

INFORME SEMESTRAL

ESPAÑA

Tras confirmarse la desaceleración, ¿debemos temer una recesión inminente?

JULIO - DICIEMBRE 2018

Autor: Ángel Martín Oro

trends.ufm.edu

S2 2018 ES

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

ESPAÑA

INDICADOR

| | |
|-----------------------------------|---|
| Posición liquidez SF | La banca aún no parece lista a incrementar su nivel de activos |
| Posición liquidez familias | El stock de crédito a las familias en tasa interanual empieza a crecer |
| Posición liquidez empresas | Estable |
| Volumen de crédito | Muy ligero crecimiento |
| Cantidad dinero | Notable desaceleración en M1 aunque aún crece al 10% anual; estabilización en M2 y M3 |
| Actividad económica | Crecimiento desacelerándose |
| Demanda consumo cíclico | Expansión pero en desaceleración |

INDICADOR

| | |
|---------------------------------|---|
| Empleo | Crecimiento desacelerándose |
| Beneficios empresariales | Crecimiento |
| Precios | Presiones inflacionarias muy moderadas |
| Tipos de interés | Estables |
| Curva de tipos | Spread positivo, relativamente estable en torno al 2% |
| Déficit público | Por debajo del 3% y reduciéndose, aunque a un ritmo lento |
| Sector exterior | Saldo cuenta corriente empeora, por menor apoyo de los servicios y mayor déficit comercial (no energético y energético) |

Situación general

Fase de expansión en desaceleración. Riesgos: deuda pública muy elevada y posición deudora frente al exterior ante un susto financiero exterior



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

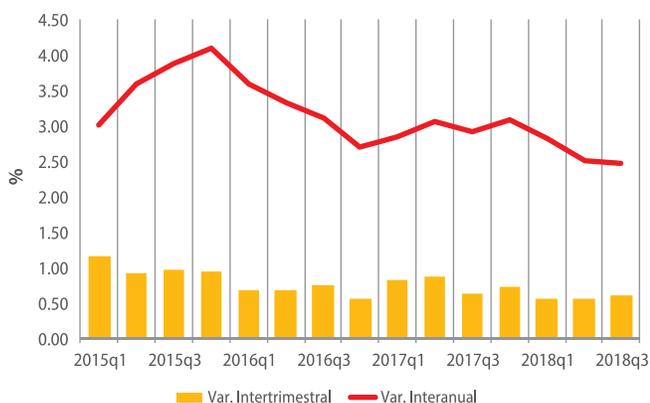
a. PIB

El crecimiento económico se ha desacelerado en 2018 respecto al año anterior. Tras crecer en tasa anual un 3% en 2017, las previsiones apuntan a que en el presente año nos moveremos en tasas alrededor del 2.6%. Esta previsión ha sido revisada a la baja en los últimos meses, principalmente por un entorno exterior menos favorable. De hecho, se estima que en 2018 la demanda exterior neta deje de contribuir positivamente al crecimiento del PIB.

- Crecimiento PIB intertrimestral (3T 2018): 0.60% (0.64% 3T 2017)
- Crecimiento PIB interanual (3T 2018): 2.47% (2.92% 3T 2017)

Gráfica 1

Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

b. PMIs

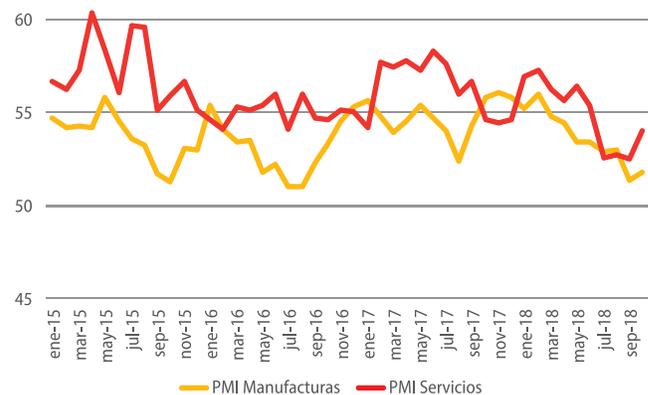
Los Índices de Gestión de Compras también reflejan esta desaceleración, particularmente en el sector de las manufacturas, donde el deterioro ha sido mayor. Este peor comportamiento relativo frente a los servicios es coherente con el hecho de que la desaceleración económica se debe principalmente al sector exterior.

El repunte de la actividad del sector servicios en octubre ofrece cierta esperanza de que la desaceleración reciente no vaya a más, lo que debería ser confirmado en los datos de los próximos meses.

- PMI Manufacturas (promedio 6 últimos meses hasta oct 2018): 52.7 (6M oct 2017: 54.4)
- PMI Servicios (promedio 6 últimos meses hasta oct 2018): 53.9 (6M oct 2017: 56.8)

Gráfica 2

Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit.

c. Demanda de sectores cíclicos

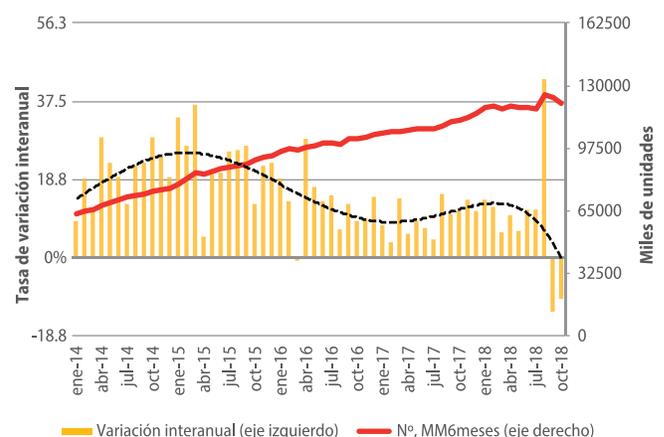
Sectores como el del automóvil o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, son un termómetro adicional de la coyuntura que debe tomarse en cuenta.

