

INFORME TRIMESTRAL  
**ESPAÑA**

La amenaza inflacionaria

**ENERO - MARZO 2017**

Autor: Ángel Martín Oro

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

T1 2017 ES

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO

# ESPAÑA

## INDICADOR

Posición liquidez SF	Desapalancamiento
Posición liquidez familias	Desapalancamiento
Posición liquidez empresas	Estable
Volumen de crédito	ligero crecimiento por sector público
Cantidad dinero	Crecimiento acelerado y de dos dígitos de M1
Actividad económica	Crecimiento sólido y estabilizado
Demanda consumo cíclico	Expansión

## INDICADOR

Empleo	Expansión, aunque paro muy elevado
Beneficios empresariales	Crecimiento, revisiones al alza
Precios	Fuerte repunte por componente energético; subyacente estable
Tipos de interés	Leve repunte en el tramo largo
Curva de tipos	Spread positivo, relativamente estable
Déficit público	Nivel todavía alto, pero cayendo, cumplirá objetivo 2016
Situación general	Fase de expansión. Riesgos: déficit público



# Actividad económica y empleo

## 1. Actividad económica

### a. PIB

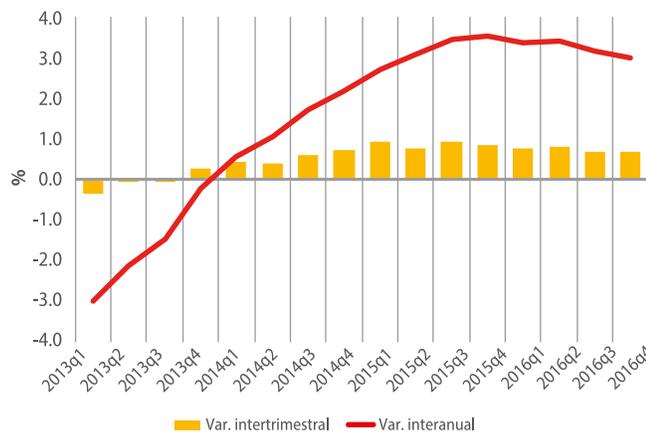
El crecimiento se desacelera levemente en el cuarto trimestre hasta el 3% interanual, principalmente por el descenso en la tasa de crecimiento del gasto público (del 0.8% 3T al 0% 4T). El año 2016 cierra con un crecimiento estimado del 3.2%, igual que el año anterior.

Las estimaciones de cara a 2017 vienen revisándose al alza, como la de la OCDE, que prevé un crecimiento del 2.5%, en línea con el gobierno.

- Crecimiento PIB intertrimestral (4T 2016) 0.7% (0.7% 3T 2016)
- Crecimiento PIB interanual (4T 2016): 3% (3.2% 3T 2016)

Gráfica 1

### Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

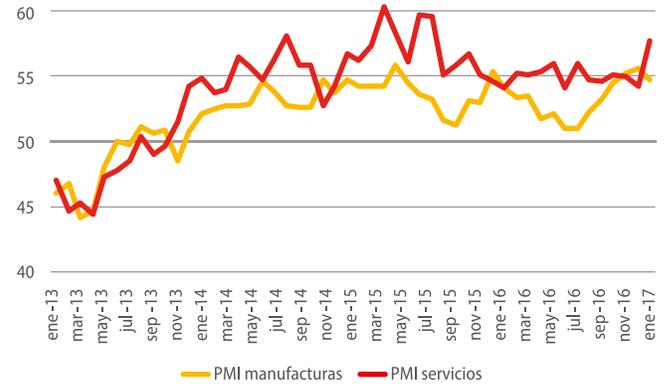
### b. PMIs

Los Índices de Gestión de Compras repuntan en los últimos meses, adelantando buenos datos de actividad para el primer trimestre de 2017. El sector manufacturero ha recuperado el dinamismo tras la desaceleración de la primera mitad del año pasado. Por su parte, el sector servicios registró en febrero el aumento más rápido de los nuevos pedidos y la actividad comercial en año y medio.

- PMI Manufacturas (promedio 4T 2016): 54.4 (3T 2016: 51.4)
- PMI Servicios (promedio 4T 2016): 54.9 (3T 2016: 54.9)

Gráfica 2

### Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit.

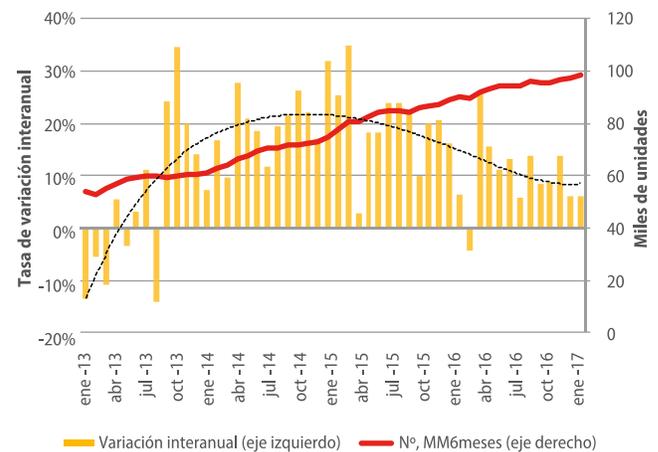
### c. Demanda de sectores cíclicos

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

Los datos de matriculación de automóviles muestran una leve desaceleración, pero continúa la expansión.

