

INFORME TRIMESTRAL
ESPAÑA

¿Desaceleración 2017? La expansión económica continúa sorprendiendo

ABRIL - JUNIO 2017

Autor: Ángel Martín Oro

trends.ufm.edu

T2 2017 ES

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

ESPAÑA

INDICADOR

Posición liquidez SF	Leve desapalancamiento
Posición liquidez familias	Desapalancamiento
Posición liquidez empresas	Estable
Volumen de crédito	Ligero crecimiento
Cantidad dinero	Crecimiento sólido de M1 y desaceleración en M2 y M3
Actividad económica	Crecimiento sólido y acelerándose
Demanda consumo cíclico	Expansión estabilizada

INDICADOR

Empleo	Crecimiento acelerándose
Beneficios empresariales	Crecimiento
Precios	En consumo, caída tasa tras fuerte repunte por energía, subyacente estable; precios industriales en aumento
Tipos de interés	Caída en el tramo corto, repunte reciente en el largo
Curva de tipos	Spread positivo, estable en el 2% con repunte reciente
Déficit público	Nivel todavía alto, pero reduciéndose al ritmo marcado por los objetivos
Sector exterior	Saldo cuenta corriente empeora por aumento déficit energético

Situación general

Fase de expansión sana. Riesgos: finanzas públicas y posición deudora frente al exterior. Fragilidad ante shocks negativos

+

EXPANSIÓN ECONÓMICA

-

EXPANSIÓN PELIGROSA

EXPANSIÓN SANA

España

CRISIS / RECESIÓN

RECUPERACIÓN ECONÓMICA

+

PROBABILIDAD DE CRISIS

-

Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

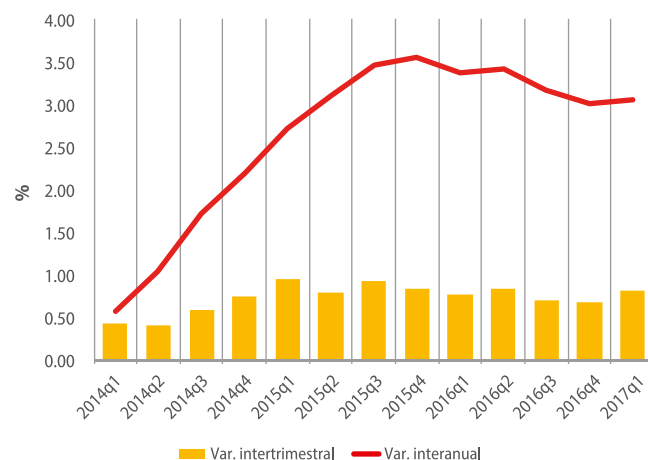
El crecimiento intertrimestral del PIB se acelera en más de una décima en el primer trimestre del año impulsado por el componente de la inversión. La tasa anual se mantiene estable en el 3%.

Las estimaciones continúan revisándose al alza. El Banco de España prevé una tasa de crecimiento del 3.1% para 2017, tres décimas por encima de las proyecciones realizadas tres meses atrás y seis décimas superiores a las de comienzos de año.

- Crecimiento PIB intertrimestral (1T 2017) 0.8% (0.7% 4T 2016)
- Crecimiento PIB interanual (1T 2017): 3% (3% 4T 2016)

Gráfica 1

Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

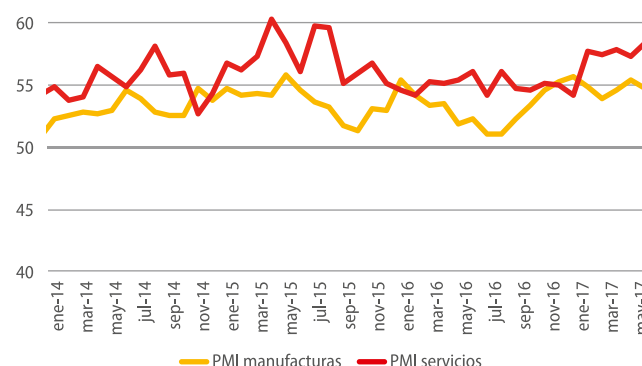
b. PMIs

Los Índices de Gestión de Compras indican también la expansión sólida de la economía española, adelantando buenos datos de actividad y empleo para el segundo trimestre de 2017. El crecimiento del sector manufacturero se mantiene estable, mientras que los servicios aceleran y su actividad crece a niveles máximos de 22 meses.

- PMI Manufacturas (promedio 2T 2017): 54.9 (1T 2017: 54.8)
- PMI Servicios (promedio 2T 2017): 57.8 (1T 2017: 56.4)

Gráfica 2

Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit.

c. Demanda de sectores cíclicos

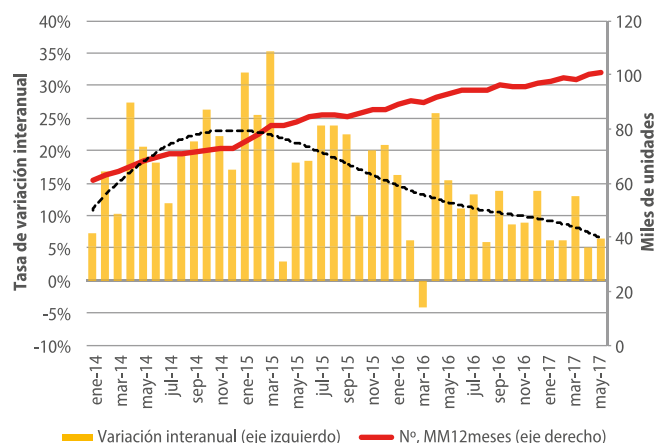
Sectores como el del automóvil o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, son un termómetro adicional de la coyuntura.

