

INFORME TRIMESTRAL

# ESPAÑA

El giro crediticio que acaba oficialmente con la Gran Recesión

**JULIO - SEPTIEMBRE 2016**

Autor: Ángel Martín Oro

[trends.ufm.edu](http://trends.ufm.edu)

**T3 2016 ES**

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO

# ESPAÑA

## INDICADOR

## INDICADOR

Posición liquidez SF	Desapalancamiento
Posición liquidez familias	Desapalancamiento
Posición liquidez empresas	Comienza a crecer crédito empresarial
Volumen de crédito	Ligero crecimiento
Cantidad de dinero	Crecimiento de dos dígitos M1 y acelerando
Actividad económica	Crecimiento sólido y estabilizado
Demanda consumo cíclico	Expansión; vivienda lastrada por incertidumbre política

Empleo	Crecimiento acelerando, aunque paro muy elevado
Beneficios empresariales	Crecimiento
Precios	Repunte notable tasa inflación por componente energético
Tipos de interés	Repunte en el tramo de largo plazo desde niveles muy bajos
Curva de tipos	Spread positivo, repunte en los últimos meses
Déficit público	Nivel demasiado alto, reducción casi inexistente
Situación general	Fase de recuperación-expansión. Riesgos: déficit público



# Actividad económica y empleo

## 1. Actividad económica

### a. PIB

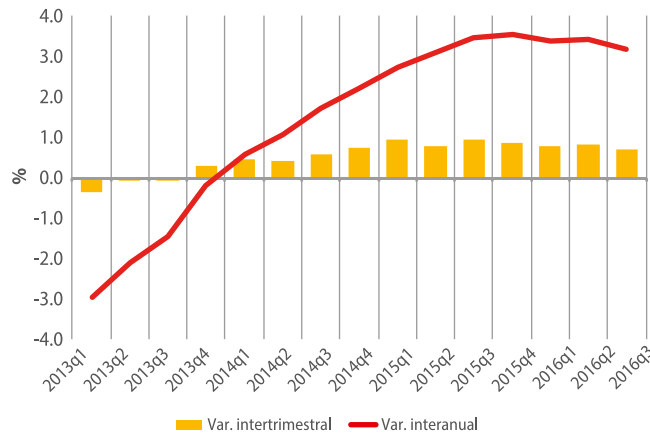
El crecimiento del PIB se desacelera en el tercer trimestre por la menor aportación de la demanda nacional, pero se mantiene por encima del 3%.

Las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional de octubre se han revisado de nuevo al alza, y se espera que 2016 cierre con tasas del 3.1% y se desacelere hasta el 2.2% el próximo año.

- Crecimiento PIB intertrimestral (3T 2016): 0.7% (0.8% 2T 2016)
- Crecimiento PIB interanual (3T 2016): 3.2% (3.4% 2T 2016)

Gráfica 1

### Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

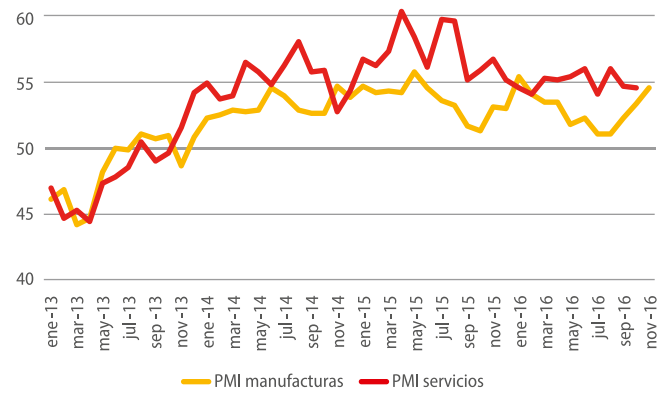
### b. PMIs

La caída en el tercer trimestre de los Índices de gestión de compras está en línea con la leve desaceleración del PIB. Pero los últimos meses muestran un repunte en la actividad industrial, mientras que los servicios crecen de forma estable.

- PMI manufacturas (promedio 3T 2016): 51.4 (2T 2016: 52.5)
- PMI servicios (promedio 3T 2016): 54.9 (2T 2016: 55.5)

Gráfica 2

### Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit, Bloomberg.

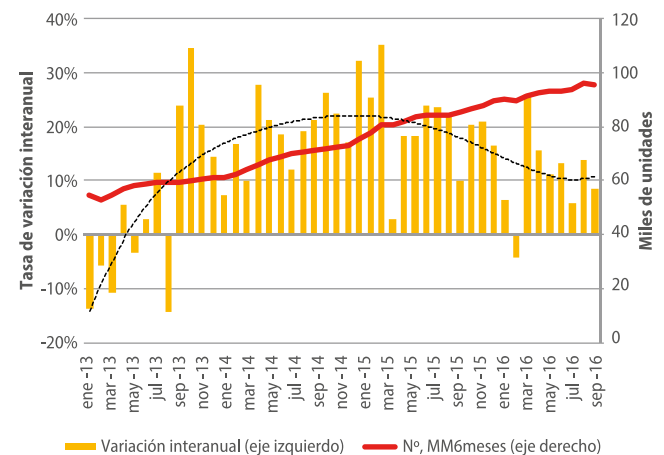
### c. Demanda de sectores cíclicos

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

Los datos de matriculación de automóviles reflejan el crecimiento en la demanda de bienes de consumo duradero.