Gráfica 3

### Matriculación de automóviles

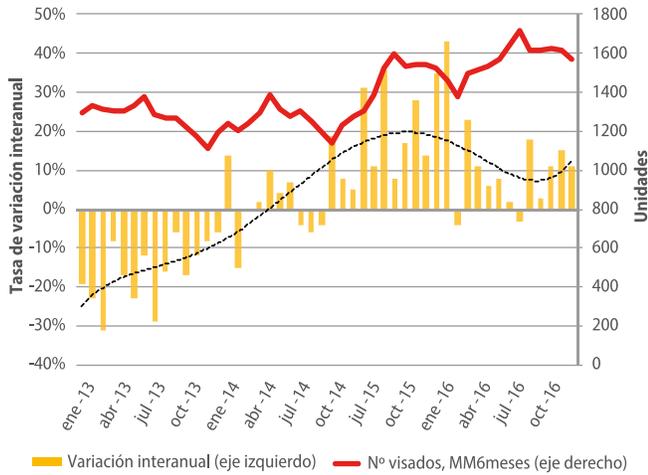


Fuente: Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC).

Los visados de obra nueva registran un comportamiento positivo en el último trimestre de 2016 en un entorno político con mayor visibilidad, como adelantamos en el [anterior informe](#).

Gráfica 4

## Visados de dirección de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento.

## 2. Empleo

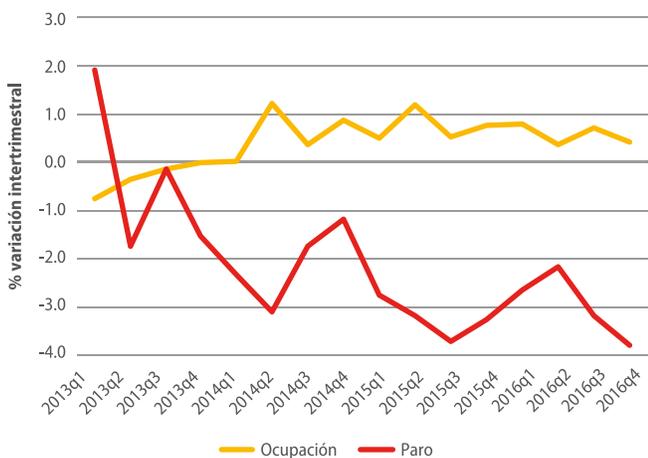
El buen comportamiento del mercado laboral sigue su curso, aunque registra cierta desaceleración en el cuarto trimestre de 2016 según la EPA. A diferencia del mismo periodo de 2014 y 2015, en el de este último año el número de ocupados ha descendido, particularmente en el sector público. La tasa anual de la evolución del empleo público cae en negativo en el 4T 2016 por primera vez desde el 3T 2014. En los últimos doce meses la ocupación se ha incrementado en 428,500 personas en el sector privado, mientras que ha caído en 14,600 en el público.

Los datos de afiliados a la Seguridad Social, en cambio, no muestran esta desaceleración en el 4T 2016, al tiempo que los últimos datos conocidos de Febrero 2017 sugieren un buen comienzo de año.

- Tasa de Desempleo (4T 2016): 18.6% (20.9% 4T 2015).
- Tasa de Actividad (4T 2016): 58.9% (59.4% 4T 2015).
- Variación del empleo últimos 12 meses (4T 2016): +2.3% (+2.65% 3T 2016).

Gráfica 5

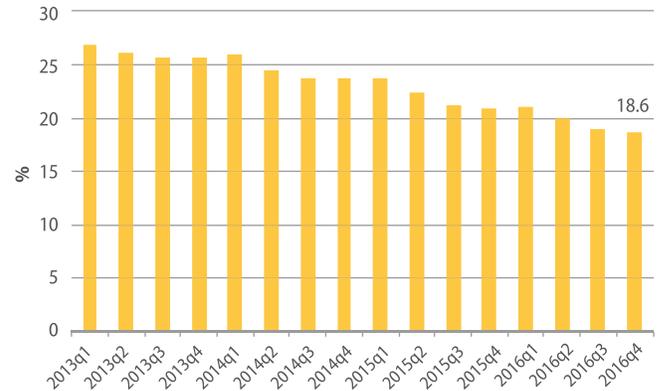
## Tasas de variación del empleo



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

Gráfica 6

## Tasa de desempleo



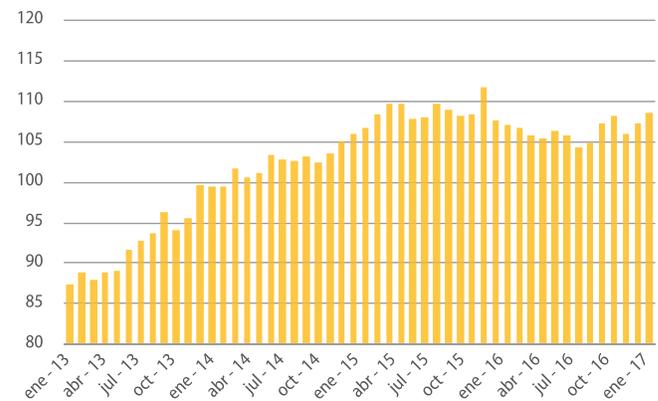
Fuente: INE. Encuesta de población activa.

