UFM MARKET TRENDS

INFORME SEMESTRAL

ESPAÑA

La banca española, ¿lista para apoyar al crecimiento con la expansión del crédito?

ENERO - JUNIO 2018

Autor: Ángel Martín Oro

trends.ufm.edu
S1 2018 ES

UFM UNIVERSIDAD FRANCISCO MARROQUÍN
VERITAS • LIBERTAS • IVSTITIA
MARKET TRENDS FACULTAD de CIENCIAS ECONÓMICAS
INSTITUTO JUAN DE MARIANA

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

ESPAÑA

INDICADOR	
Posición liquidez SF	Leve, pero repunte sostenido del total activos de la banca. ¿Fin desapalancamiento?
Posición liquidez familias	Desapalancamiento. Incremento del crédito al consumo
Posición liquidez empresas	Estable
Volumen de crédito	Atisbos de que comienza a crecer
Cantidad dinero	Crecimiento pero a menor ritmo en M1
Actividad económica	Crecimiento sólido y estable
Demanda consumo cíclico	Expansión

INDICADOR	
Empleo	Señales mixtas en el 4T, pero nada preocupante
Beneficios empresariales	Crecimiento
Precios	Desinflación. Ruido en las series por efectos estadísticos puntuales
Tipos de interés	Han caído en el tramo corto y largo de la deuda española
Curva de tipos	Spread positivo, relativamente estable en torno al 2%
Déficit público	Reduciéndose al ritmo marcado por los objetivos
Sector exterior	Saldo cuenta corriente empeora por aumento déficit energético, compensado en parte por servicios

Situación general	Fase de expansión sana y estable, con un déficit público reduciéndose a buen ritmo. Riesgos: posición deudora frente al exterior

Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

El crecimiento intertrimestral del PIB se ha desacelerado en una décima en el tercer trimestre del año, último trimestre para el que tenemos cifras definitivas; según las estimaciones del INE la desaceleración habría continuado en el 4T. Ha pesado la ligera ralentización en el crecimiento del consumo. En cambio, la inversión experimentó una aceleración en el crecimiento.

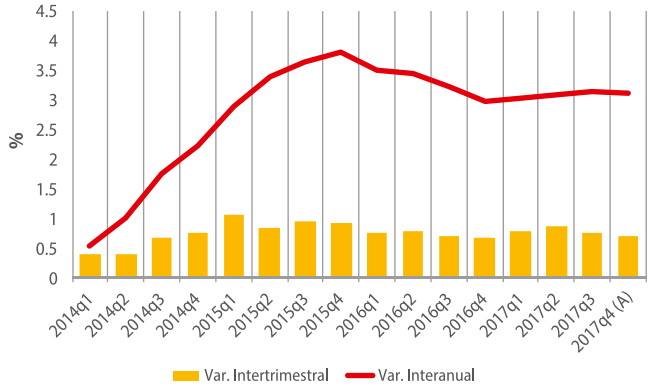
La tasa anual se mantiene estable ligeramente por encima del 3%, con una mayor aportación de la demanda nacional frente a la exterior respecto al trimestre anterior. Según datos no definitivos, 2017 habría cerrado con un crecimiento del 3.1%.

El muy buen momentum de la economía española, con revisiones de crecimiento al alza continuos, se ha interrumpido. Recientemente, de hecho, se ha revisado a la baja la expectativa para los dos próximos años, principalmente por el efecto negativo que se estima vaya a generar la incertidumbre relacionada con la situación de Cataluña.

- Crecimiento PIB intertrimestral (3T 2017) 0.76% (0.86% 2T 2017)
- Crecimiento PIB interanual (3T 2017): 3.14% (3.09% 2T 2017)

Gráfica 1

Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional. El dato del 4T es la estimación avance del INE.

b. PMIs

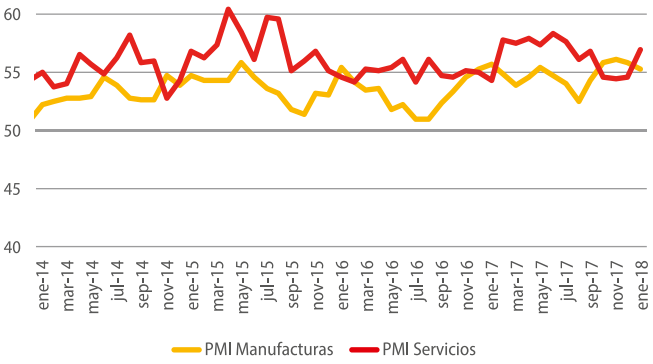
Los Índices de Gestión de Compras apuntan a que la expansión de la economía continuó de forma estable en el último trimestre del año. Pero sí sugieren diferencias sectoriales: el sector manufacturero aceleró, mientras que los servicios desaceleraron, quizás por el mayor impacto de la incertidumbre en Cataluña (en áreas como el comercio o el turismo).

Con todo, diciembre vio un repunte en servicios respecto a los dos meses anteriores, que se confirmó en el muy buen dato de enero. En el primer mes de 2018, por su parte, el sector manufacturero desaceleró su expansión.

- PMI Manufacturas (promedio 4T 2017): 55.9 (3T 2017: 53.6)
- PMI Servicios (promedio 4T 2017): 54.5 (3T 2017: 56.8)

Gráfica 2

Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit.

c. Demanda de sectores cíclicos

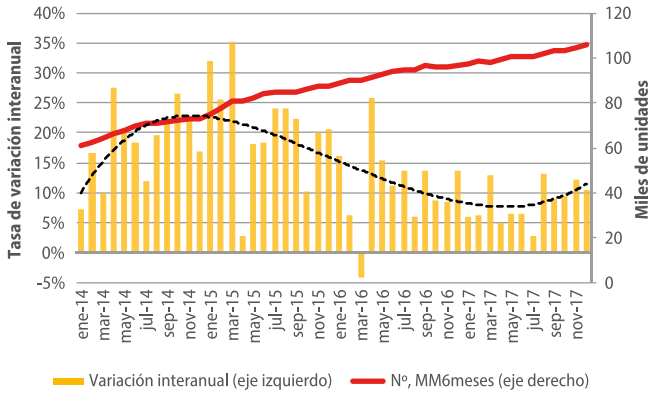
Sectores como el del automóvil o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, son un termómetro adicional de la coyuntura.