Gráfica 3

### Matriculación de automóviles

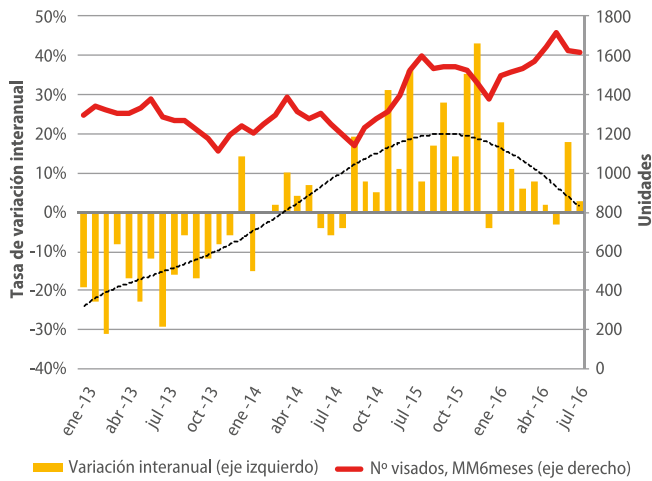


Fuente: Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC).

Los visados de obra nueva registran un comportamiento menos positivo, probablemente derivado de la incertidumbre política. Una vez que esta se ha despejado, esperamos ver un nuevo repunte en el cuarto trimestre.

Gráfica 4

### Visados de dirección de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento.

## 2. Empleo

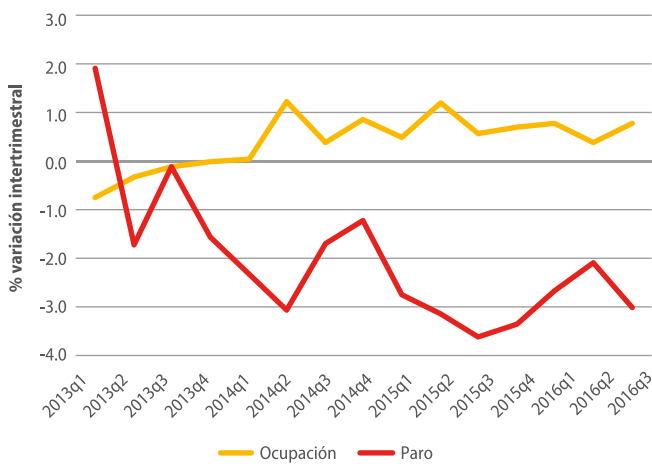
El dinamismo en la creación de empleo continúa. En el tercer trimestre la ocupación ha aumentado en 217,700 personas en el sector privado y en 8,900 en el público.

Los datos de afiliaciones a la Seguridad Social de octubre sugieren una aceleración de esta tendencia positiva en el cuarto trimestre.

- Tasa de desempleo (3T 2016): 18.9% (21.2% 3T 2015).
- Tasa de actividad (3T 2016): 59.3% (59.5% 3T 2015).
- Variación del empleo últimos 12 meses (3T 2016): +2.7% (+2.4% 2T 2016).

Gráfica 5

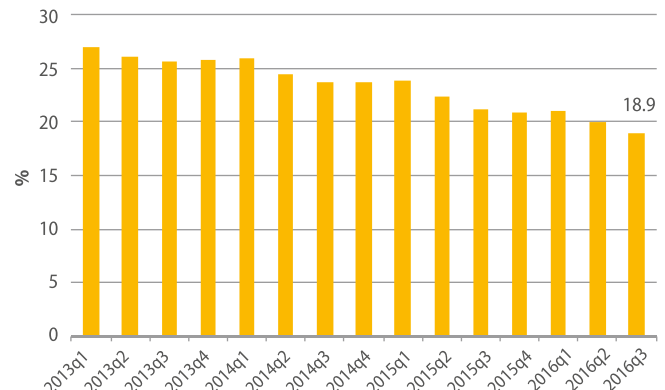
### Tasas de variación del empleo



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

Gráfica 6

### Tasa de desempleo



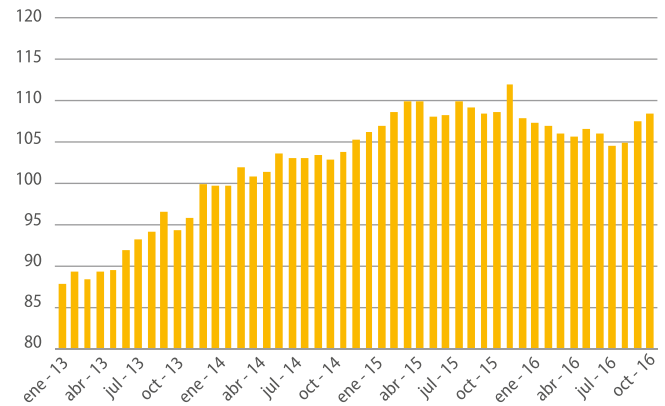
Fuente: INE. Encuesta de población activa.