## 3. Tendencias en actividad económica y empleo

Tras el repunte de la confianza de los agentes económicos entre Septiembre y Noviembre 2016 fruto de la mayor certidumbre política y el mejor entorno global, en los últimos meses se consolidan esos altos niveles.

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.

La economía española avanza a paso firme y sin grandes novedades, con un crecimiento del 3% anual. Datos como el PIB o el empleo EPA del cuarto trimestre sorprendieron ligeramente a la baja, en parte por las Administraciones Públicas. Éstas registraron nulo crecimiento del gasto, frente al aumento del 0.8% anual en el anterior trimestre, y el número de empleados públicos se contrajo en términos interanuales.

Las estimaciones de cara a 2017, en cambio, se han revisado al alza y los datos adelantados auguran un buen primer trimestre.

# Inflación y precios

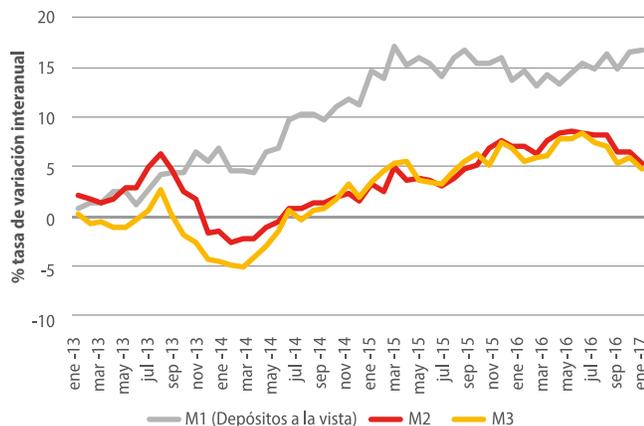
## 1. Agregados monetarios

El crecimiento de los agregados monetarios muestra una pequeña divergencia en los últimos meses. Mientras que la M1 o los depósitos a la vista aceleran su crecimiento, las magnitudes más amplias como M2 y M3 se desaceleran. Conviene tener presente que el agregado M1 es el más cíclico de los tres, dado que M2 y M3 incluyen componentes más estables.

- M1: Media de la variación interanual 3 últimos meses (4T 2016): +16% (+14.9% 3T 2016).
- M2: Media de la variación interanual 3 últimos meses (4T 2016): +7% (+8.4% 3T 2016).
- M3: Media de la variación interanual 3 últimos meses (4T 2016): +6.1% (+7.95% 3T 2016).

Gráfica 8

## Agregados monetarios España (excluido efectivo)



Fuente: Banco de España.

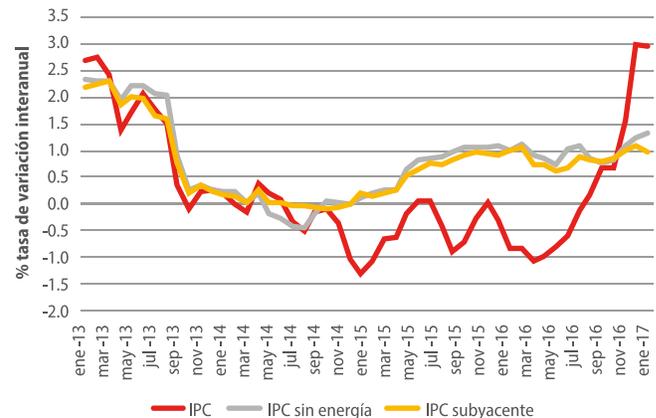
## 2. Índice de precios al consumidor

La tasa de variación anual del IPC ha continuado repuntando con fuerza en los últimos meses hasta el 3%, debido al aumento de los precios de la energía. Este es un efecto temporal, en buena parte causado por las muy bajas bases comparativas del año anterior (enero de 2016 vio los mínimos del petróleo por debajo de los 30\$).

La tasa que excluye el componente energético se mantiene relativamente estable desde hace año y medio, pese al repunte reciente. Este se debe principalmente a los alimentos no elaborados (en febrero ha sido el factor que más ha contribuido al alza en la tasa anual del IPC), como ilustra la divergencia entre el IPC ex-energía y el subyacente.

