios

Los agregados monetarios crecen a un ritmo sólido. Los depósitos a la vista moderan ligeramente su crecimiento, mientras los agregados más amplios repuntan en los últimos meses.

Gráfica 8

Agregados monetarios España (excluido efectivo)



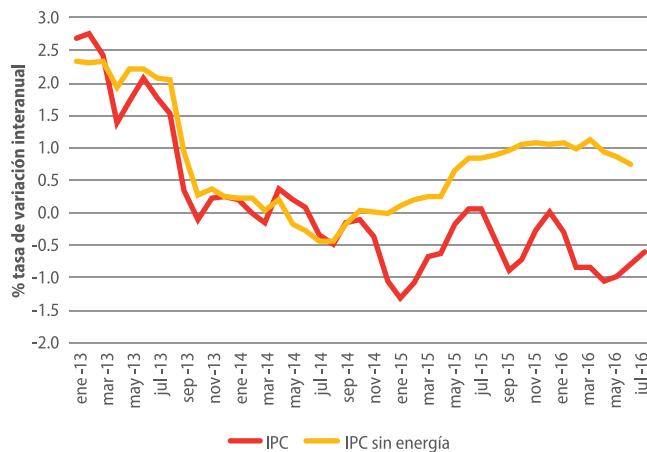
Fuente: Banco de España.

2. Índice de precios al consumidor

La tasa de variación anual del IPC repunta en los últimos meses, situándose en el -0.6% estimado en julio. En contraste, la tasa, excluyendo el componente de la energía, cae desde marzo.

Gráfica 9

Índice de precios al consumo

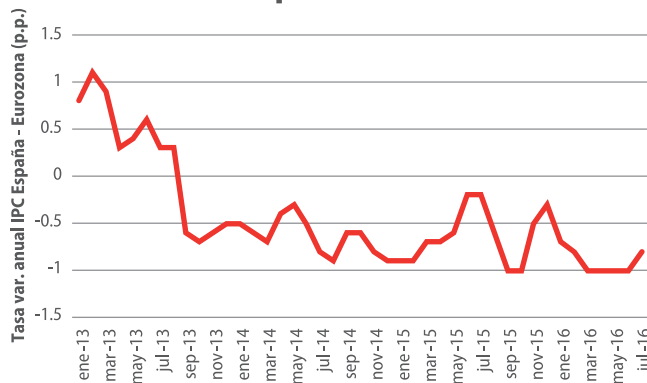


Fuente: INE y Ministerio de Economía y Competitividad. El dato de julio del IPC es un avance. El IPC sin energía no está disponible en la fecha de elaboración.

En los últimos meses, el diferencial en la evolución de los precios al consumo entre España y la eurozona se ha reducido del -1% al -0.8%. (Nota: negativo en el actual contexto de caídas de precios en ambas regiones indica que los precios están cayendo más en España que en la eurozona).

Gráfica 10

Diferencial IPC España con la eurozona



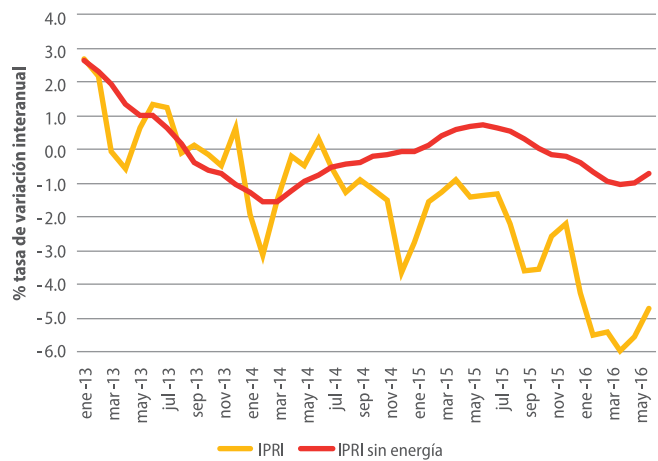
Fuente: Eurostat.

3. Índice de precios industriales

La fuerte contracción de precios industriales se modera en los últimos meses, principalmente por el componente energético.

Gráfica 11

Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía y Competitividad.