## 3. Tendencias en actividad económica y empleo

La confianza de los agentes económicos españoles repunta en los últimos meses tras la caída sufrida durante 2016. La mayor certidumbre política puede ser uno de los principales factores explicativos.

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 el [anterior informe](#) comentamos las señales de la leve desaceleración en los PMIs que no eran confirmadas por otros datos como la matriculación de automóviles. Ahora los últimos datos disponibles indican cierta aceleración en la actividad y el empleo en el último trimestre del año.

Que se haya despejado la incertidumbre política a nivel nacional debería ayudar a reactivar la inversión y acelerar la recuperación del inmobiliario, siempre y cuando no se aprueben medidas perjudiciales.

# Inflación y precios

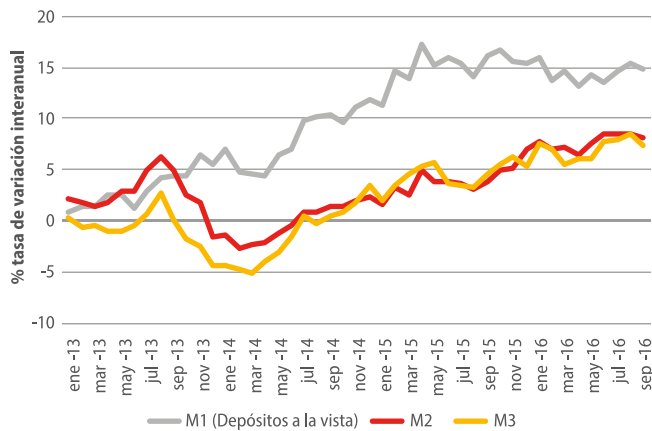
## 1. Agregados monetarios

El crecimiento de los agregados monetarios repunta en el tercer trimestre. Esto puede interpretarse como una señal adicional de la aceleración que se prevé en los últimos meses del año<sup>1</sup>.

- M1: Media de la variación interanual 3 últimos meses (3T 2016): +14.9% (+13.6% 2T 2016).
- M2: Media de la variación interanual 3 últimos meses (3T 2016): +8.4% (+7.5% 2T 2016).
- M3: Media de la variación interanual 3 últimos meses (3T 2016): +7.9% (+6.7% 2T 2016).

Gráfica 8

### Agregados monetarios España (excluido efectivo)



Fuente: Banco de España.

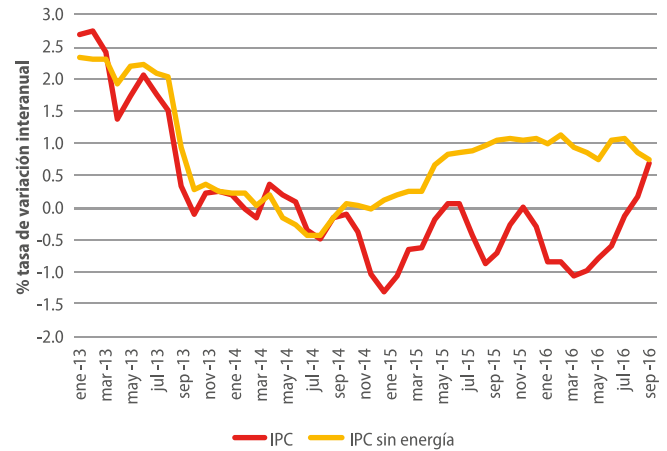
## 2. Índice de precios al consumidor

La tasa de variación anual del IPC repunta con fuerza en los últimos meses hasta el 0.7%. Suma en octubre dos meses consecutivos en terreno positivo, alcanzando un nivel que no se veía desde verano de 2013. En contraste, la tasa excluyendo el componente energético se mantiene relativamente estable desde hace más de un año.

Este dispar comportamiento entre ambas tasas hace que la brecha que se abrió hacia finales de 2014 se haya cerrado.

Gráfica 9

### Índice de precios al consumo

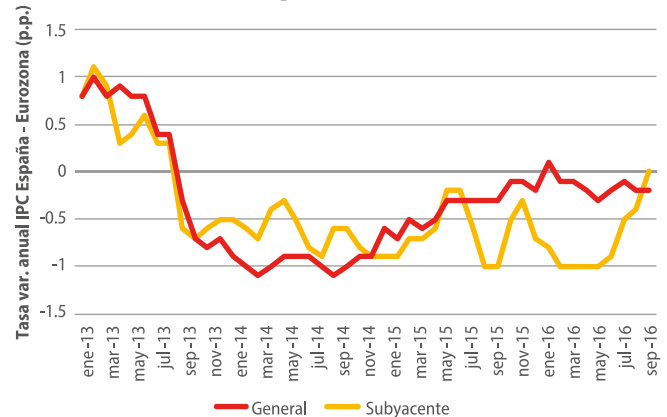


Fuente: INE y Ministerio de Economía y Competitividad.

También se ha cerrado la brecha en la evolución de los precios al consumo entre España y la eurozona en lo que respecta al Índice general.

Gráfica 10

### Diferencial IPC España con la eurozona



Fuente: Eurostat.