Gráfica 9

## Índice de precios al consumo

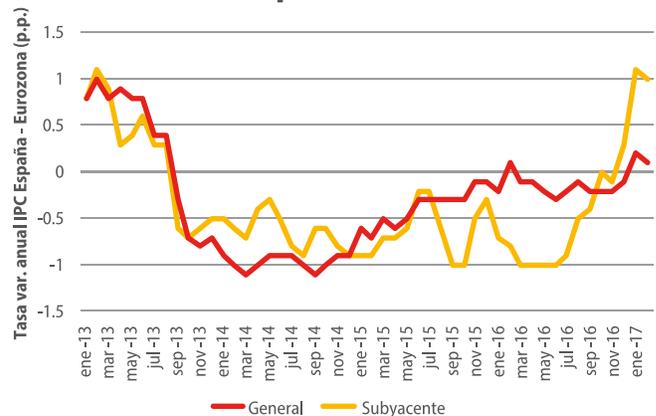


Fuente: INE y Ministerio de Economía y Competitividad.

El incremento en la tasa de inflación en España ha sido mayor que en la eurozona, y la primera se sitúa un 1 punto porcentual por encima de la segunda.

Gráfica 10

## Diferencial IPC España con la eurozona

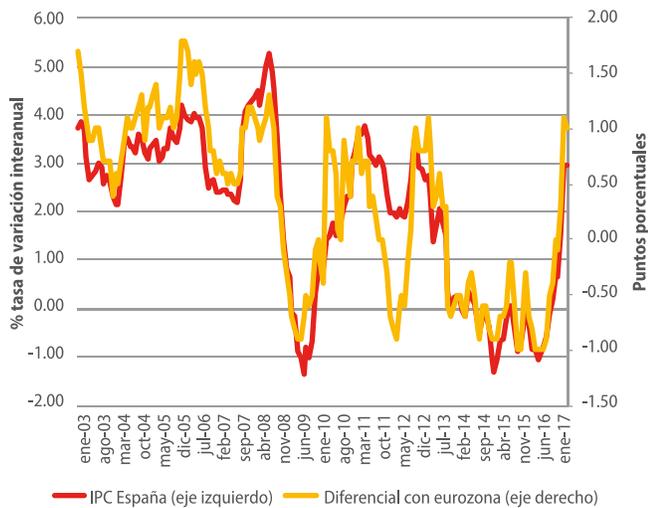


Fuente: Eurostat.

Como ya observamos en el [anterior informe](#), la correlación entre la evolución de este diferencial y la tasa de variación del IPC español continúa cumpliéndose. En entornos de crecimiento de los precios, España genera mayor inflación que la eurozona. En entornos de caída de precios, este diferencial se reduce e incluso pasa a negativo. En esta relación, los precios de la energía y su influencia relativa sobre ambas economías juegan un importante papel.

Gráfica 11

### Correlación inflación España vs. diferencial con EZ



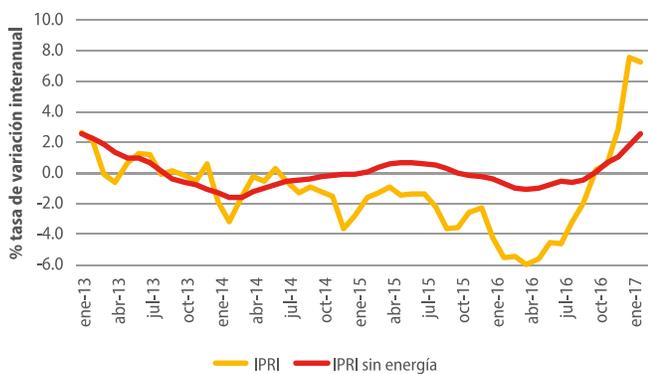
Fuente: Elaboración propia a partir de INE y Eurostat.

### 3. Índice de precios industriales

El fuerte repunte también se produce en las tasas de variación anual de los precios industriales, liderado por el componente de la energía (+23%). En este caso, aún excluyéndolo, observamos una clara tendencia al alza apoyada por la categoría de bienes intermedios (+4%) y, en menor medida, de bienes de consumo no duradero (+2%)<sup>1</sup>.

Gráfica 12

### Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía y Competitividad.

<sup>1</sup> Estas categorías se clasifican según el destino económico de los bienes industriales fabricados.

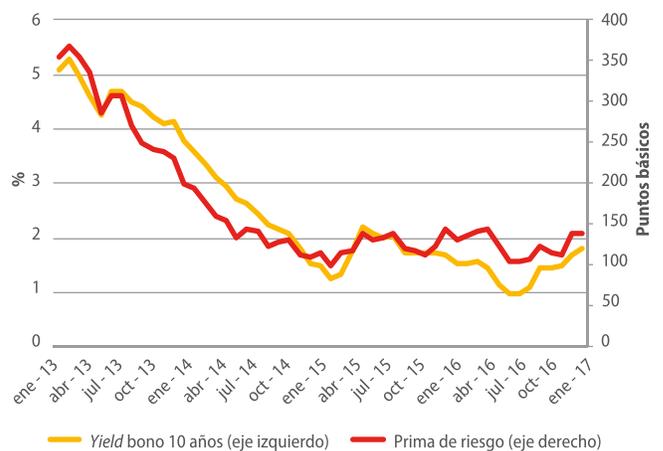
### 4. Precios de activos financieros

La rentabilidad del bono a 10 años continúa repuntando, desde los mínimos por debajo del 1% que marcó en agosto 2016 hasta el 1.8% actual. El movimiento de subida de rentabilidades ha sido generalizado, también en el bund alemán que ha pasado de ligeramente negativo en verano 2016 a 0.4%. Esto se debe a un entorno global de incremento de la tasa de inflación y de la actividad, que ha propiciado una mejora en el sentimiento de los agentes económicos que han optado por activos de riesgo frente a la renta fija gubernamental.