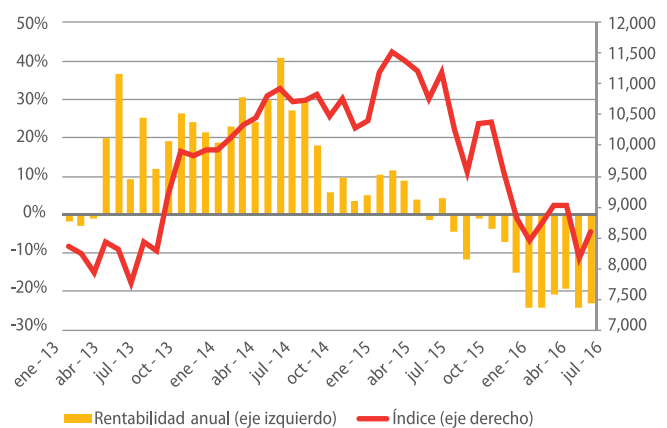
4. Precios de activos financieros

La rentabilidad del bono a 10 años no parece encontrar suelo y baja al entorno del 1% actual. La prima de riesgo también declina, en un contexto financiero sin precedentes en el que la rentabilidad del bund alemán se sitúa en terreno negativo.

El mercado bursátil español, en cambio, no consigue repuntar de forma sostenida, y registra abultadas caídas en términos anuales. Factores como el shock del Brexit, o el nefasto comportamiento del sector bancario, lastran al IBEX 35 y al resto de índices europeos. Santander y BBVA, por ejemplo, sufren pérdidas de más del 40% en el último año. Pero también sufren grandes valores más allá de la banca, como Telefónica, que cede un 40%. En el caso del IBEX de mediana y pequeña capitalización, el comportamiento es sustancialmente menos malo, con caídas cercanas al 15% anual.

Gráfica 12

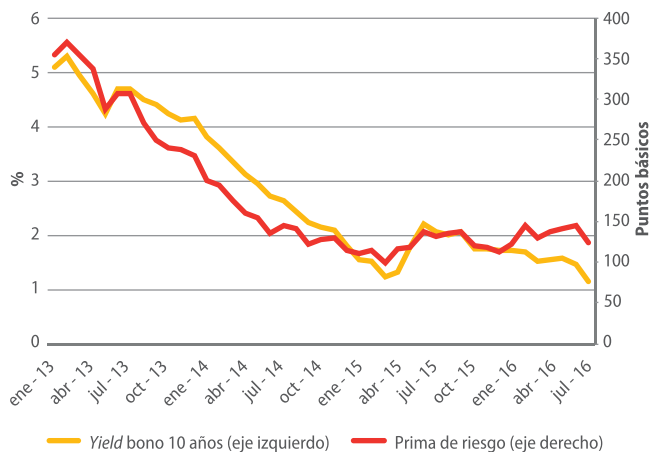
IBEX 35



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad. Datos mensuales.

Gráfica 13

Yield del bono español y prima con Alemania



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad. Datos mensuales.

5. Tendencias en la evolución de precios

Los precios de la economía española continúan registrando tasas anuales negativas. La influencia del factor energético sigue haciéndose notar, en este caso como factor alcista, con una tasa de inflación de precios al consumo que repunta en los últimos meses. Si no tenemos en cuenta el factor energético, los precios al consumo moderan su crecimiento.

En el lado financiero, el buen comportamiento en el precio de los bonos contrasta con unas bolsas lastradas por fenómenos globales y por el sector bancario.

Crédito

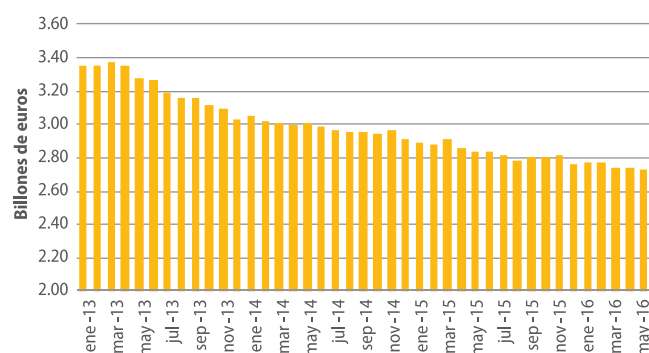
1. Activos totales del sistema bancario

En los últimos meses ha vuelto a caer el total de activos del sector bancario. Los datos muestran que todavía es pronto para hablar del final del desapalancamiento del sector. El elevado nivel de incertidumbre y las turbulencias que está viviendo el sector bancario en Europa podrían estar detrás de esta recaída.