La matriculación de automóviles continúa creciendo a buen ritmo. En el cuarto trimestre se ha producido una aceleración en la tasa de crecimiento interanual.

- Crecimiento interanual matriculación automóviles (4T 2017): 10.7% (8.2% 3T 2017; 10.4% 4T 2016)

Gráfica 3

Matriculación de automóviles

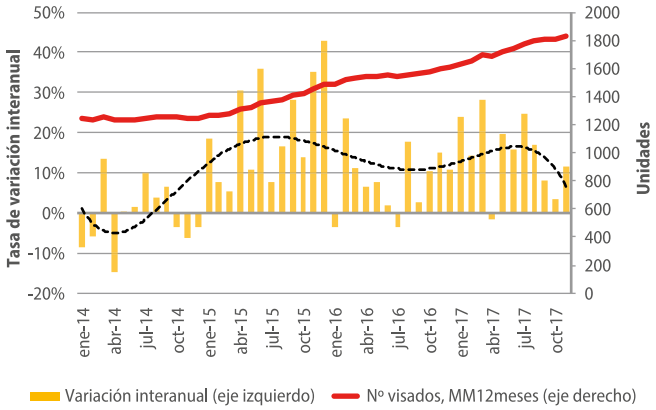


Fuente: Dirección General de Tráfico y Mº Economía. Datos CVEC.

Los visados de obra nueva registran un crecimiento más suave respecto al año anterior. Parece notarse el impacto de la incertidumbre del proceso independentista en los datos de septiembre y octubre, mientras que en noviembre repunta el indicador.

Gráfica 4

Visados de dirección de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento.

Los datos sugieren buenas perspectivas para el sector inmobiliario, si bien nos encontramos ante un mercado más maduro. La incertidumbre respecto a Cataluña continuará como telón de fondo, aunque no pensamos que tendrá un gran impacto, siempre y cuando las cosas se mantengan relativamente estables.

- Crecimiento interanual visados de obra (promedio sep-nov 2017): 7.77% (16.8% 2T 2017)
- Crecimiento interanual precio de la vivienda (3T 2017): 6.65% (5.55% 2T 2017; 4.02% 3T 2016)

Gráfica 5

Precio de la vivienda

Fuente: INE.

2. Empleo

El comportamiento del mercado laboral presentó señales mixtas en el último trimestre del año. El sector privado tuvo su peor 4T desde el año 2012 según la EPA, con una reducción de 63,500 ocupados respecto al 3T. En términos interanuales, la tasa de crecimiento en el conjunto del empleo y el sector privado se desaceleró, aunque en el sector público pasó lo contrario.

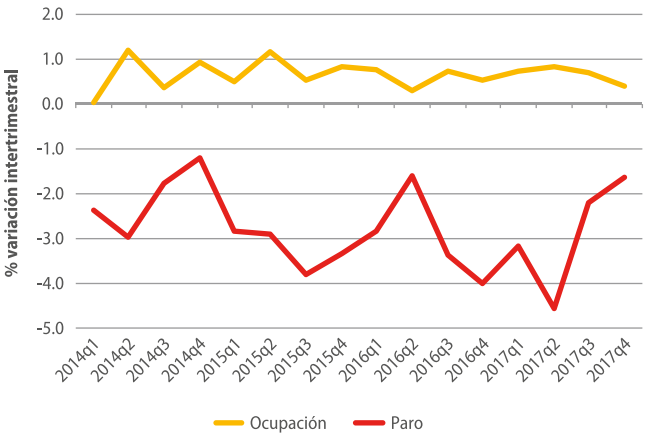
En cambio, los datos de afiliados a la Seguridad Social ofrecen una imagen distinta, con un crecimiento anual en el 4T igual al del trimestre anterior.

La tasa de desempleo cierra 2017 en el 16.55%. En los últimos doce meses la ocupación se ha incrementado en 401,600 personas en el sector privado y en 88,600 en el público.

- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (4T 2017): 3.5% (3.5% 3T 2017)
- Tasa de Desempleo (4T 2017): 16.55% (18.63% 4T 2016).
- Tasa de Actividad (4T 2017): 58.8% (58.95% 4T 2016).
- Variación del empleo últimos 12 meses (4T 2017): +2.65% (+2.82% 3T 2017).

Gráfica 6

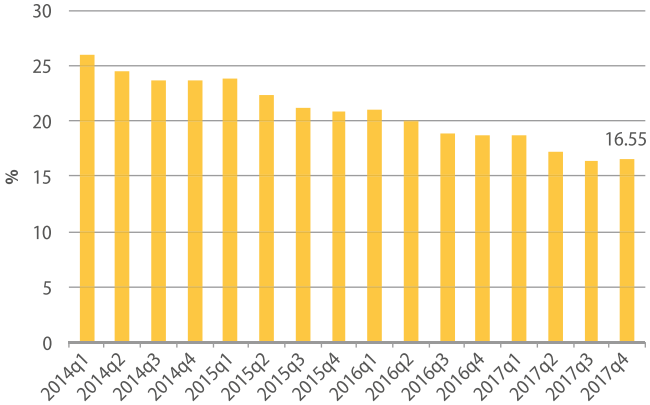
Tasas de variación del empleo



Fuente: INE. Encuesta de Población Activa. Datos desestacionalizados.