En este sentido, la bolsa española se ha comportado de forma muy positiva desde los mínimos post-Brexit. En los primeros meses de 2017 es uno de los mercados desarrollados más rentables (10% YTD, hasta el 24 de marzo). El Ibex 35 presenta retornos del 18% en términos anuales. El buen comportamiento de la banca y valores clave en el Ibex 35 como Telefónica son factores relevantes, donde Latinoamérica tiene un peso considerable.

Gráfica 13

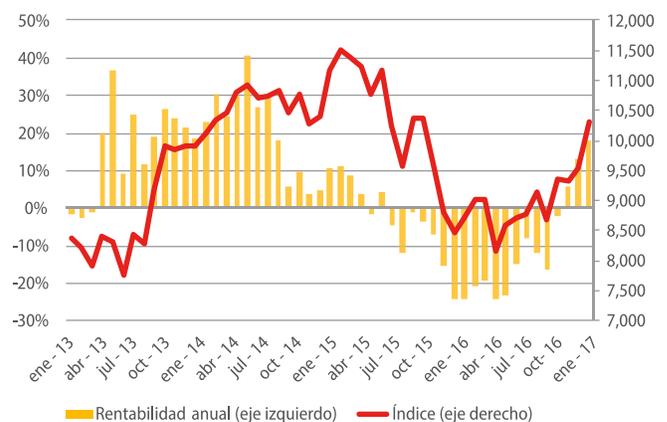
### Yield del bono español y prima con Alemania



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

Los temores a la deflación ya están totalmente enterrados. Ahora, en cambio, parecería que estamos en el escenario contrario, donde la inflación elevada es la amenaza, con una tasa anual del 3% en el IPC. Pero como venimos diciendo repetidamente en anteriores informes, la evolución de la inflación de precios sigue estando marcada por los precios de la energía. Las presiones inflacionarias apenas se dejan notar en el indicador subyacente, que excluye los elementos más volátiles como son los alimentos no elaborados y los productos energéticos.

En el lado financiero, el mercado parece coincidir con este diagnóstico de ausencia de fuertes presiones inflacionarias, y los tipos de interés de la deuda a largo plazo repuntan, pero lo hacen gradualmente. Por su lado, la renta variable española ha empezado a reflejar el crecimiento económico y de beneficios, las mejores expectativas y menor aversión al riesgo de los inversores, ante un entorno global más favorable.

## Crédito

### 1. Activos totales del sistema bancario

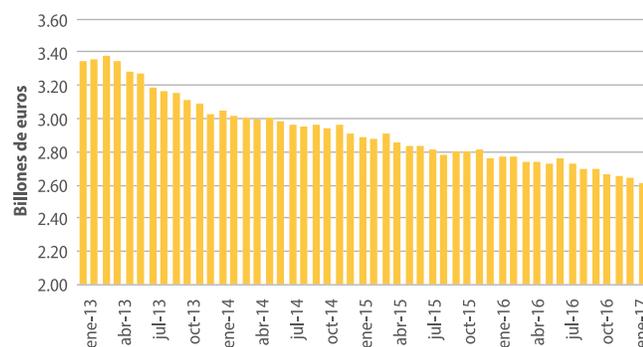
En el primer mes de 2017 el total de activos del sector bancario ha vuelto a marcar un nuevo mínimo, que no se veía desde comienzos de 2007. La caída desde el máximo en Junio 2012 ya es del 26%.

Las tasas de contracción interanual se han acelerado en los últimos meses si las comparamos con la moderación del periodo de verano de 2016.

- Crecimiento interanual del total de activos (enero 2017): -5.45% (-4.15% 2016)

Gráfica 15

### Total activos sector bancario



Fuente: Banco de España.

#### a. Activos de dudoso cobro

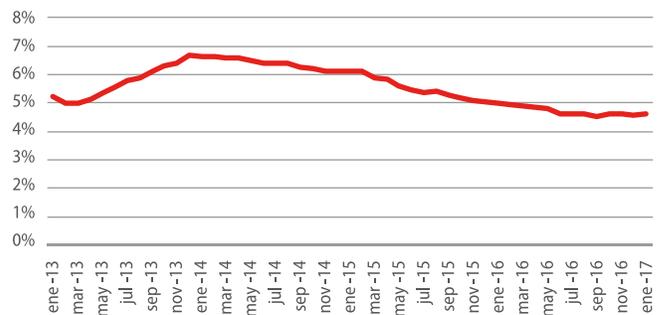
El ritmo de reducción de los activos dudosos se ha moderado, mientras que el volumen de activos dudosos respecto al total se ha estancado en los últimos meses.