La matriculación de automóviles continúa creciendo, consolidándose en tasas interanuales más bajas tras el fuerte rebote de los años anteriores. La debilidad en la demanda de particulares está siendo en parte compensada por la demanda de empresas.

- Crecimiento interanual matriculación automóviles (2T 2017): 6.03% (8.37% 1T 2017)

Gráfica 3

Matriculación de automóviles



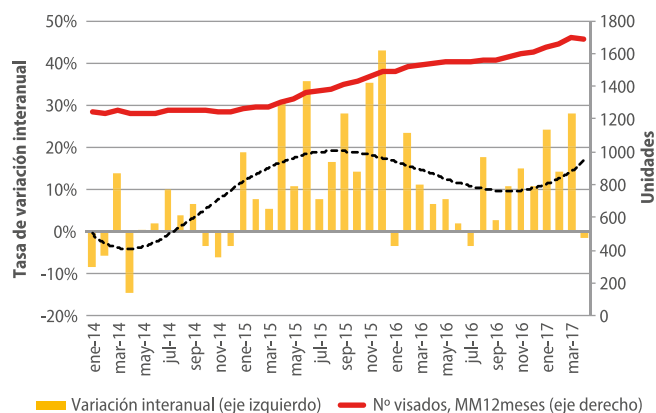
Fuente: Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC), datos CVEC.

Los visados de obra nueva registran, pese a un negativo abril, un comportamiento muy positivo en el comienzo de año, señal de las buenas perspectivas para el sector inmobiliario.

- Crecimiento interanual visados de obra (1T 2017): 22% (12% 4T 2016)

Gráfica 4

Visados de dirección de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento.

2. Empleo

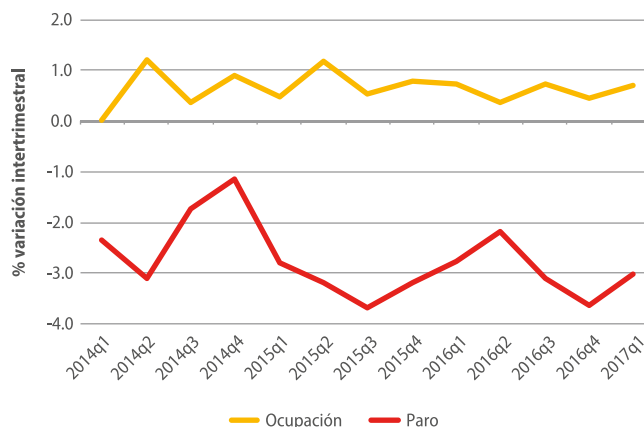
El buen comportamiento del mercado laboral sigue su curso. La tasa de desempleo del 1T 2017 repunta levemente respecto al anterior trimestre, como ya sucediera un año atrás por el componente estacional negativo del primer trimestre. La caída interanual del empleo público se acelera, mientras repunta el crecimiento en el sector privado. En los últimos doce meses la ocupación se ha incrementado en 453,100 personas en el sector privado y ha caído en 44,400 en el público.

Los datos de afiliados a la Seguridad Social, que ofrecen información mucho más reciente, indican que la creación de empleo se ha acelerado en los últimos meses. Los afiliados han crecido en un 3.8% interanual en el 2T 2017, frente al 3.4% del primer trimestre. En el primer semestre de 2017 la tasa de crecimiento queda en el 3.6%, seis décimas por encima de la registrada en el conjunto de 2016.

- Tasa de Desempleo (1T 2017): 18.75% (21% 1T 2016).
- Tasa de Actividad (1T 2017): 58.8% (59.3% 1T 2016).
- Variación del empleo últimos 12 meses (1T 2017): +2.27% (+2.29% 4T 2016).

Gráfica 5

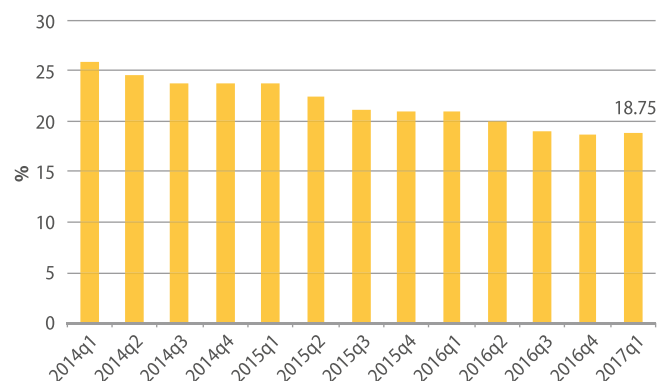
Tasas de variación del empleo



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

Gráfica 6

Tasa de desempleo



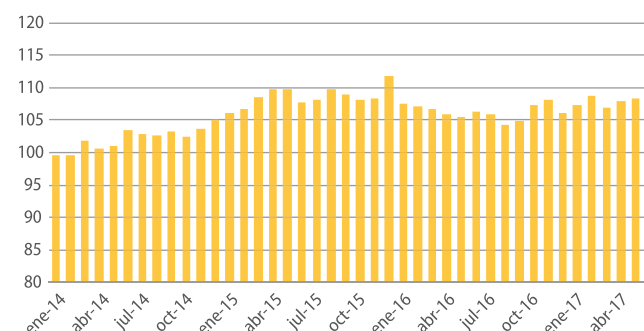
Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