- Crecimiento anual del total de activos (mayo 2016): -4.06% (-5.6% mayo 2015)

Gráfica 14

Total activos sector bancario



Fuente: Banco de España.

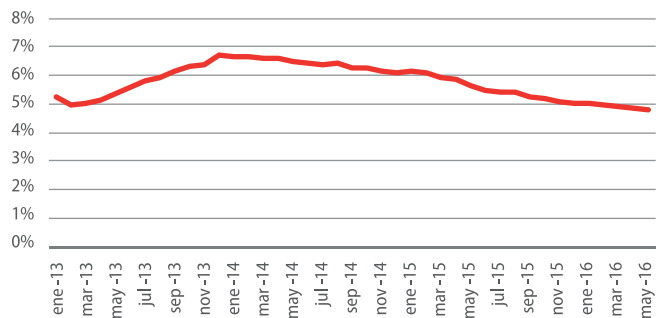
a. Activos de dudoso cobro

El ritmo de reducción de los activos dudosos de las entidades de crédito se ha reducido en los últimos meses. En mayo de 2016, la tasa de contracción interanual ha caído por debajo del 20% por primera vez desde julio del año anterior. El porcentaje de activos dudosos respecto al total ha descendido hasta el 4.8%, frente al 5.6% un año atrás.

- Crecimiento anual activos dudosos (mayo 2016): -18.1% (-18.2% mayo 2015)

Gráfica 15

Activos de dudoso cobro sobre total activos de las entidades de crédito



Fuente: Banco de España.

2. Crédito a empresas

La tendencia hacia tasas de crecimiento interanuales positivas del crédito empresarial se ha reanudado en los últimos meses. Esto sucede tras una aceleración de la contracción que, como ya comentamos en el [anterior informe](#), no creíamos que fuera a durar en el tiempo.

- Crecimiento anual del crédito a empresas (junio 2016): -1.2% (-2.48% junio 2015)

Gráfica 16

Evolución del crédito a empresas



Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del periodo / saldo al principio del periodo.

3. Crédito a familias

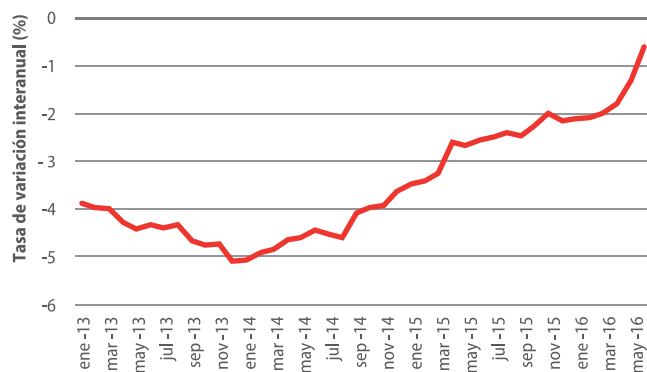
El stock de crédito a las familias está cerca de finalizar la fase de contracción en términos interanuales, tras el fuerte repunte de la tasa de los últimos meses.

Como adelantamos en nuestro [informe anterior](#), el dinamismo en el empleo desencadena una mayor concesión de crédito nuevo a las familias, cuya demanda de crédito es ahora más solvente.

- Crecimiento anual crédito a las familias (junio 2016): -0.60% (-2.56% junio 2015)

Gráfica 17

Evolución del crédito a familias



Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del periodo / saldo al principio del periodo.

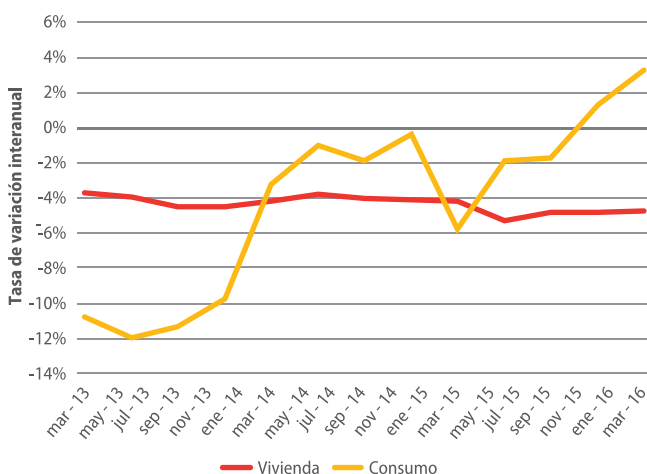
a. Distribución del crédito a las familias

La evolución de los dos principales componentes del crédito a familias continúan ampliando sus diferencias. El crédito al consumo es la partida que lidera la tendencia positiva, mientras que la tasa de crecimiento del stock de préstamos para vivienda sigue estancada, con caídas interanuales de más del 4%.