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 superó el 1% hasta Junio de 2008.

- Crecimiento interanual activos dudosos (enero 2017): -12.8% (-21.9% enero 2016)
- Porcentaje de activos dudosos respecto al total (enero 2017): 4.6% (5% enero 2016)

Gráfica 16

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



Fuente: Banco de España.

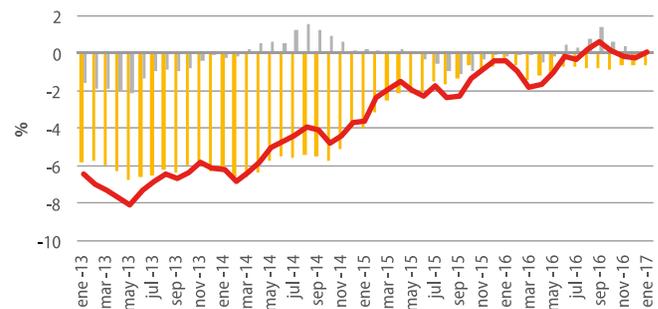
### 2. Crédito a empresas no financieras

El crédito a empresas no financieras ha dejado de contraerse y se mantiene estable en términos interanuales. El crecimiento de los préstamos del exterior, que impulsó la recuperación del crédito empresarial en el 3T 2016, se ha ralentizado en los últimos meses. En cambio, la contribución negativa de las entidades de crédito domésticas se ha reducido.

- Crecimiento interanual del crédito a empresas (enero 2017): +0.09% (-0.42% enero 2016)

Gráfica 17

### Evolución del crédito a empresas según procedencia



- Préstamos de entidades de crédito y titulizados fuera de balance. Contribución a la tasa del total.
- Préstamos del exterior. Contribución a la tasa del total.
- Financiación total. Tasa interanual.

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

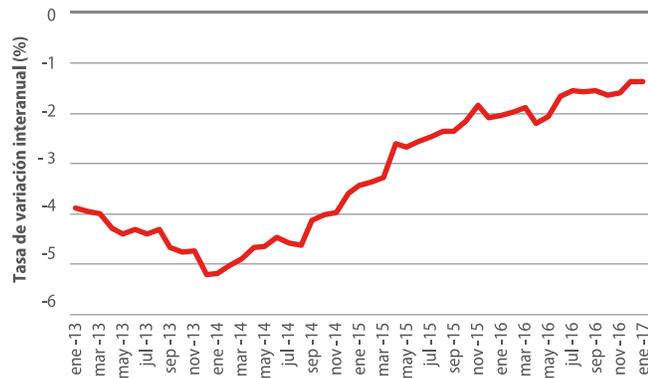
### 3. Crédito a familias

El stock de crédito a las familias continúa en fase contractiva en términos interanuales.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (enero 2017): -1.36% (-2.04% enero 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

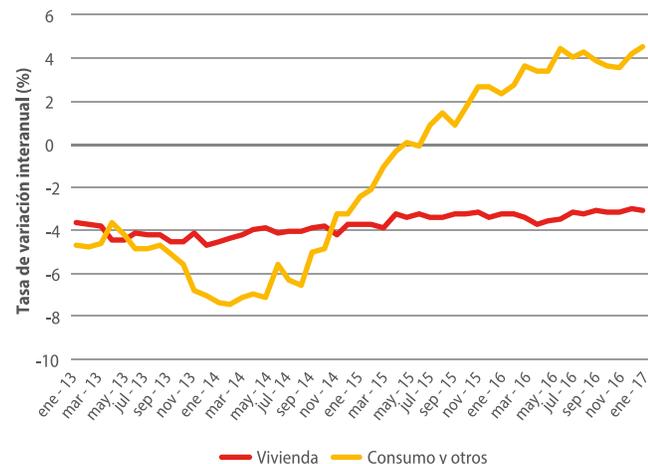
La evolución del crédito a los hogares viene principalmente determinada por el componente de vivienda, que pesa entre un 75-80% del total.

El crédito al consumo es la partida que lidera la tendencia positiva, con una ligera aceleración en los últimos meses. El ritmo de contracción del stock de préstamos para vivienda, en contraste, se desacelera muy lentamente.

- Crecimiento interanual crédito a vivienda (enero 2017): -3.07% (-3.27% enero 2016)
- Crecimiento interanual crédito al consumo y otros (enero 2017): 4.55% (2.38% enero 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 medir la magnitud del descalce de plazos. Éste se ha movido ligeramente al alza en los últimos meses, consecuencia del pequeño repunte en las rentabilidades de la deuda a largo plazo. Si comparamos la situación actual (finales de marzo) con cuatro meses atrás, los tipos a 3 meses han permanecido prácticamente sin cambios, mientras que los tipos a 10 años han subido del 1.55% al 1.72%. El *spread* se mantiene en el entorno del 2%.

Gráfica 20

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



Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg.