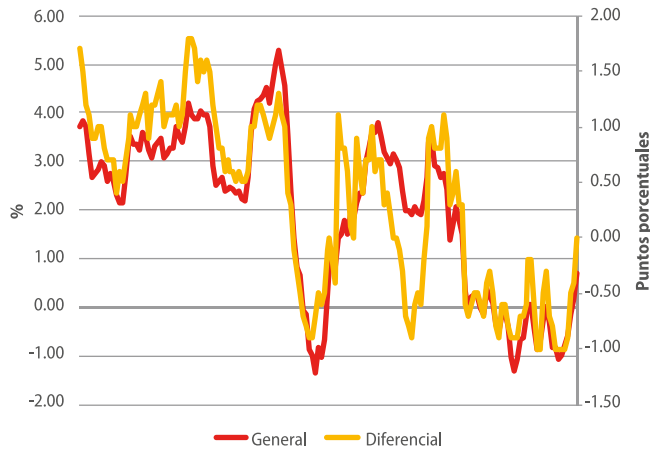
El repunte reciente en la tasa de inflación en España ha ido acompañado de una aceleración relativa en la inflación en España mayor que en la eurozona.

Como ya observamos en un [anterior informe](#) e ilustramos en el siguiente gráfico, la correlación entre la evolución de este diferencial y el IPC español es notable. En entornos inflacionarios, España genera mayor inflación de precios que la eurozona. En entornos de desinflación y caída de precios, este diferencial se reduce e incluso pasa a negativo. En esta relación, los precios de la energía juegan un papel fundamental.

<sup>1</sup> Léase este artículo de Enrique García en inBestia.com: *Los depósitos bancarios, el indicador monetario por excelencia*. <http://inbestia.com/analisis/los-depositos-bancarios-el-indicador-monetario-por-excelencia>

Gráfica 11

### Correlación inflación España vs. diferencial con EZ



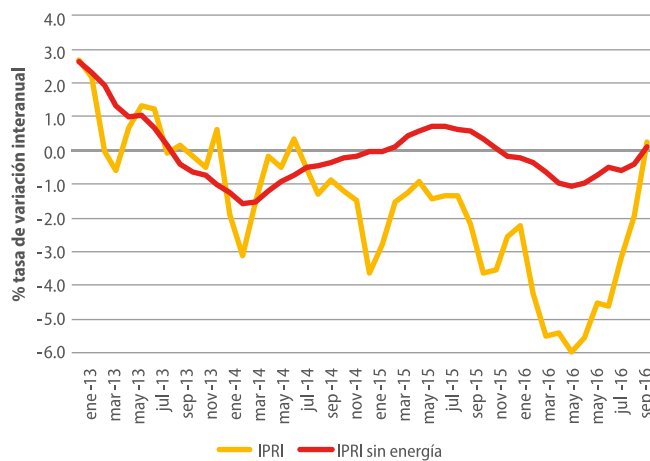
Fuente: Elaboración propia a partir de INE y Eurostat.

### 3. Índice de precios industriales

El repunte también se produce en las tasas de variación anual de los precios industriales, liderado por el componente de la energía. Ambas tasas, la general y la que excluye la energía, pasan a terreno positivo en octubre. Por primera vez desde junio de 2014, la tasa sin energía se sitúa por debajo (en una décima) de la general.

Gráfica 12

### Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía y Competitividad.

### 4. Precios de activos financieros

La rentabilidad del bono a 10 años repunta en octubre y noviembre desde mínimos del 0.9% hasta 1.6%. El movimiento de subida de rentabilidades ha sido generalizado: el *yield* del bono alemán también ha subido, pero la prima de riesgo aumenta.

La bolsa española mantiene un comportamiento negativo, registrando abultadas caídas en términos anuales. En 2016 el Ibex 35 cae ligeramente más que el Eurostoxx 50.

Gráfica 13

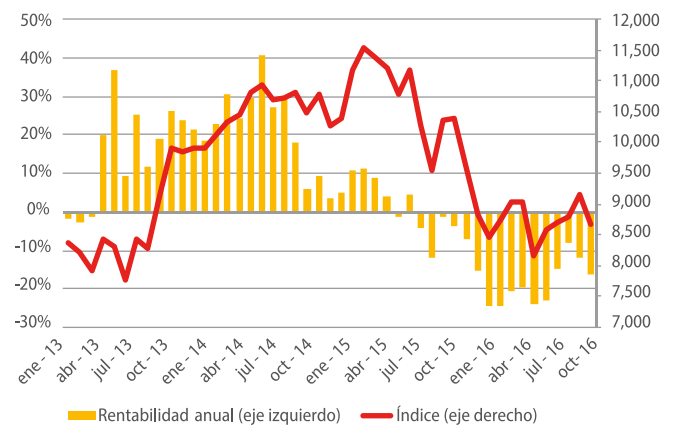
### Yield del bono español y prima con Alemania



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad. Datos mensuales.

Gráfica 14

### IBEX 35



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad. Datos mensuales.