- Crecimiento anual crédito al consumo y otros (1T 2016): 3.32% (-5.74% 1T 2015)
- Crecimiento anual crédito a vivienda (1T 2016): -4.73% (-4.20% 1T 2015)

Gráfica 18

Desagregación del crédito a familias



Fuente: Banco de España.

4. Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo

El indicador del *spread* de la curva de rendimientos pretende medir la cuantía del descalce de plazos. Este ha vuelto a acercarse a los niveles mínimos alcanzados a principios de 2015. La política de expansión cuantitativa llevada a cabo por el BCE está teniendo un mayor efecto sobre los tipos a largo plazo, con lo que la rentabilidad a 5 años se sitúa en el 0.28% (final de julio 2016). Los tipos a 3 meses se sitúan en el -0.32% y mantienen su signo negativo hasta el plazo de 5 años (a fecha de elaboración: 8 de agosto).

Gráfica 19

Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo



Fuente: Elaboración propia a partir de datos recopilados por Bloomberg.

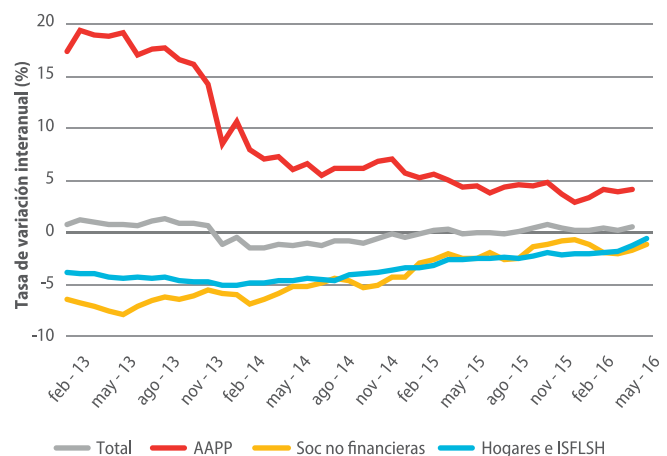
5. Tendencias en la extensión de crédito

La financiación total a sectores no financieros se mantiene estable. En mayo de 2016 el crecimiento ha sido del 0.5%, frente a la caída del 0.18% en el mismo mes del año anterior.

En los últimos meses, tanto el crédito a las AAPP como a las empresas y hogares ha apoyado positivamente a las tasas de crecimiento.

Gráfica 20

Financiación a los sectores no financieros



Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del periodo / saldo al principio del periodo.

a. Evolución del *spread* del tipo de interés entre la remuneración del activo y pasivo bancarios de hogares y sociedades no financieras

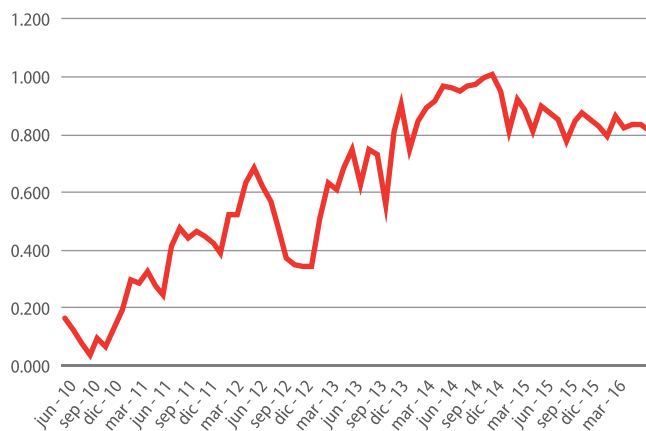
Una de las preocupaciones más extendidas dentro del sector financiero durante el último año son los tipos de interés negativos como causa futura de desintegración del sistema bancario. Tal afirmación ha sido repetida por analistas, economistas, gobernantes y banqueros, y ha ido calando en el imaginario colectivo del sector. Tan solo algunos pocos, desde tribunas realmente independientes, se han opuesto a esta idea.