### 5. Tendencias en la extensión de crédito

El crecimiento de la financiación agregada a los sectores no financieros repunta desde los niveles de noviembre a consecuencia de la mayor contribución positiva de las AAPP. La deuda del sector público crece a casi el 4% interanual en enero 2017. El sector privado, en cambio, continúa contribuyendo de forma negativa. En agregado, las amortizaciones de deuda son todavía superiores al crédito nuevo concedido. Pero esto ya solo sucede prácticamente en materia de vivienda, dado que el stock de crédito empresarial y de crédito al consumo registran tasas positivas, por muy tímidas que sean en el primer caso, como hemos visto arriba.

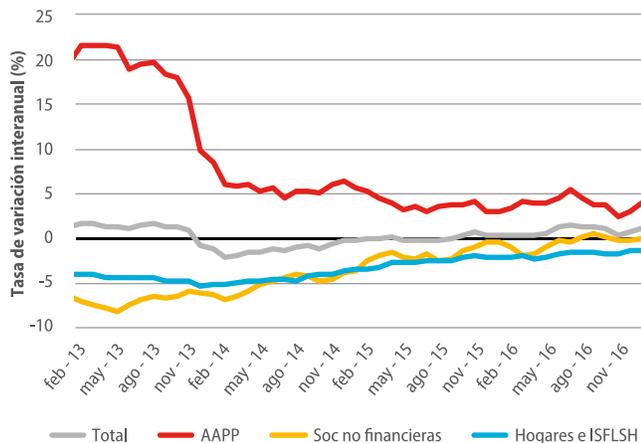
En línea con lo que venimos diciendo en anteriores informes, preveamos una gradual mejora en la concesión de crédito al sector privado en el medio plazo. Las dinámicas positivas en la actividad y el empleo, así como en la confianza de los agentes y las políticas en curso del BCE, son factores que deberían apoyar, tanto a la oferta como a la demanda de crédito. Por el lado contrario, por un lado, los niveles de endeudamiento son aún abultados, y por otro, la banca mantiene todavía un porcentaje elevado de activos dudosos. Por ello, no esperamos un repunte notable.

Pensamos que es muy positivo que, en este contexto de sano desapalancamiento del sector privado, el crecimiento de la economía española esté siendo sólido.

- Crecimiento interanual financiación total a sectores no financieros (enero 2017): 1.23% (0.43% enero 2016)

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.

## Sector público

Mejora el comportamiento del déficit público en el tercer trimestre de 2016. Los gastos del trimestre se han mantenido estables respecto al año anterior, mientras que los ingresos crecen un 4%. En los tres primeros trimestres de 2016, los ingresos crecen un 1.2% y los gastos un 0.6% interanual, frente al -0.3% y 0.8%, respectivamente, de los dos primeros trimestres.

Los datos de frecuencia mensual nos ofrecen información hasta final de noviembre, sin incluir las corporaciones locales. En este periodo el déficit se reduce un 4.2% frente al mismo periodo de 2015 en términos absolutos, y 0.3 puntos inferior sobre el PIB (de -3.8% a -3.5%). Estos resultados positivos se deben a la reducción importante del déficit de la Administración Regional, mientras que la Administración Central lo ha incrementado. Si descontamos las ayudas al sector financiero, que como comentamos en el [anterior informe](#) introducen un sesgo en la comparación de 2016 frente a 2015, la reducción sería del 8.7% en términos absolutos, o de 0.46 puntos en la ratio sobre PIB (de -3.79% a -3.33%)<sup>2</sup>.

Esta evolución positiva del déficit parecería haber continuado en la última parte del año. A falta de conocer los datos definitivos de 2016, desde el gobierno se ha afirmado recientemente que el déficit habría sido ligeramente inferior al

<sup>2</sup> El saldo neto de las ayudas a instituciones financieras fue de 2,336 millones de euros entre enero y noviembre de 2016, frente a solo 482 el año anterior.

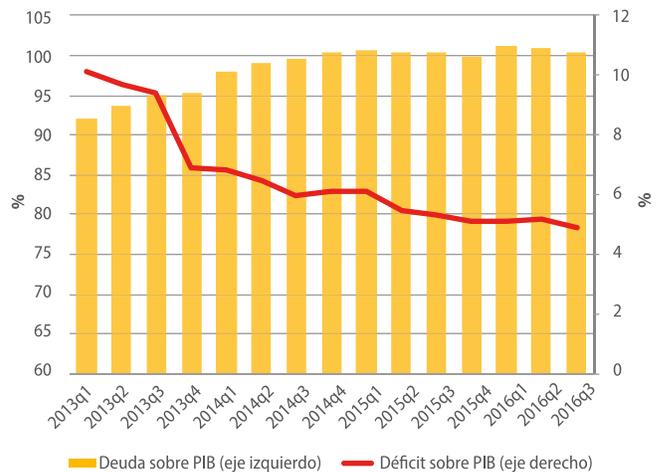
objetivo comprometido con la Comisión Europea del 4.6% (frente al 5.1% en 2015)<sup>3</sup>.