La confianza de los agentes económicos en el 2T 2017 continúa mejorando, aunque aún no se alcanzan los niveles máximos de 2015.

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.

Tras [unos datos del 4T 2016 algo decepcionantes](#), la economía española acelera su ritmo en la primera parte de 2017. Los indicadores adelantados avanzan un segundo trimestre positivo, con un crecimiento acelerándose respecto al primer trimestre, especialmente en el empleo. Las estimaciones para el conjunto del año no dejan de revisarse al alza, apuntando a tasas tan altas como el 3.3%.

Inflación y precios

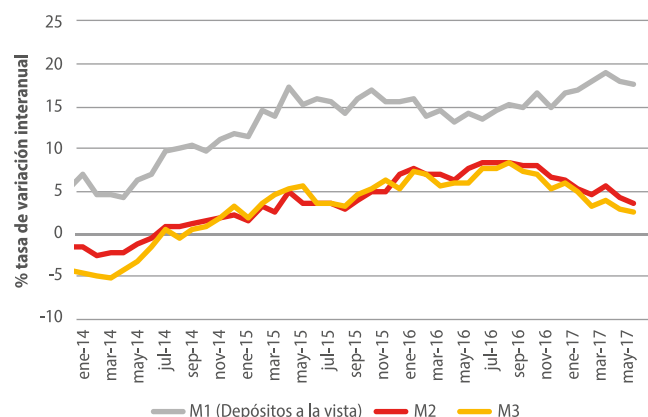
1. Agregados monetarios

En el crecimiento de los agregados monetarios continúa la divergencia: M1 (depósitos a la vista) mantiene altas tasas entorno al 18%, mientras que las magnitudes más amplias como M2 y M3 se desaceleran por debajo del 5%. 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 (mar-may 2017): +18.1% (+17.9% 1T 2017).
- M2: Media de la variación interanual 3 últimos meses (mar-may 2017): +4.5% (+5.3% 1T 2017).
- M3: Media de la variación interanual 3 últimos meses (mar-may 2017): +3.2% (+4.03% 1T 2017).

Gráfica 8

Agregados monetarios España (excluido efectivo)



Fuente: Banco de España.

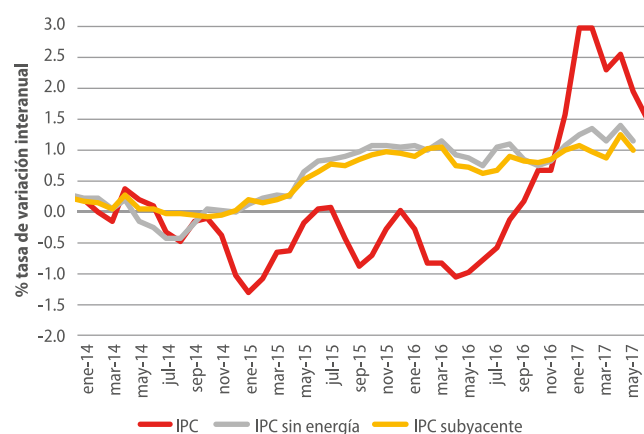
2. Índice de precios al consumidor

Como [adelantamos en el anterior informe](#), la "amenaza inflacionaria" no era tal. Del 3% de tasa de variación anual del IPC en febrero rápidamente se ha pasado al 1.5% en junio. El fuerte repunte de la inflación de precios al consumo era una cuestión temporal por efecto del volátil componente energético. Desde UFM Market Trends no esperamos un significativo aumento de los precios del petróleo desde los niveles actuales.

Los indicadores que excluyen los elementos de energía y alimentos no procesados se mantienen en los alrededores del 1% desde hace ya casi dos años.

Gráfica 9

Índice de precios al consumo

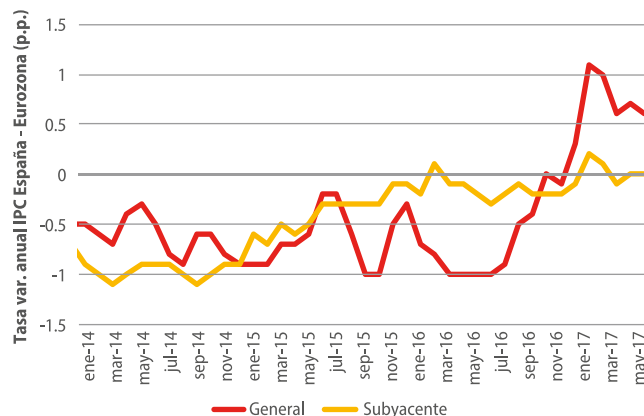


Fuente: INE y Ministerio de Economía. Último dato del IPC en junio es avance.