## 5. Tendencias en la evolución de precios

El repunte en las tasas de inflación de precios, tanto en bienes de consumo como industriales, es una de las novedades más destacadas de estos últimos meses. El componente energético, que empujó a la baja las tasas de inflación desde la segunda parte de 2014, está teniendo ahora el efecto contrario. Lo cierto es que los tímidos indicios de deflación que existieron fueron principalmente debidos al comportamiento de los precios de la energía, nada que ver con los antecedentes a una dañina espiral deflacionaria.

En el lado financiero, los tipos de interés de la deuda han repuntado –desde niveles mínimos– en los últimos dos meses, debido a los indicios y expectativas de mayor inflación y crecimiento. A nivel global se empieza a hablar del retorno de la inflación, y los inversores temen un repunte pronunciado y brusco de las rentabilidades de la deuda que frenen el crecimiento. Aunque las señales de mayor inflación y crecimiento son generalmente buenas para la renta variable, la bolsa española no se ha beneficiado en su conjunto.

## Crédito

### 1. Activos totales del sistema bancario

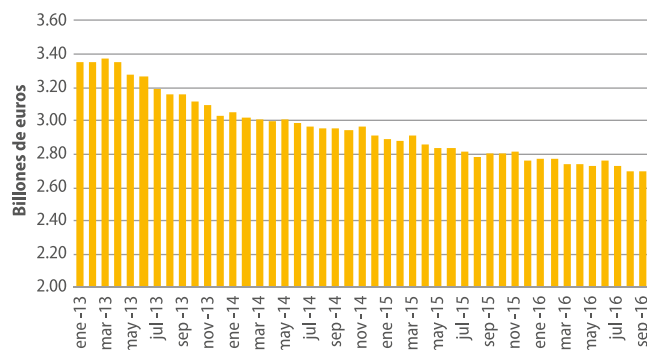
En septiembre el total de activos del sector bancario ha vuelto a marcar un nuevo mínimo, que no se veía desde el segundo trimestre de 2007. La caída desde el máximo en junio 2012 ya es del 24%.

Las tasas de contracción interanual se están moderando si las comparamos con el año anterior. Seguimos pensando que el final del proceso de desapalancamiento del sector está cerca. El elevado nivel de incertidumbre y las turbulencias del sector bancario en los últimos trimestres podrían estar retrasando este cambio.

- Crecimiento interanual del total de activos (septiembre 2016): -3.6% (-5.4% 2015)

Gráfica 15

### Total activos sector bancario



Fuente: Banco de España.

### a. Activos de dudoso cobro

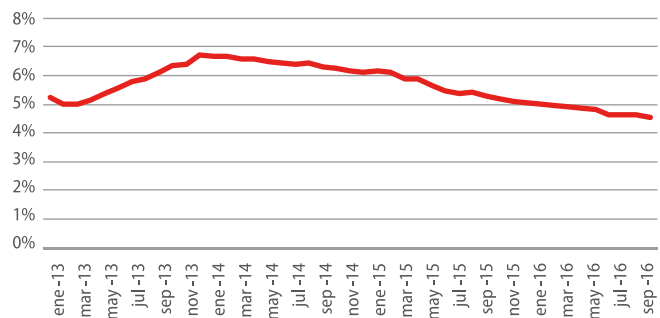
El ritmo de reducción de los activos dudosos continúa siendo sólido, aunque se ha moderado con respecto al año anterior. El volumen de activos dudosos está en niveles del segundo trimestre de 2011 y de mayo de 2012, si lo medimos en términos absolutos y con respecto al total de activos, respectivamente.

Todavía queda un amplio margen para reducir los niveles actuales. Tengamos en cuenta que durante toda la década de los años 2000 el porcentaje de activos dudosos sobre el total no superó el 1% hasta junio de 2008.

- Crecimiento interanual de activos dudosos (septiembre 2016): -16.9% (-20.5% septiembre 2015)
- Porcentaje de activos dudosos con respecto al total (septiembre 2016): 4.55% (5.28% septiembre 2015)

Gráfica 16

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



Fuente: Banco de España.

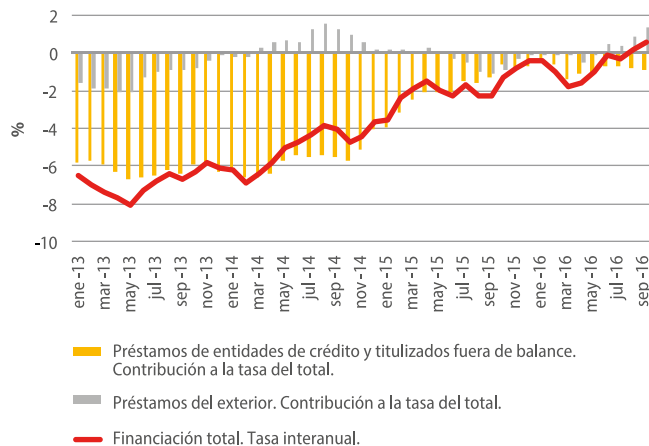
### 2. Crédito a empresas no financieras

El crédito a empresas no financieras crece en agosto y septiembre en términos interanuales, por primera vez desde principios de 2011. Este punto de inflexión, que veníamos anticipando en [informes anteriores](#), ha llegado liderado por los préstamos del exterior, que crecen en septiembre al 4.5% interanual (contribuyen en 1.4 puntos porcentuales a la tasa total) frente al -3.7% de un año atrás (con una contribución de -1.1pp). En cambio, los préstamos de entidades residentes continúan en contracción (-1.5% vs. -2.1% un año antes) y contribuyen en -0.9pp. Quizá esto refleje la mayor confianza puesta en la economía española por parte de las entidades extranjeras con respecto a las nacionales.