Gráfica 7

Tasa de desempleo



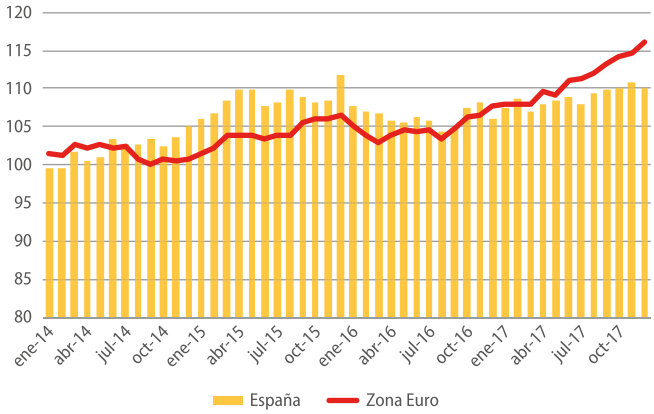
Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

La confianza de los agentes económicos españoles en el 4T 2017 mejoró ligeramente, pero se está quedando atrás respecto a lo que sucede en la eurozona, donde existe un creciente optimismo. Esta es una señal del buen momento que vive la economía de la eurozona.

Gráfica 8

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.

Tras la aceleración de la primera parte de 2017, la economía española ha experimentado una ligera desaceleración en el segundo semestre. Los datos de la Encuesta de Población Activa del 4T son la señal más negativa, que no se ve correspondida con otros datos, como los PMIs, la afiliación a la Seguridad Social o la matriculación de automóviles.

Por tanto, pensamos que la expansión económica continúa su curso (en el entorno del 3% de crecimiento anual) sin grandes novedades. Quizá sea de destacar el mejor comportamiento relativo reciente del sector manufacturero frente a los servicios, probablemente debido al muy buen *momentum* de la industria a nivel global.

Inflación y precios

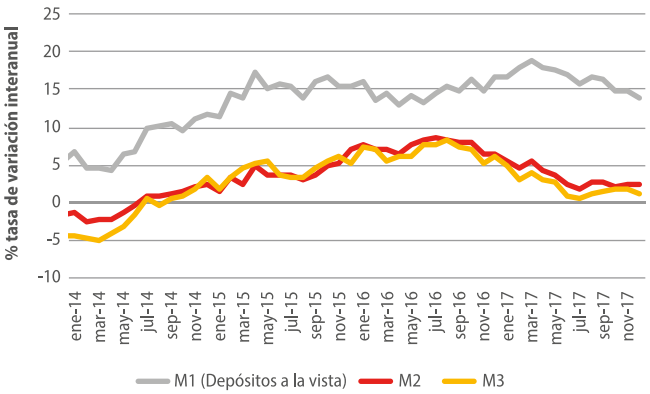
1. Agregados monetarios

Esta ligera pérdida de *momentum* de la economía española también puede reflejarse en la desaceleración de las tasas de crecimiento del agregado monetario M1 (depósitos a la vista), el más cíclico de los tres, dado que M2 y M3 incluyen componentes más estables. En cambio, la desaceleración de los agregados más amplios se ha estabilizado en la segunda parte de 2017.

- M1: Media de la variación interanual 3 últimos meses (4T 2017): +14.5% (+16.4% 3T 2017).
- M2: Media de la variación interanual 3 últimos meses (4T 2017): +2.31% (+2.56% 3T 2017).
- M3: Media de la variación interanual 3 últimos meses (4T 2017): +1.63% (+1.17% 3T 2017).

Gráfica 9

Agregados monetarios España (excluido efectivo)



Fuente: Banco de España.

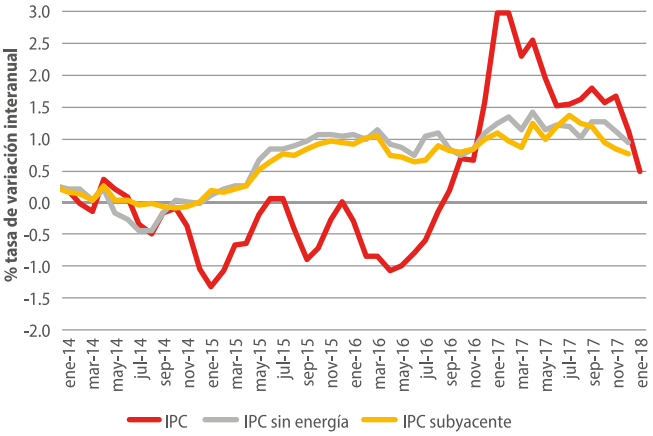
2. Índice de precios al consumidor

La tasa de inflación de precios al consumo ha caído en los últimos meses de 2017, en parte por las altas bases comparativas de los precios de la energía a finales de 2016. Este factor también explica (buena) parte de la nueva caída en el indicador en enero (que compara con enero 2017, mes en el que se produjeron fuertes nevadas en España y ascendió fuertemente el precio de la electricidad), según el indicador adelantado. Por tanto, probablemente en los próximos meses veremos repuntar la tasa de inflación general, una vez se difuminen estos efectos.

No obstante, la caída en las tasas de los últimos meses del 2017 se ha producido también excluyendo el elemento energético. La tasa de inflación subyacente se situó en diciembre en los niveles más bajos desde verano del 2016. La fortaleza del euro probablemente sea un factor que ha contribuido a este menor crecimiento en los precios de consumo.

Gráfica 10

Índice de precios al consumo

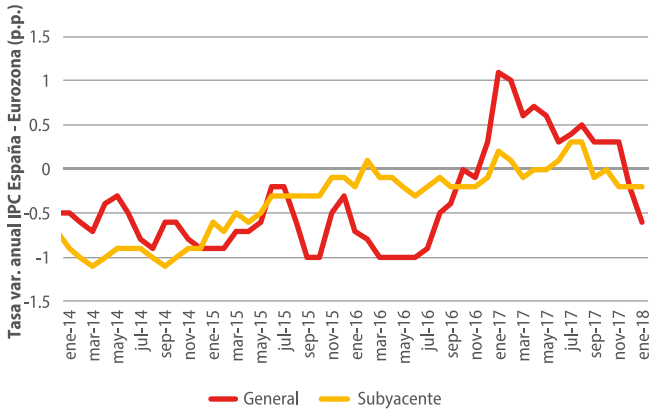


Fuente: INE y Ministerio de Economía. Último dato del IPC de enero es la estimación del INE.