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

- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (3T 2016): 4.9% (5.3% 3T 2015)
- Deuda sobre PIB (3T 2016): 100.3% (101% 2T 2016)

Gráfica 22

## Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

El tipo de interés medio total de la deuda del estado, del 2.7% en febrero 2017, sigue descendiendo respecto al año anterior (3%), con el consiguiente impacto positivo de ahorro para las finanzas públicas en los últimos años. Este descenso, en cambio, se ha ralentizado en los últimos meses, y en febrero sube ligeramente frente a enero. Un movimiento lógico teniendo en cuenta el repunte en las rentabilidades de la deuda a largo plazo.

## Sector exterior

### 1. Balanza por cuenta corriente

En los últimos meses de 2016 el superávit por cuenta corriente ha continuado incrementándose, cerrando el año en un 2% del PIB frente al 1.4% del 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 disminuyó en 2016 un 38% frente a 2015, mientras que el saldo no energético empeoró.

Pero esto, como ya alertamos en previos informes, está cambiando a medida que los incrementos en el precio de la energía se van filtrando en las comparativas de los datos de comercio

<sup>3</sup> Ver noticia: [http://economia.elpais.com/economia/2017/03/22/actualidad/1490178679\\_927607.html](http://economia.elpais.com/economia/2017/03/22/actualidad/1490178679_927607.html)

exterior<sup>4</sup>. Los datos de Aduanas conocidos para enero 2017 muestran un incremento del déficit comercial (+31% frente a enero 2016) debido al mayor déficit energético (+58%).

- Saldo cuenta corriente 2016: 2% PIB (1.4% PIB, 2015)

Gráfica 23

### Saldo de la cuenta corriente



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

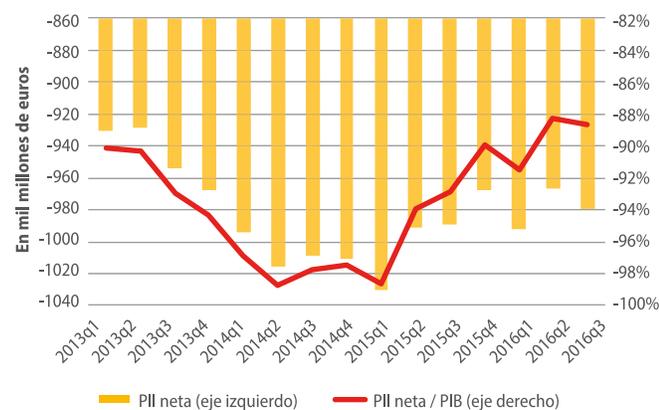
## 2. Posición financiera internacional

En el tercer trimestre de 2016 se interrumpe el modesto avance en la reducción de la posición deudora frente al exterior de los últimos trimestres, y se deteriora ligeramente. 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 (3T 2016): -88.7% (-88.3% 2T 2016)

Gráfica 24

### Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

<sup>4</sup> Sobre el impacto del precio del petróleo en el saldo exterior, es recomendable leer estos dos análisis: <http://www.libremercado.com/2017-01-12/como-afectara-la-subida-del-petroleo-a-la-economia-espanola-1276590237/> y <https://inbestia.com/analisis/la-balanza-comercial-espanola-y-el-precio-del-petroleo>

## 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).

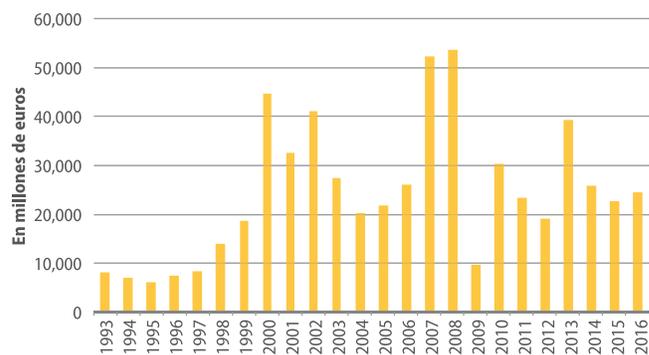
Excluyendo el Banco de España, el saldo en 2016 registró un aumento de los activos netos frente al exterior (salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior) de 87,600 millones de euros, frente a los 65,300 millones de 2015. En este aumento del saldo respecto al año anterior la principal contribución positiva fue de las inversiones de cartera (pasaron de -5,900 (entradas) en 2015 a 33,700 (salidas) millones en 2016), mientras que la inversión directa y otras inversiones contribuyeron en negativo.

Aumentó la posición deudora neta del Banco de España frente al Eurosistema. Esta registró en 2016 entradas de financiación por 59,700 millones de euros (saldo negativo), frente a las entradas de 50,900 en 2015. El aumento en la adquisición de activos españoles en el marco del programa de compras del BCE es el principal factor detrás de estos datos.

Respecto a la evolución de la inversión directa, el dato provisional de 2016 señala un ligero repunte respecto al año anterior, pero todavía por debajo de 2014 y, por mucho margen, de 2013.

Gráfica 25

### Entradas netas por Inversión directa en España



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.