Si uno se remite a las cifras, tal y como es conveniente hacer, podrá darse cuenta de que dicha afirmación es falsa. Los tipos de interés negativos no son la muerte del banquero sino la del ahorrador. Mientras los primeros afirman encontrarse delante de una hecatombe, son los segundos los que acaban pagando las consecuencias del desastre.

A continuación, se muestra con suficiente perspectiva temporal el *spread* del tipo de interés entre la remuneración del activo y del pasivo bancarios de hogares y sociedades no financieras; o, en otras palabras, la diferencia entre lo que familias y empresas pagan por financiarse (préstamos, activo bancario) y lo que reciben por financiar al banco (depósitos, pasivo bancario). Tal y como puede apreciarse, en lugar de lo que se cree, la banca obtiene, en la actualidad, un margen sustancialmente mayor al de hace varios años, a pesar de la notable bajada de los tipos de interés. Esta, no obstante, sí se ha dejado notar desde finales de 2014, con una leve caída del margen.

Gráfica 21

Spread del tipo de interés entre la remuneración del activo y pasivo bancarios de hogares y sociedades no financieras



Fuente: Elaboración propia, Banco de España.

Los bancos han conseguido trasladar de forma casi completa el peso de la bajada de los tipos de interés hacia familias y empresas. En definitiva, si la banca española no pasa por su mejor momento no es principalmente a causa de un descenso en su margen de intermediación, sino por otros temas que habrá ocasión de comentar en próximos informes.

Sector público

El déficit público del primer trimestre de 2016 ha sido ligeramente superior al del mismo periodo del año anterior. Los ingresos de las Administraciones Públicas no varían respecto al primer trimestre de 2015, mientras que los gastos presentan un leve aumento.

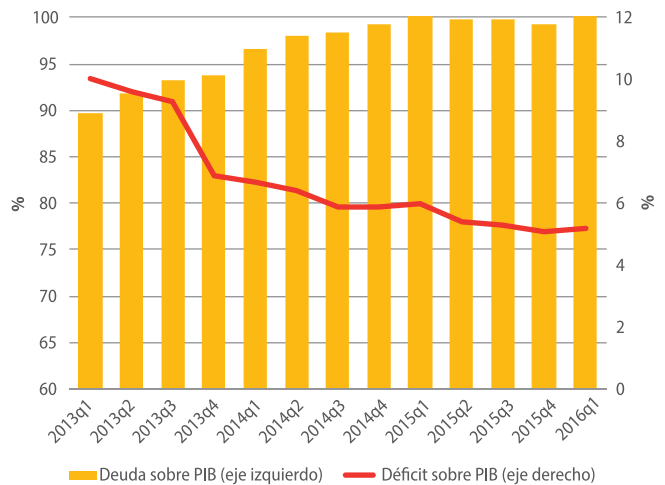
Con datos de enero a junio, el déficit del Estado en 2016 apenas se reduce hasta el 1.9% desde el 2%, lo que confirma la sospecha de que este parece un problema enquistado sin visos de solucionarse, al menos en el corto plazo.

Por su parte, el cociente de deuda pública sobre PIB ha vuelto a aumentar, superando la cota del 100%.

- Déficit anual sobre PIB (1T 2016): 5.2% (6% 1T 2015)
- Deuda sobre PIB (1T 2016): 100.5% (99.2% 4T 2015)

Gráfica 22

Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Intervención General de la Administración del Estado.

El gasto en intereses de la deuda sobre el total de ingresos públicos continúa reduciéndose gracias al descenso en el coste de financiación, pasando del 8.4% en el primer trimestre de 2015 hasta el 7.9% de 2016.

Sector exterior

1. Balanza por cuenta corriente

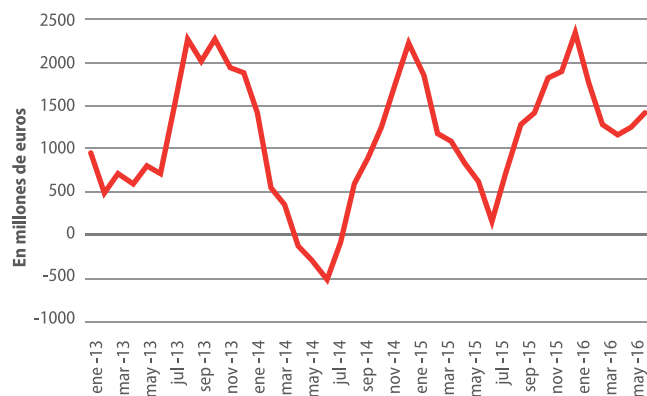
En los últimos meses se ha incrementado el superávit de la cuenta corriente. En términos de los últimos 12 meses, aumenta hasta el 1.82% desde el 1.34% del año anterior.