La tasa de inflación en España se mantiene por encima de la eurozona. Este diferencial sigue dibujando una evolución muy similar a la de la tasa de variación del IPC español, como hemos venido diciendo en [los últimos informes](#). En cambio, el diferencial es nulo en la subyacente.

Gráfica 10

Diferencial IPC España con la eurozona



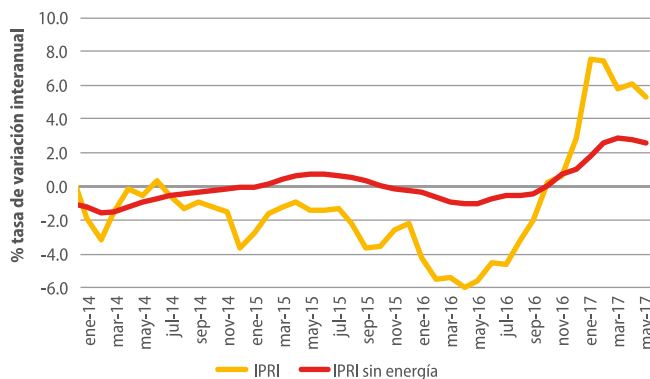
Fuente: Eurostat.

3. Índice de precios industriales

En el caso de los precios industriales, la situación es diferente. El notable repunte de la tasa de variación interanual desde abril 2016 no solo fue debido al componente de los precios de la energía. En los precios industriales existen dinámicas inflacionarias más sostenibles, apoyadas también por las categorías de bienes intermedios y de consumo¹.

Gráfica 11

Índice de precios industriales



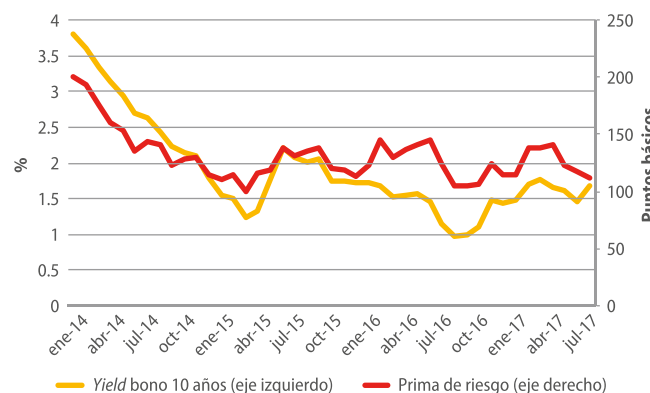
Fuente: INE y Ministerio de Economía.

4. Precios de activos financieros

La rentabilidad del bono español a 10 años y la prima de riesgo se han reducido levemente en el segundo trimestre. Pero lo más destacable es el fuerte movimiento al alza en los tipos de la deuda iniciado a finales de junio. Estos han pasado del 0.24% al 0.56% en el caso alemán, y en el español de estar por debajo del 1.4% al 1.68% a 11 de julio. El motivo fue el [discurso de Draghi del 27 de junio](#), tras el que el mercado espera que el BCE eche el freno en sus compras de activos antes de lo que se esperaba.

Gráfica 12

Yield del bono español y prima con Alemania



Fuente: Ministerio de Economía. Datos promedio del mes salvo último dato, 11 julio.

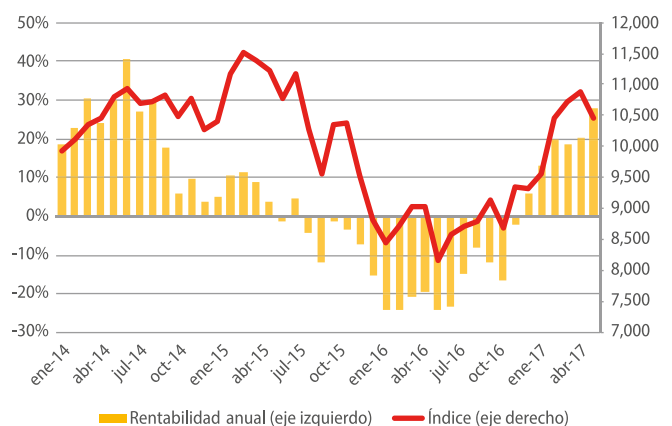
¹ Estas categorías se clasifican según el destino económico de los bienes industriales fabricados.

La rentabilidad del principal índice de la bolsa española se ha mantenido plana en el 2T 2017, registrando un mejor comportamiento que el Eurostoxx 50 (-1.7%). Abril y mayo mantuvieron la inercia positiva de comienzo de año, pero junio, con una caída del 4%, rompió la buena racha. La rentabilidad de 2017 a cierre de primer semestre se sitúa en el 11.7% para el Ibex 35 (vs. 4.6% Eurostoxx 50), y de casi 200 puntos básicos más si incluimos dividendos. En términos anuales, los retornos alcanzan el 28% debido, en parte, a la baja base comparativa de junio 2016 (mes del Brexit con caídas del 9%).