La tasa de inflación en España, a diferencia de lo que llevaba ocurriendo durante todo 2017, ha pasado a ser menor que la de la eurozona. Dado que parte importante de la caída en la tasa de España se habría debido a efectos estadísticos puntuales, pensamos que hay que esperar a los próximos meses antes de hablar de cambio de tendencia en este diferencial.

Gráfica 11

Diferencial IPC España con la eurozona



Fuente: Eurostat.

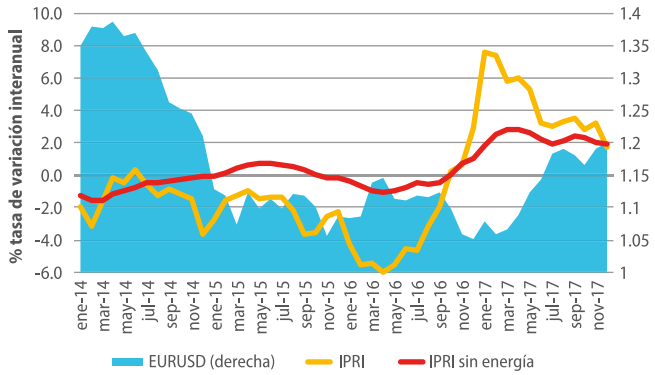
3. Índice de precios industriales

En el caso de los precios industriales, la brecha entre el indicador general y el que excluye el componente energético se ha dado la vuelta por primera vez desde finales de 2016. El crecimiento de los precios industriales se ha desacelerado hasta el 1.76%, mientras que si excluimos los bienes energéticos (que crecen al 1.2%) esta cifra se ha mantenido más o menos estable, y permanece en el 1.95% en diciembre.

Quizá como ocurrió en el IPC, el dato de diciembre sea poco representativo e incluya efectos estadísticos únicos. Pero lo que parece evidente es que la apreciación del euro ha contenido las presiones inflacionistas que ya apuntábamos en el anterior informe, en particular por el encarecimiento de las materias primas (en $).

Gráfica 12

Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

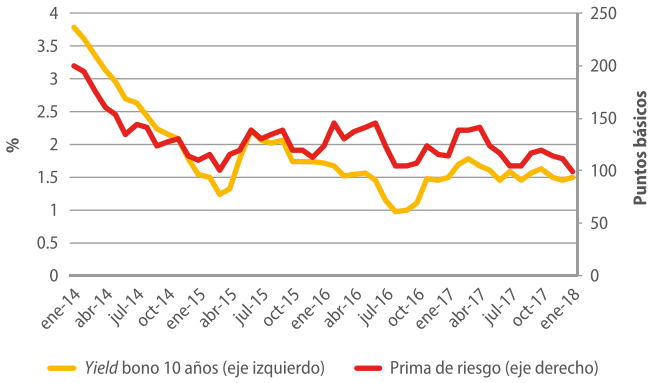
4. Precios de activos financieros

Tras el repunte de la prima de riesgo española a niveles de 130 puntos, provocado por la incertidumbre con el proceso catalán, a finales de enero de 2018 se sitúa en torno a los 80 puntos básicos. En los últimos meses, y particularmente semanas, ha sido destacable la subida de la rentabilidad de la deuda alemana, más que la caída en el tipo de interés de la deuda española.

El mercado de bonos parece empezar a reaccionar a los buenos datos de actividad económica de la eurozona y a las expectativas de una política del BCE menos acomodaticia.

Gráfica 13

Yield del bono español y prima con Alemania



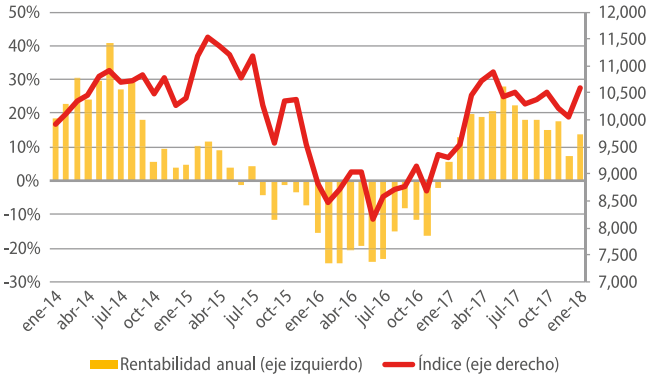
Fuente: Ministerio de Economía. Datos mensuales.

El IBEX 35 cerró los dos últimos meses de 2017 con pérdidas, aunque en el conjunto del año se revalorizó más de un 7%, y de un 11% si incluimos los dividendos. La bolsa europea tuvo una rentabilidad similar, con un desempeño relativo mejor en el segundo semestre, dado que a España en este periodo le pesó el tema catalán. No obstante, es destacable el excelente comportamiento del índice español de pequeñas compañías, que se revalorizó alrededor de un 30%.

El nuevo año comenzó con muy buenas rentabilidades en los principales mercados bursátiles, pero hacia finales de enero comenzó una corrección que los ha llevado a terreno negativo (a fecha de 5 de febrero).

Gráfica 14

IBEX 35



Fuente: Investing.com. Datos mensuales.

5. Tendencias en la evolución de precios

Los últimos datos de inflación de precios muestran escasas presiones inflacionistas, que en caso de existir (por el aumento de precio en las materias primas) están siendo contenidas por la fortaleza del euro.

En el ámbito financiero, la rentabilidad del bono español se ha mantenido sin cambios significativos. La subida de la rentabilidad del bono alemán ha empujado la prima de riesgo por debajo de los 100 puntos básicos. Por su parte, las bolsas europeas y española, que cerraron el 2017 con debilidad, registran un comienzo de año turbulento.