La caída en los precios del petróleo se deja notar en este apartado, lo que matiza la buena noticia de que la economía española mantiene un saldo positivo de la cuenta corriente. En el periodo de enero a mayo de 2016, el superávit no energético disminuyó frente al mismo periodo del año previo. En cambio, el déficit energético se redujo en algo más del 40%.

- Saldo cuenta corriente sobre PIB (1T 2016): -0.42% (-0.59% 1T 2015)
- Saldo cuenta corriente últimos 12 meses (Mayo 2016): 1.82% PIB (1.34% PIB, Mayo 2015)

Gráfica 23

Saldo de la cuenta corriente



Fuente: Banco de España. Los datos son una media móvil de 6 meses.

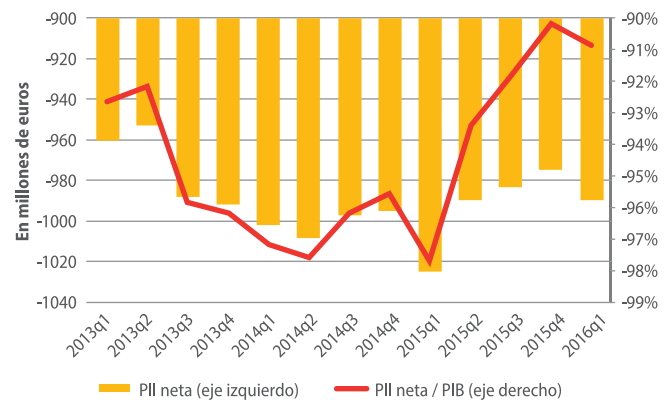
2. Posición financiera internacional

En el primer trimestre de 2016, la economía española frena su modesto avance de los trimestres anteriores en la reducción de la posición deudora frente al exterior. La enorme magnitud de este indicador nos muestra la fragilidad de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional.

- Posición financiera internacional neta/PIB (1T 2016): -90.9% (-90.2% 4T 2015)

Gráfica 24

Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

3. Balanza financiera

El reverso de la capacidad de financiación generada por las operaciones no financieras de la economía española (aproximada por el saldo agregado de las cuentas corriente y de capital) es el de una cuenta financiera positiva (variación neta de activos > variación neta de pasivos).

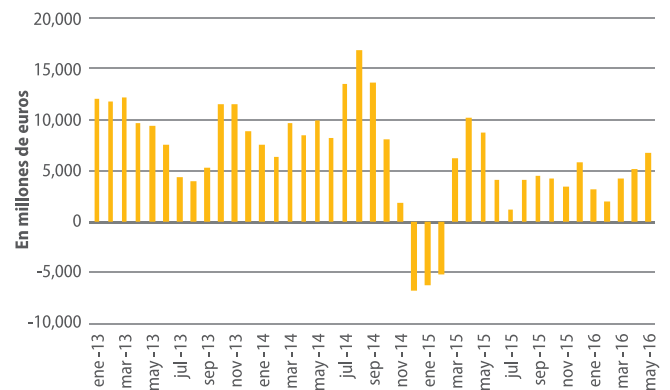
En concreto, el saldo en el acumulado de enero a mayo de 2016 registró un aumento de los activos netos frente al exterior (salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior) de 6,600 millones de euros, frente a los 1,700 millones del mismo periodo del año anterior.

La partida del Banco de España está teniendo un papel relevante. Su posición neta frente al Eurosistema registró entre enero y mayo de 2016 entradas de financiación por 33,500 millones de euros (saldo negativo), frente a las entradas de 10,400 en 2015. El programa de compras de activos del Banco Central Europeo estaría detrás de estos datos.

Respecto a la evolución de la inversión directa, el acumulado de los últimos 3 meses indica un repunte reciente en las entradas netas, pese a la complicada situación política del país.

Gráfica 25

Entradas netas por Inversión directa en España (acumulado 3 últimos meses)



Fuente: Banco de España.

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.