Un movimiento relevante en el contexto global, que también afecta a los activos españoles, ha sido la depreciación del 7% del dólar frente al euro en este segundo trimestre.

Gráfica 13

IBEX 35



Fuente: Ministerio de Economía. Datos mensuales.

5. Tendencias en la evolución de precios

Las presiones inflacionarias, de existir en la economía española, se remiten a los precios industriales. En cambio, el repunte producido en los precios de consumo fue principalmente temporal, derivado de las (a veces engañosas) comparaciones interanuales de los precios de la energía.

En el ámbito financiero, en el segundo trimestre el bono español a 10 años ha tenido un mejor comportamiento (caída del tipo de interés) que la bolsa, en contraste con lo sucedido en el primero, por el negativo mes de junio en RV. Pero a finales de junio el bono inició una corrección por el discurso más *hawkish* de lo esperado de Draghi.

Crédito

1. Activos totales del sistema bancario

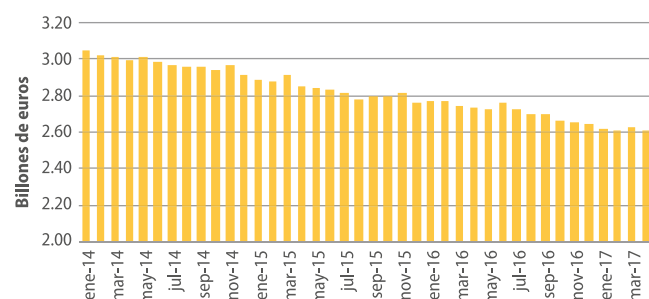
El volumen de activos de la banca española se ha estabilizado en los primeros meses del año. Esto se produce en niveles mínimos desde 2007, un 26% por debajo de los máximos de junio 2012.

Como venimos diciendo en informes anteriores, pensamos que el fin del desapalancamiento del sector bancario no debe de estar lejos. Pese a ello, abril ha vuelto a tocar un nuevo mínimo.

- Crecimiento interanual del total de activos (abril 2017): -4.72% (-4.13% abril 2016)

Gráfica 14

Total activos sector bancario



Fuente: Banco de España.

a. Activos de dudoso cobro

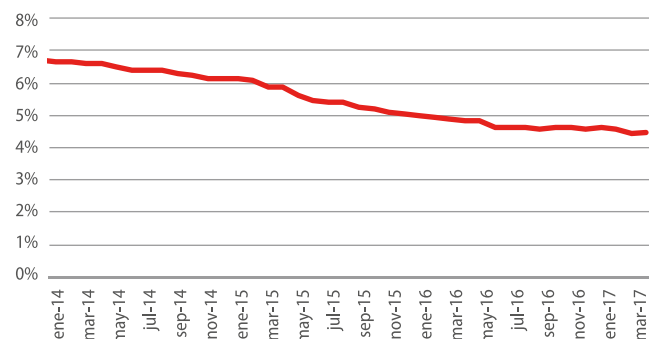
Los últimos datos muestran que el ritmo de reducción de activos dudosos desacelera, y el porcentaje sobre el total de activos se reduce paulatinamente.

Todavía queda un amplio margen para reducir los niveles actuales. Tengamos presente 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 (abril 2017): -12.3% (-20.7% abril 2016)
- Porcentaje de activos dudosos respecto al total (abril 2017): 4.46% (4.84% abril 2016)

Gráfica 15

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



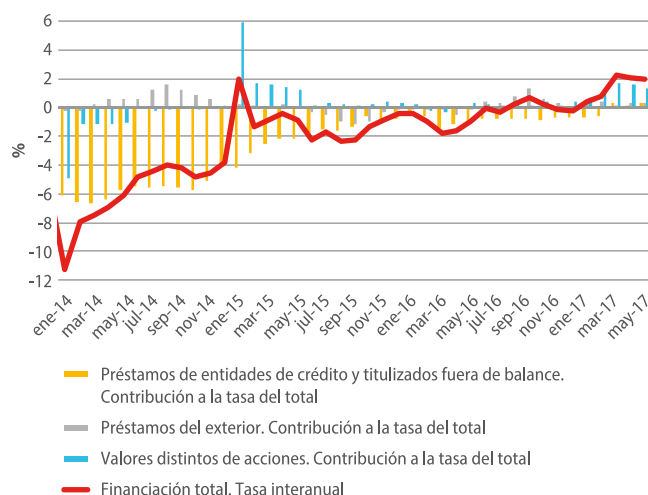
Fuente: Banco de España.

2. Financiación a empresas no financieras

La financiación a empresas no financieras se acelera al 2% interanual. Las tres categorías (préstamos bancarios domésticos y del exterior, además de los valores distintos de acciones) contribuyen positivamente, lo cual nos parece positivo dado que no sucedía desde 2009. La partida que mayor contribución positiva está teniendo los últimos meses es la de valores distintos a acciones, que es la de menor cuantía (solo 10% del total) y ha introducido cierta volatilidad en la serie, como vemos en el gráfico.

Gráfica 16

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.

Más del 60% de esta partida 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). El repunte en el crecimiento reciente viene más apoyado por el subcomponente de emisiones netas de este tipo de valores. La volatilidad de esta rúbrica no invita a proyectar que este crecimiento continuará en los próximos trimestres.