- Crecimiento interanual del crédito a empresas (septiembre 2016): +0.5% (-2.3% septiembre 2015)

Gráfica 17

### Evolución del crédito a empresas según procedencia



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

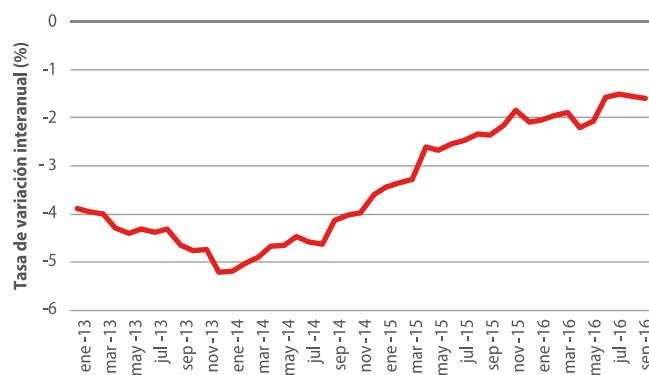
### 3. Crédito a familias

El stock de crédito a las familias continúa en fase contractiva en términos interanuales, con la tasa estabilizada en los últimos meses<sup>2</sup>.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (septiembre 2016): -1.6% (-2.4% septiembre 2015)

Gráfica 18

### Evolución del crédito a familias



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

<sup>2</sup> Los datos de esta variable no coinciden con respecto al anterior informe, debido a la revisión por parte del Banco de España. Esta revisión ha reducido las tasas de variación interanual, alejándolas del terreno positivo.

### a. Distribución del crédito a las familias

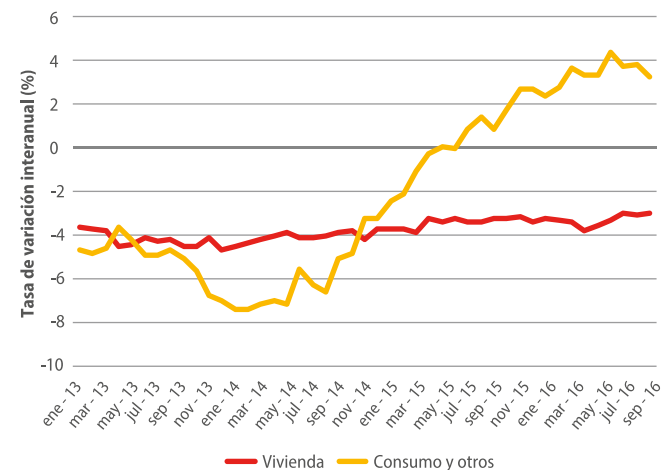
La evolución del crédito a los hogares viene principalmente determinada por el componente de vivienda, que es el 77% del total.

El crédito al consumo es la partida que lidera la tendencia positiva, mientras que el ritmo de contracción del stock de préstamos para vivienda se desacelera muy lentamente.

- Crecimiento interanual crédito a vivienda (septiembre 2016): -3% (-3.3% septiembre 2015)
- Crecimiento interanual crédito al consumo y otros (septiembre 2016): 3.3% (0.88% septiembre 2015)

Gráfica 19

### Desagregación del crédito a familias



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

### 4. Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo

El indicador del *spread* de la curva de rendimientos pretende medir la magnitud del descalce de plazos. Este ha aumentado en los últimos meses desde niveles muy bajos, lo que es consecuencia del reciente aumento de las rentabilidades de la deuda a largo plazo que comentábamos arriba. Si comparamos la situación actual (finales de noviembre) con la de tres meses atrás, los tipos a 3 meses no se han movido del -0.33%, mientras que los tipos a 10 años han subido del 1% al 1.6% en un contexto de repunte de la inflación.



Gráfica 20

### Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo



Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg.

### 5. Tendencias en la extensión de crédito

La financiación agregada a los sectores no financieros se mantiene relativamente estable. Las AAPP han disminuido su contribución positiva a la tasa de crecimiento total en los últimos meses, mientras que el crédito empresarial empieza a contribuir positivamente gracias al buen comportamiento de los préstamos del exterior.