Crédito

1. Activos totales del sistema bancario

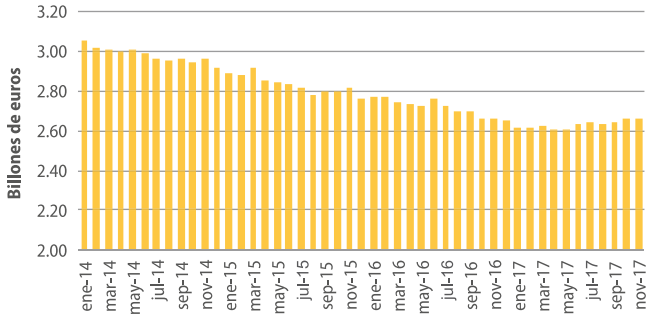
El volumen de activos del sistema crediticio ha repuntado desde los mínimos de muchos años de mayo 2017. En términos interanuales la tasa de crecimiento ha pasado por fin a positivo, algo que no sucedía desde diciembre de 2012.

Como veníamos diciendo en informes anteriores, la reducción de activos del sector bancario podría haber tocado ya suelo.

- Crecimiento interanual del total de activos (noviembre 2017): +0.29% (-5.75 % noviembre 2016)
- Crecimiento 3 últimos meses frente a los 3 anteriores (sep-nov 2017): 0.80% (0.87% jun-ago 2017)

Gráfica 15

Total activos sector bancario



Fuente: Banco de España.

a. Activos de dudoso cobro

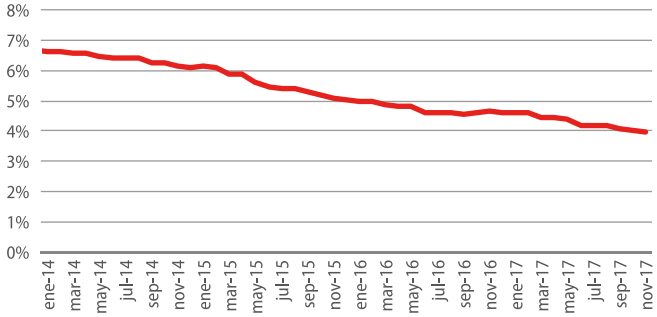
El porcentaje de activos de dudoso cobro sobre el total de activos, que como hemos visto está empezando a repuntar, continúa contrayéndose paulatinamente.

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

- Crecimiento interanual activos dudosos (noviembre 2017): -14.5% (-14.1% noviembre 2016)
- Porcentaje de activos dudosos respecto al total (noviembre 2017): 3.96% (4.64% noviembre 2016)

Gráfica 16

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



Fuente: Banco de España.

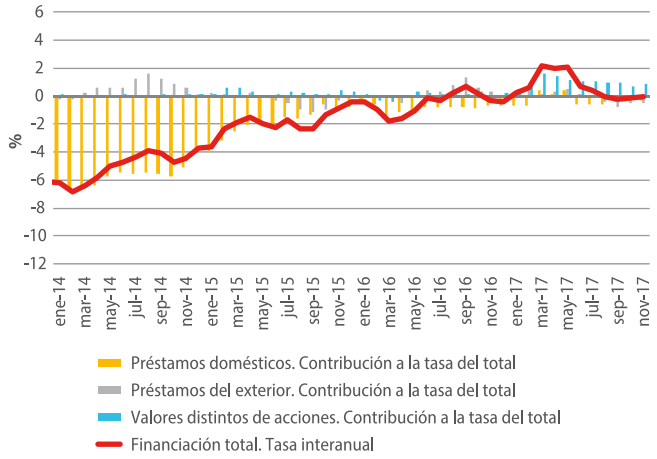
2. Financiación a empresas no financieras

La recuperación del crédito empresarial en términos de crecimiento del stock anual parece frágil. Tras registrar varios meses consecutivos tasas positivas, los últimos meses de 2017 muestran un estancamiento en el stock de crédito total en términos anuales. Solo la partida de valores distintos de acciones mantiene su contribución positiva[1].

- Crecimiento interanual de la financiación a empresas (noviembre 2017): -0.03% (-0.27% noviembre 2016)

Gráfica 17

Evolución de la financiación a empresas según procedencia



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

[1] Esta partida tan solo representa alrededor del 10% del total de la financiación a las empresas. Más del 60% se corresponde a "emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos" (Banco de España).

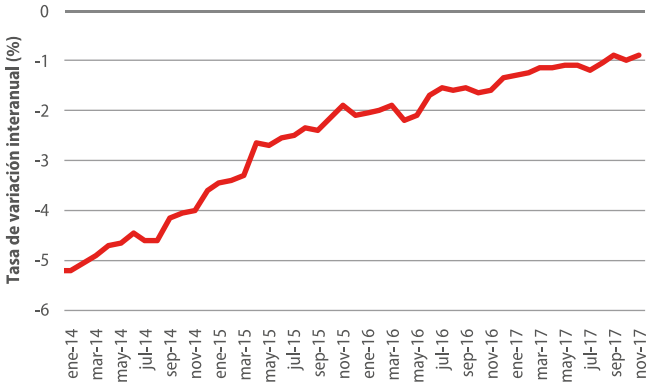
3. Crédito a familias

El stock de crédito a las familias continúa en fase contractiva en términos interanuales, si bien las tasas van acercándose lentamente al terreno positivo.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (noviembre 2017): -0.88% (-1.59% noviembre 2016)

Gráfica 18

Evolución del crédito a familias



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

a. Distribución del crédito a las familias

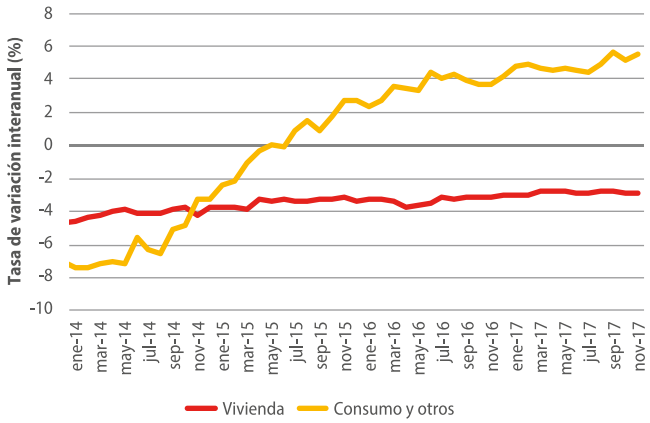
La evolución del crédito a los hogares viene principalmente determinada por el componente de vivienda, que pesa actualmente alrededor del 75% del total.