Estos buenos datos de la financiación a las empresas corroboran el punto de inflexión del que ya dimos cuenta [en un informe previo](#).

- Crecimiento interanual de la financiación a empresas (mayo 2017): +2% (-1% mayo 2016)

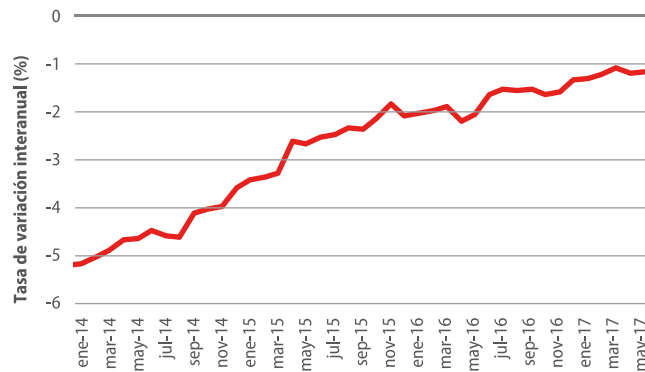
3. Crédito a familias

El stock de crédito a las familias continúa en fase contractiva en términos interanuales. Las tasas negativas se van reduciendo paulatinamente.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (mayo 2017): -1.2% (-2.1% mayo 2016)

Gráfica 17

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

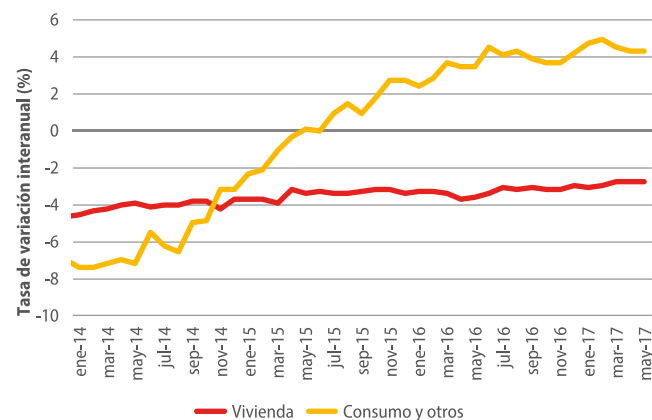
La evolución del crédito a los hogares viene principalmente determinada por el componente de vivienda, que pesa actualmente un 76% del total.

El crecimiento en los préstamos al consumo se ha estabilizado en el entorno del 4%. El ritmo de contracción del stock de préstamos para vivienda se desacelera muy lentamente, a medida que todavía se van digiriendo los excesos de la pasada burbuja inmobiliaria.

- Crecimiento interanual préstamos a vivienda (mayo 2017): -2.8% (-3.6% mayo 2016)
- Crecimiento interanual préstamos al consumo y otros (mayo 2017): 4.3% (3.4% mayo 2016)

Gráfica 18

Desagregación del crédito a familias



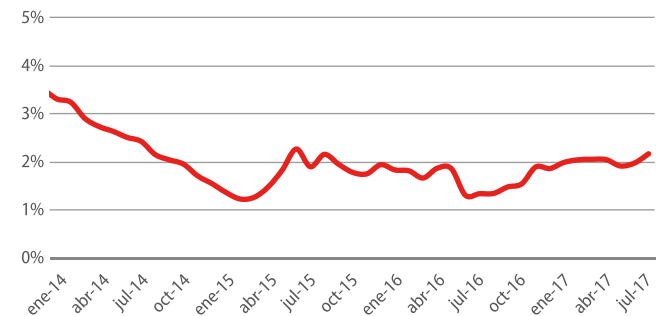
Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

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. Este ha permanecido estable alrededor del 2% desde comienzos de año hasta finales de junio, desde donde ha repuntado. Desde finales del primer trimestre a la actualidad los tipos de interés del tramo corto han descendido, mientras que los de largo plazo han permanecido estables (caída hasta el 27 de junio y repunte posterior).

Gráfica 19

Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo



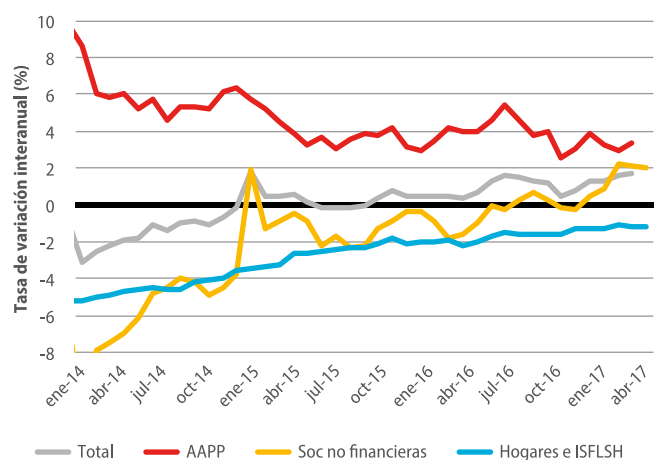
Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg. Datos a fin de mes salvo último dato, 11 julio.