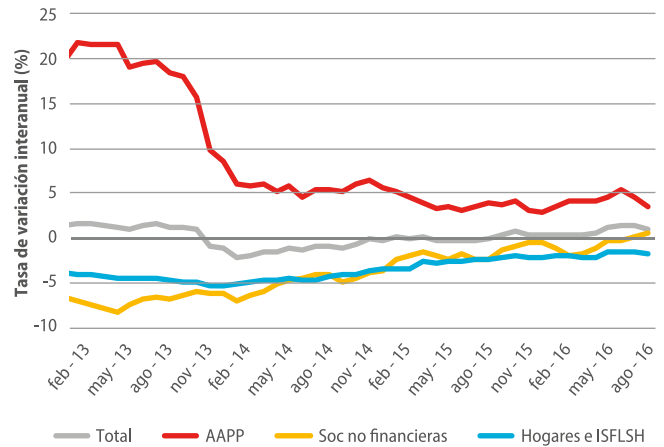
Prevedemos una gradual mejora en la concesión de crédito al sector privado en los próximos meses, no solo por parte de entidades extranjeras. La menor incertidumbre política nacional y las dinámicas positivas en la actividad y el empleo son factores que deberían apoyar. En este proceso de crecimiento, la demanda de crédito de los agentes económicos es cada vez más solvente.

Pero debemos recordar, por un lado, que los niveles de endeudamiento son aún abultados y, por otro, que la banca mantiene un porcentaje elevado de activos dudosos, por lo que no esperamos un gran repunte.

- Crecimiento interanual financiación total a los sectores no financieros (septiembre 2016): 1.1% (-0.02% septiem- bre 2015)

Gráfica 21

### 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.

## Sector público

El déficit público del segundo trimestre de 2016 aumenta ligeramente con respecto al mismo periodo de 2015. Pese al crecimiento económico, los ingresos de las Administraciones Públicas apenas varían con respecto al segundo trimestre de 2015, mientras que los gastos crecen un 2%.

Con datos acumulados hasta agosto, el déficit de las AAPP (sin las corporaciones locales) aumenta en 2016 en casi un 7% con respecto al mismo periodo del año anterior. En términos de PIB asciende al 3.49% desde el 3.38%. En cambio, si excluimos las ayudas financieras del cálculo, el déficit habría disminuido ligeramente, hasta el 3.30% frente al 3.36%<sup>3</sup>.

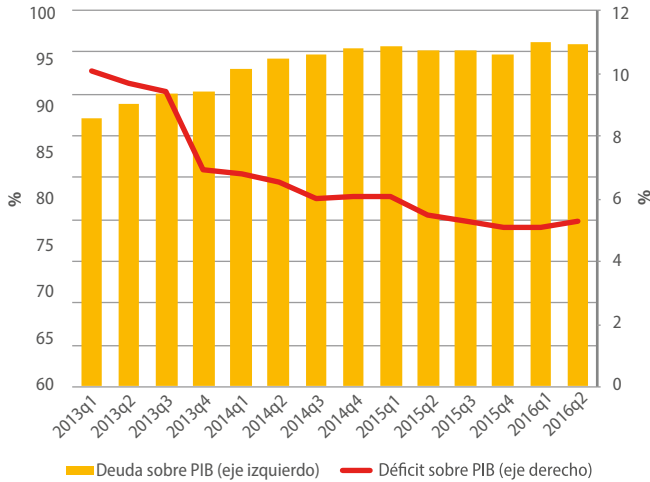
Por su parte, el cociente de deuda pública sobre el PIB se mantiene ligeramente por encima de la cota del 100%.

- Déficit anual sobre PIB (2T 2016): 5.3% (5.5% 2T 2015)
- Deuda sobre PIB (2T 2016): 101% (101.1% 1T 2016)

<sup>3</sup> El saldo neto de las ayudas a instituciones financieras fue de algo más de 2,000 millones de euros entre enero y agosto de 2016, frente a sólo 224 el año anterior.

Gráfica 22

## Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

El tipo de interés medio total de la deuda del estado sigue descendiendo, situándose en octubre de 2016 en el 2.85% frente al 3.16% un año atrás. El gasto en intereses representaba, en el segundo trimestre de 2016, el 6.7% de los gastos totales no financieros.

## Sector exterior

### 1. Balanza por cuenta corriente

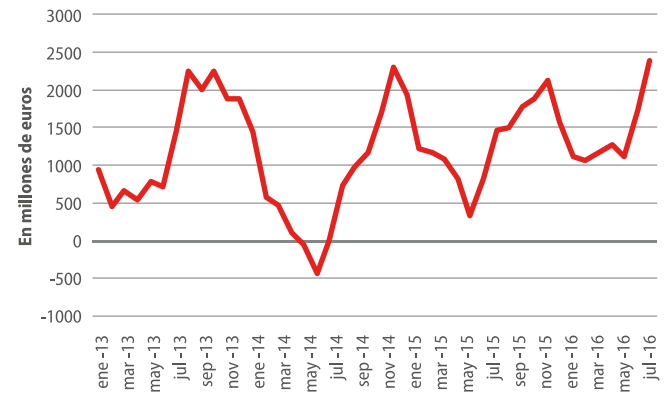
En lo que llevamos de 2016 hasta agosto, el superávit se ha doblado con respecto al mismo periodo de 2015. En los últimos 12 meses aumenta hasta el 1.9% del PIB, frente al 1.5% el año anterior.

Este buen comportamiento debe matizarse, nuevamente, teniendo en cuenta que la reducción del déficit comercial se debe a la caída en los precios de la energía. El déficit energético disminuye en lo que llevamos de 2016 un 40% interanual, mientras que el saldo no energético ha empeorado.