El crecimiento en los préstamos al consumo se ha acelerado por encima del 5%. El ritmo de contracción del stock de préstamos para vivienda está prácticamente estancado, a medida que todavía se van digiriendo los excesos de la pasada burbuja inmobiliaria. En otras palabras, mientras las nuevas hipotecas sobre vivienda crecen a buen ritmo (en número, un 12% interanual en el acumulado de enero a octubre 2017; en términos de capital prestado, un 19%), la amortización de deuda contraída en el pasado continúa siendo superior.

- Crecimiento interanual stock crédito a vivienda (noviembre 2017): -2.94% (-3.17% noviembre 2016)
- Crecimiento interanual nuevas hipotecas sobre vivienda 3 últimos meses, capital prestado (ago-oct 2017): 22.2% (14.1% ago-oct 2016)
- Crecimiento interanual stock crédito al consumo y otros (noviembre 2017): 5.57% (3.66% noviembre 2016)

Gráfica 19

Desagregación del crédito a familias



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

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

El indicador del spread de la curva de rendimientos (10 años - 3 meses) pretende ser una medida de la magnitud del descalce de plazos (invirtiendo a largo plazo mediante deuda de corto). Este ha permanecido estable alrededor del 2% desde comienzos de año hasta ahora.

A cierre de septiembre (último mes que representamos en el informe anterior) las letras a 3 meses y los bonos a 10 años tenían una tasa de interés del -0.45% y 1.6%, respectivamente; a finales de enero esta era del -0.5% y del 1.41%, respectivamente. Esto es, tanto la deuda a muy corto plazo como a largo plazo ha caído en rentabilidad, con un ligero aplanamiento de la curva (ha caído más la de largo plazo que la de corto).

Gráfica 20

Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo

Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg. Datos a fin de mes.

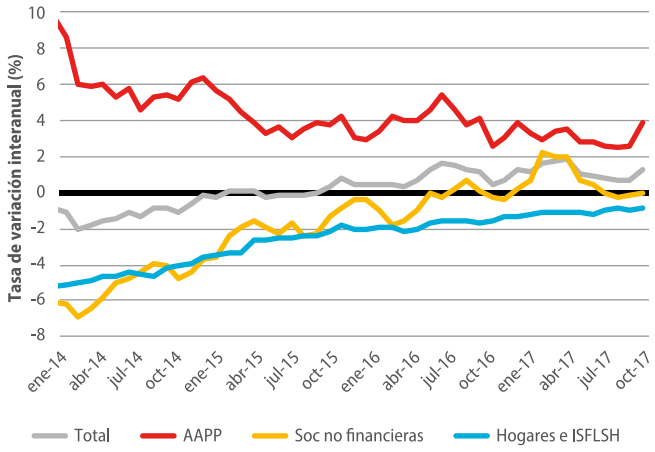
5. Tendencias en la extensión de crédito

Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de enero de 2018 [2], por el lado de la oferta, en el 4T los criterios de aprobación de préstamos se relajaron en cierta medida para la financiación a los hogares, tanto en la destinada a la adquisición de vivienda como en la concedida para consumo y otros fines, mientras que en el segmento de la financiación a las sociedades no se presentaron cambios.

Por el lado de la demanda, en este mismo periodo la solicitud de préstamos habría aumentado por parte de los hogares, tanto para vivienda como para consumo y otros fines, mientras que se habría mantenido estable en el caso de las sociedades. Esta estabilidad en la demanda de crédito por parte de las empresas se debe en parte al mayor recurso a otras fuentes de financiación, como es la financiación con recursos propios o la emisión de bonos.

Gráfica 21

Financiación a los sectores no financieros



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

El crecimiento de la financiación agregada a los sectores no financieros ha repuntado en noviembre por la partida de las Administraciones Públicas. Pero la financiación al sector privado se mantiene estancada respecto al año anterior.

En línea con lo que venimos comentando en informes previos, esperamos una gradual mejora en la concesión de crédito al sector privado en el medio plazo. Las dinámicas positivas en la actividad y el empleo, así como en la confianza de los agentes y las políticas en curso del BCE, son factores que deberían apoyar, tanto a la oferta como a la demanda de crédito. En particular, esta mayor confianza puede redundar en incrementos de la inversión que hagan necesario el recurso al crédito por parte de las empresas. Por el contrario, por un lado, los niveles de endeudamiento son aún abultados (lo que se refleja en la continuada contracción interanual del stock de préstamos destinados a vivienda pese al buen comportamiento en la concesión de hipotecas nuevas), y por otro, la banca mantiene todavía un porcentaje elevado de activos dudosos. Por ello, tampoco esperamos un repunte significativo.

- Crecimiento interanual financiación total a sectores no financieros (noviembre 2017): 1.3% (0.49% noviembre 2016)

Sector público

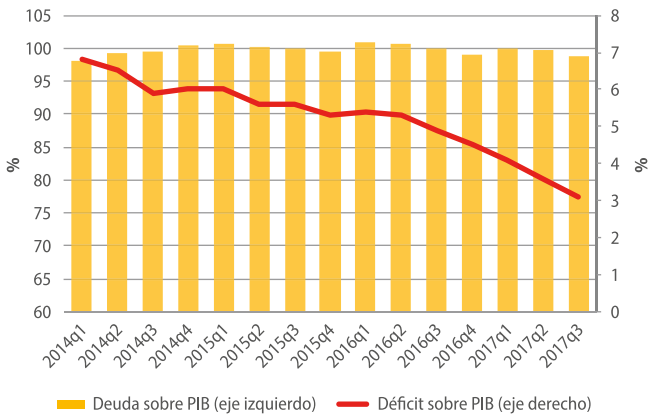
La reducción del déficit público continúa a buen ritmo. En el acumulado de 2017 hasta octubre, el déficit de las Administraciones Públicas, (excluyendo las Corporaciones Locales) se ha reducido en un 41% respecto al mismo periodo del año anterior. En términos del PIB, la caída es de 1.26 puntos porcentuales, pasando del 2.91% al 1.65%. Esta positiva evolución se ha debido al crecimiento de los ingresos en casi un 5%, mientras que los gastos se han mantenido prácticamente sin variación.