5. Tendencias en la extensión de crédito

El crecimiento de la financiación agregada a los sectores no financieros repunta, impulsado por el stock de crédito empresarial que registra tasas del 2% interanual.

Gráfica 20

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.

En línea con lo que hemos comentado 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. Por el 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 significativo.

- Crecimiento interanual financiación total a sectores no financieros (abril 2017): 1.73% (0.37% abril 2016)

Sector público

El déficit público cumplió con el objetivo en 2016 por primera vez en años, cerrando en el 4.54% del PIB (4.33% excluyendo las ayudas a instituciones financieras). Aun así, fue el más alto de la Eurozona, superando en 3 puntos porcentuales la media de la región. Para el año 2017 se prevé que se reduzca hasta el 3.2%, por encima en una décima del objetivo comprometido con la Comisión Europea.

En el 1T 2017 el déficit de las AAPP se ha reducido en un 42% respecto al mismo periodo del año anterior (0.39% vs. 0.70% del PIB). Esta evolución se explica por un aumento interanual del 3.6% de los recursos no financieros, frente a unos gastos planos. Si consideramos los datos acumulados hasta finales de abril (sin incluir las corporaciones locales), la reducción interanual del déficit es del 29.4% (0.8% vs. 1.2% en términos de PIB).

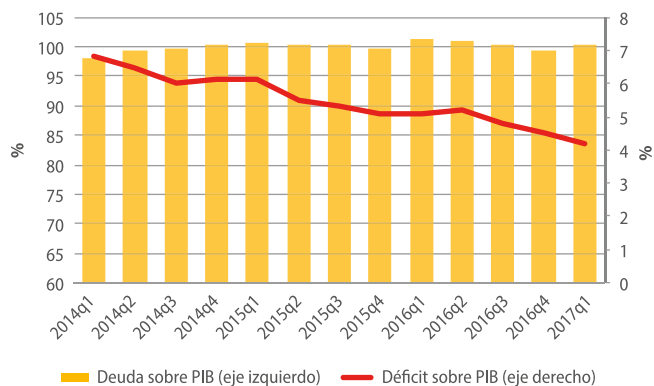
De mantenerse el ritmo de crecimiento de ingresos y gastos del primer trimestre constante a lo largo de 2017, y con las previsiones de crecimiento del PIB actuales, el déficit público cerraría ligeramente por encima del 3.1%. Así, para cumplir con los compromisos debería continuar la inercia positiva de la actividad y mantener los gastos prácticamente congelados.

Por su parte, el cociente de deuda pública sobre PIB se mantiene estable en los últimos trimestres, ligeramente por encima del 100%.

- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (1T 2017): 4.2% (5.1% 1T 2016)
- Deuda sobre PIB (1T 2017): 100.4% (99.4% 4T 2016)

Gráfica 21

Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

El tipo de interés medio total de la deuda del estado se mantiene relativamente estable en el 2.7% durante los primeros meses de 2017, frente al 3% de un año atrás.

Sector exterior

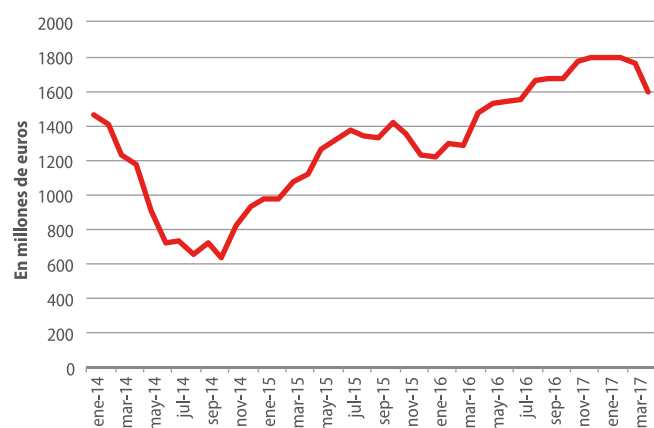
1. Balanza por cuenta corriente

En los primeros meses de 2017 disminuye el superávit por cuenta corriente desde niveles máximos.

- Saldo cuenta corriente (acumulado ene-abr 2017): -409 millones de euros (1945M€, ene-abr 2016)

Gráfica 22

Saldo de la cuenta corriente



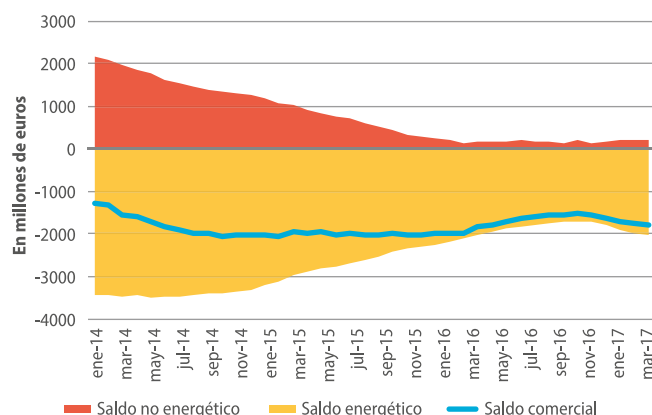
Fuente: Banco de España. Los datos son una media móvil de 12 meses.