- Saldo cuenta corriente últimos 12 meses (agosto 2016): 1.9% PIB (1.5% PIB, agosto 2015) 1.82% PIB (1.34% PIB, Mayo 2015)

Gráfica 23

## Saldo de la cuenta corriente

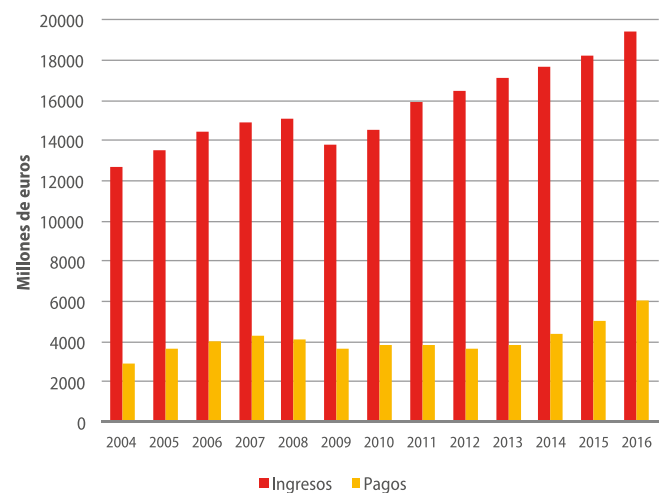


Fuente: Banco de España. Avance de la balanza de pagos de agosto. Los datos son una media móvil de 6 meses.

Destaca el excelente comportamiento del turismo, donde los ingresos en la campaña de verano (junio-agosto) aceleran su crecimiento. Los gastos que los españoles hacen en el extranjero crecen a tasas más altas (19.2% vs. 6.5), aunque desde una base muy inferior. Esto último es una clara manifestación de la mejora en la renta disponible y la confianza de los españoles.

Gráfica 24

## Ingresos y pagos por turismo junio-agosto



Fuente: Banco de España.

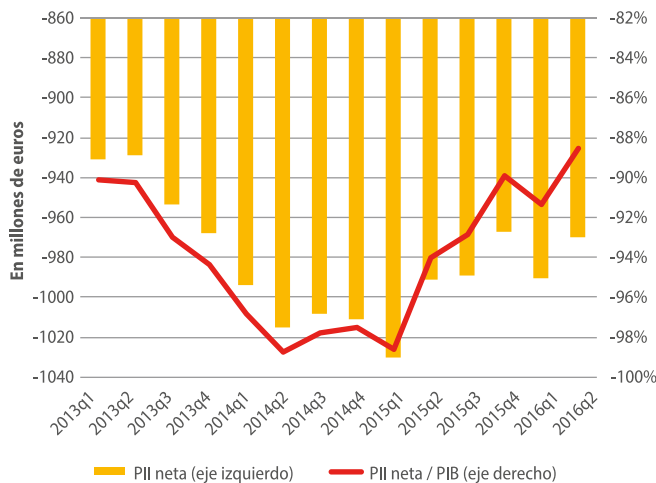
## 2. Posición financiera internacional

En el segundo trimestre de 2016 continúa el modesto avance en la reducción de la posición deudora frente al exterior. La enorme magnitud de este indicador muestra la fragilidad de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional.

- Posición financiera internacional neta/PIB (2T 2016): -88.5% (-91.4% 1T 2016)

Gráfica 25

### 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 (saldo agregado de las cuentas corriente y de capital), es el de una cuenta financiera positiva (variación neta de activos > variación neta de pasivos).

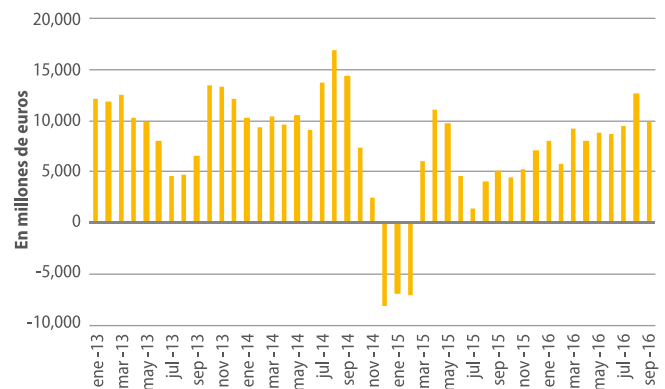
Excluyendo el Banco de España, el saldo en el acumulado enero-agosto de 2016 registró un aumento de los activos netos frente al exterior (salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior) de 52,200 millones de euros, frente a los 38,200 millones del mismo periodo del año anterior.

La posición neta del Banco de España frente al Eurosistema registró entre enero y agosto de 2016 entradas de financiación por 45,600 millones de euros (saldo negativo), frente a las entradas de 24,200 en 2015. La mayor adquisición de activos españoles en el marco del programa de compras del BCE es el principal factor detrás de estos datos.

Con respecto a la evolución de la inversión directa, el acumulado de los últimos 3 meses en agosto indica un repunte notable en las entradas netas. Pensamos que estas entradas podrían acelerarse en los meses siguientes, impulsadas por la mayor certidumbre del panorama político.

Gráfica 26

### 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.