Incluyendo las Corporaciones Locales y teniendo en cuenta los tres primeros trimestres del año, el déficit de las AAPP sobre el PIB sería solo del 1.5% en 2017, mientras que fue del 2.9% en este mismo periodo en 2016.

Como comentamos en el anterior informe, todo apunta a que se vaya a cumplir el objetivo de déficit de cerrar 2017 por debajo del 3.1%.

Gráfica 22

Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

[2] Esta encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda de crédito en el cuarto trimestre de 2017, así como sobre las perspectivas para los tres primeros meses del presente año. Véase "Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2018", Banco de España: https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T1/Fich/beaa1801-art3.pdf

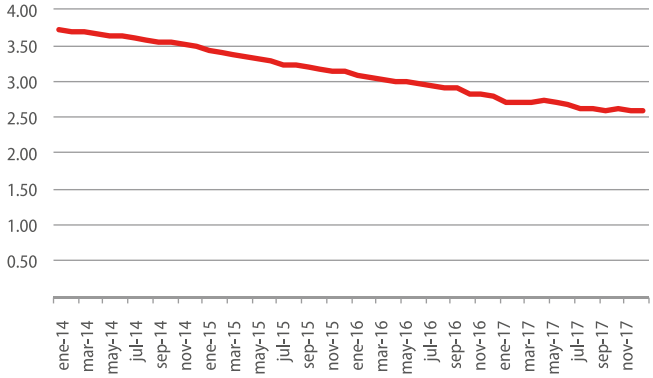
El cociente de deuda pública sobre PIB se reduce ligeramente en el 3T, en más de una décima respecto al segundo trimestre, hasta el 98.7%.

- Déficit en términos de PIB acumulado del año excluyendo Corporaciones Locales hasta (octubre 2017): 1.65% (2.91% octubre 2016)
- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (3T 2017): 3.1% (4.9% 3T 2016)
- Deuda sobre PIB (3T 2017): 98.7% (99.8% 2T 2017)

El tipo de interés medio total de la deuda del Estado continúa su suave descenso, aunque en los últimos meses de 2017 parece haberse estabilizado en torno a niveles del 2.6%. Recordemos que esta caída de los costes de financiación del Estado es un elemento significativo que sigue favoreciendo las cuentas públicas españolas, pero que no durará eternamente.

Gráfica 23

Tipo de interés medio total de la deuda en circulación del Estado



Fuente: Tesoro Público.

Sector exterior

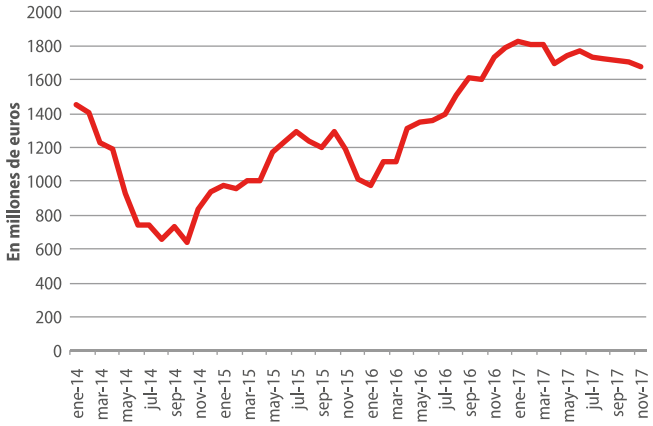
1. Balanza por cuenta corriente

Como era de esperar, continúa reduciéndose el saldo superavitario de la cuenta corriente por el aumento del déficit comercial. En términos de los últimos 12 meses hasta noviembre 2017, el superávit corriente se reduce un 3.4%. En términos de PIB representa el 1.72%.

- Saldo cuenta corriente (acumulado ene-nov 2017): 20,124 millones de euros (20,840M€, ene-nov 2016)

Gráfica 24

Saldo de la cuenta corriente

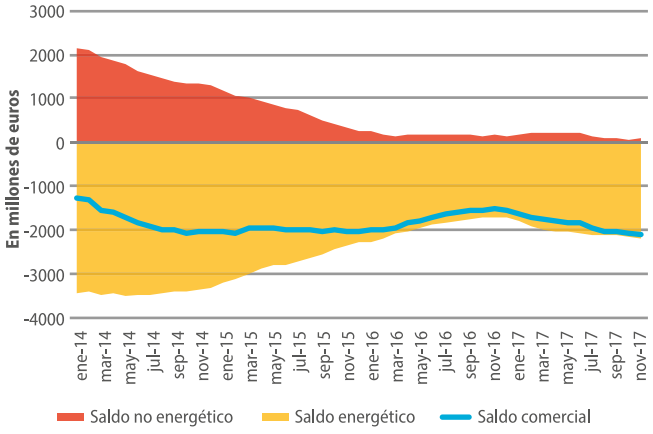


Fuente: Banco de España. Los datos son una media móvil de 12 meses.

Como ya hemos explicado en anteriores ocasiones, el aumento interanual de los precios del petróleo provoca que el déficit comercial energético en 2017 aumente muy sustancialmente: un 31% interanual en el acumulado del año hasta noviembre. Este hecho, junto con (en menor medida) el aumento del déficit no energético, explican que el déficit comercial se haya incrementado casi en un 40% frente a los primeros once meses de 2016.