Esta caída no es en absoluto inesperada como hemos venido advirtiendo en [informes previos](#), dado el aumento de los precios de petróleo en términos interanuales. Esto ha provocado que el déficit comercial energético en el primer cuatrimestre del año aumente en más de un 50% interanual. El precio del petróleo, por tanto, es una variable clave para el sector exterior, [cuyas perspectivas se han analizado desde UFM Market Trends](#).

En cambio, el saldo no energético mejora en la primera parte del año respecto a 2016, lo cual es una buena noticia teniendo en cuenta que la economía española consolida su expansión. Un hecho (saldo comercial no energético mejorando con una economía creciendo al 3%) que era difícil de concebir antes de que la fuerte crisis económica forzara un cambio estructural en la economía española. Pero está por ver si esta positiva tendencia continúa en el tiempo en caso de que el stock de crédito comience a crecer de forma sólida.

Gráfica 23

Descomposición del saldo comercial



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

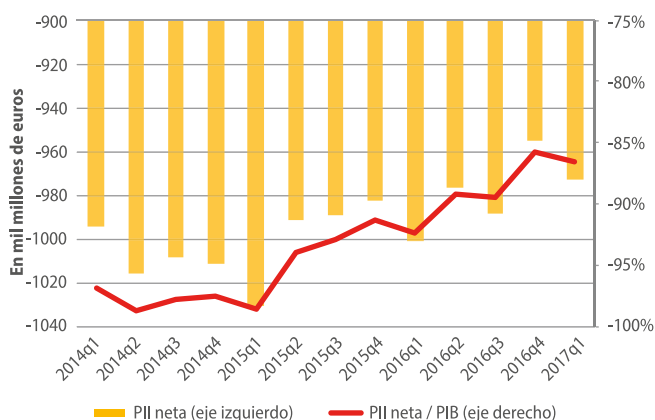
2. Posición financiera internacional

En el 1T 2017 se interrumpe el modesto avance en la reducción de la posición deudora frente al exterior de los últimos trimestres, y se deteriora ligeramente. La magnitud de este indicador muestra la fragilidad externa de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional.

- Posición financiera internacional neta/PIB (1T 2017): -86,5% (-85,7% 4T 2016)

Gráfica 24

Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

3. Balanza financiera

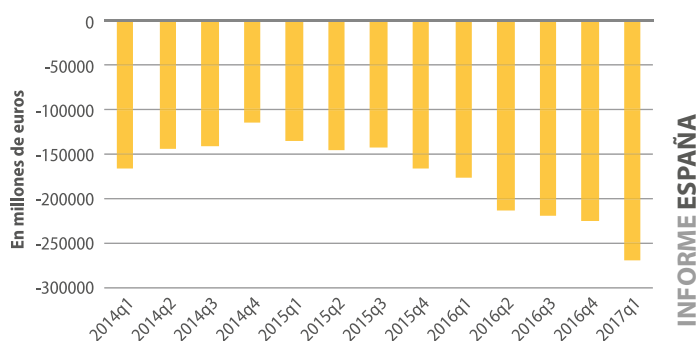
En la cuenta financiera del acumulado de enero a abril de 2017 la variación neta de activos prácticamente es igual a la de pasivos, a diferencia del saldo positivo en el mismo periodo del año anterior.

Existen, en cambio, grandes movimientos si desagregamos por el papel del Banco de España en los primeros cuatro meses del año. Si lo excluimos, el saldo registró un aumento de los activos netos frente al exterior (salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior) de 34,500 millones de euros, frente a los 5,300 millones del primer cuatrimestre de 2016. En este aumento del saldo respecto al año anterior la principal contribución positiva fue de 'otras inversiones', que incluye principalmente préstamos, repos y depósitos. Estas pasaron de -23,100 (entradas) en 2017 a 14,300 (salidas) millones en 2016.

Por otro lado, el papel del Banco de España compensó este saldo positivo con entradas de fondos por 34,100 millones. Esto se debe al aumento de la posición deudora neta del banco central español frente al Eurosistema, cuyo origen es el programa de compras del BCE.

Gráfica 25

Posición neta del Banco de España frente al Eurosistema

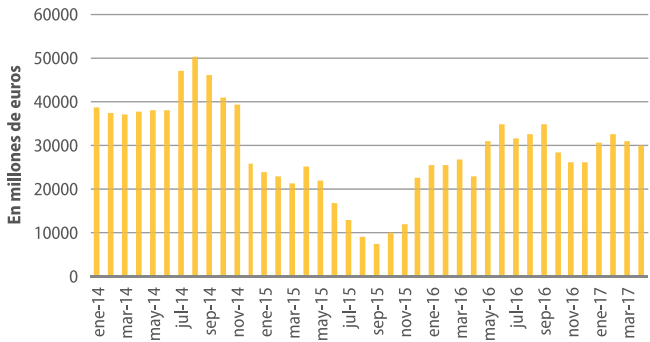


Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

La evolución de la inversión directa en España es positiva, reflejando la mejora de expectativas y la mayor confianza de los inversores internacionales de largo plazo. Las entradas netas durante los primeros cuatro meses de 2017 han sido un 27.6% superiores al mismo periodo del año anterior.

Gráfica 26

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.