Gráfica 25

Descomposición del saldo comercial



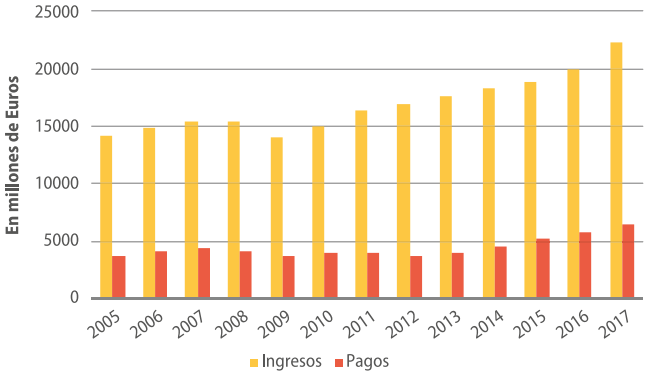
Fuente: Ministerio de Economía. Los datos son una media móvil de 12 meses.

En cambio, el saldo de los servicios de la cuenta corriente aumenta un 10% interanual, debido principalmente al excelente comportamiento del turismo. Ello compensa parte del aumento del déficit comercial sobre la evolución de la cuenta corriente.

Para mejor perspectiva del comportamiento del turismo, se puede observar cómo los ingresos por entrada de turistas se han incrementado en un 11.5% en el verano de 2017 respecto al del año anterior.

Gráfica 26

Ingresos y pagos por turismo en el tercer trimestre (verano)



Fuente: Banco de España.

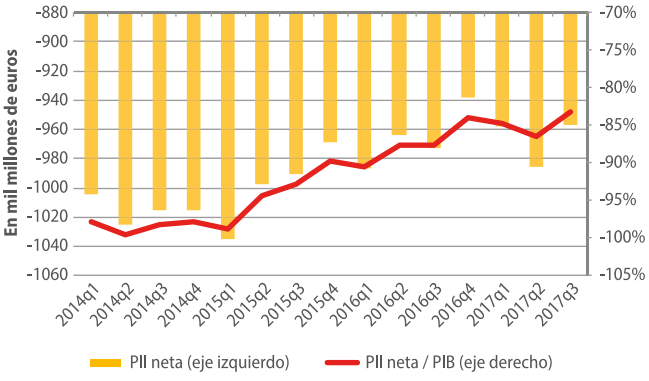
2. Posición financiera internacional

En el 3T 2017 se redujo la posición deudora frente al exterior, tras dos trimestres consecutivos en que se había incrementado ligeramente. Buena señal, pero como siempre decimos, la elevada cuantía de este indicador muestra la fragilidad externa de la economía española ante episodios futuros de inestabilidad financiera internacional.

- Posición financiera internacional neta/PIB (3T 2017): -83.2% (-86.5% 2T 2017)

Gráfica 27

Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

3. Balanza financiera

En la cuenta financiera del acumulado de enero a noviembre de 2017 la diferencia entre la variación neta de activos y la de pasivos apenas cambia respecto al año anterior: 22,000 millones. Pero sí hay cambios en la composición.

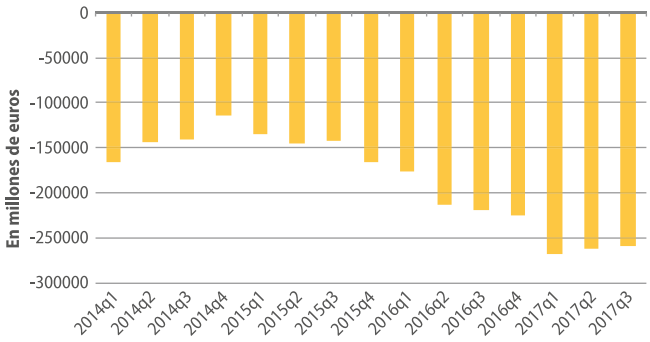
Concretamente, existen grandes movimientos si desagregamos por el papel del Banco de España. Si lo excluimos, el saldo en el acumulado de enero a noviembre de 2017 registró un aumento de los activos netos frente al exterior (salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior) de 50,000 millones de euros, frente a los más de 78,000 millones del mismo periodo de 2016.

Por otro lado, el papel del Banco de España compensó este saldo positivo con entradas de fondos por cerca de 28,000 millones. Esto se debe al aumento de la posición deudora neta del banco central español frente al Eurosistema, cuyo origen principal es el programa de compras del BCE. Pero esta cifra de 28,000 millones está muy por debajo de los más de 56,000 millones que entraron en el mismo periodo en 2016, debido a la reducción del ritmo de compras por parte del BCE que empezó en abril de 2017 (pasando de 80,000 millones/mes a 60,000).

En este sentido, puede observarse cómo la posición deudora neta del Banco de España se ha reducido ligeramente por segunda vez consecutiva en el 3T 2017.

Gráfica 28

Posición neta del Banco de España frente al Eurosistema

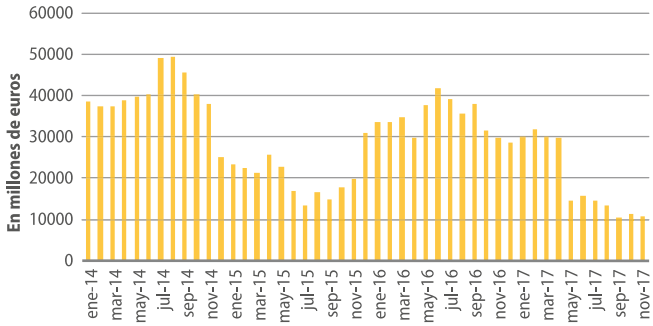


Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

La evolución reciente de la inversión directa en España se ha deteriorado considerablemente. En el periodo de tres meses de septiembre a noviembre las entradas netas han sido negativas por 3,200 millones de euros, frente a los -540 del mismo periodo del año anterior.

Gráfica 29

Entradas netas por inversión directa en España



Fuente: Banco de España. Datos acumulados 12 últimos meses.

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.