Los datos de matriculación de automóviles más recientes han sido muy volátiles, con un dato de agosto excepcional, mientras que los dos meses siguientes fueron malos. Todo parece quedar en ruido estadístico. El promedio de los meses de agosto, septiembre y octubre nos da un resultado coherente con la situación actual: crecimiento del 6% respecto al mismo periodo del año anterior, una tasa que es alrededor de la mitad que el año pasado. Es decir, el sector automovilístico también se ha desacelerado, pero todavía está lejos de mostrar señales de alerta de recesión.

- Crecimiento interanual matriculación automóviles (ago-oct 2018): 6.15% (12.2% ago-oct 2017)

Gráfica 3

Matriculación de automóviles



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

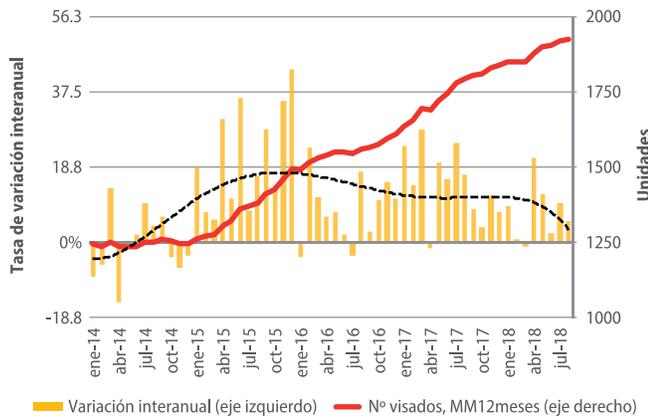
La actividad del sector inmobiliario no es inmune a esta desaceleración. Los visados de obra nueva registran una marcada desaceleración en su crecimiento. Así, en los últimos 6 meses que tenemos datos disponibles (de marzo a agosto 2018) el crecimiento interanual ha sido del 7%, frente al crecimiento del 17% hace un año. Tengamos en cuenta, no obstante, que 2017 fue un año francamente bueno, por lo que esta desaceleración no tiene por qué llevarnos a pensar que viene necesariamente un periodo de recesión.

Sin embargo, los precios de la vivienda lejos de desacelerarse, se han acelerado. Según el índice elaborado por el portal Idealista, los precios de la vivienda usada en las capitales españolas se incrementan cerca del 9% interanual en octubre 2018. Seis meses atrás, en abril, este aumento de precios interanual era del 8%. Los datos del índice de precios de la vivienda del INE son algo diferentes, pero muestran una tendencia similar.

- Crecimiento interanual visados de obra (6M hasta ago 2018): 7,1% (16,9% 6M hasta ago 2017)
- Crecimiento interanual índice precio de la vivienda INE (2T 2018): 6.82% (6.24% 1T 2018; 5.55% 2T 2017)

Gráfica 4

Visados de dirección de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento.

2. Empleo

El mercado laboral también ha sufrido cierta desaceleración en los últimos meses. Un dato que lo ilustra bien es que en el tercer trimestre de este año la ocupación se incrementó en 184,000 personas, frente a las 236,000 del mismo periodo del año anterior. En términos de aumento de la ocupación del sector privado, el 3T de 2018 ha sido el peor trimestre desde 2013.

No obstante, la tasa de desempleo continúa descendiendo y se sitúa por debajo del 15%, frente al 16.4% del año anterior. Un nivel que, por otro lado, sigue siendo demasiado elevado y evidencia problemas estructurales del mercado laboral español.

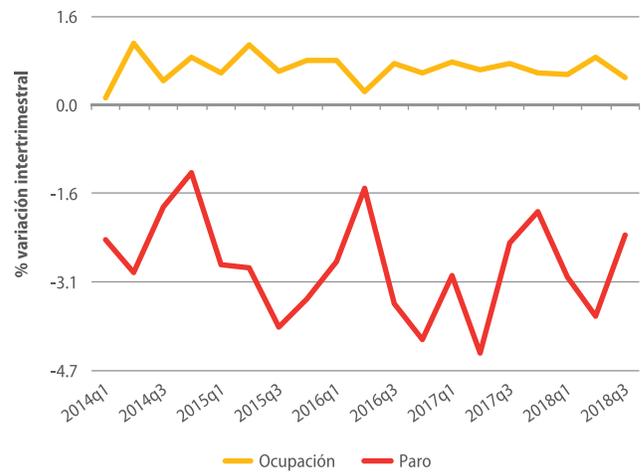
Según la EPA del 3T 2018, en los 12 últimos meses el empleo se ha incrementado en 373,300 personas en el sector privado y en 105,500 en el público. Destaca el importante crecimiento interanual que ha registrado el empleo público en el último año.

Por su parte, los datos de afiliados a la Seguridad Social también indican que la creación de empleo se ha desacelerado en 2018, registrando en el tercer trimestre la menor tasa de crecimiento del año. En lo que llevamos de año, siendo octubre el último mes disponible, la tasa de crecimiento anual de los afiliados ha sido del 3.1% frente al 3.6% de 2017 y el 3% de 2016.

- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (3T 2018): 2.9% (3.1% 2T 2018; 3.4% 1T 2018)
- Tasa de Desempleo (3T 2018): 14.6% (16.4% 3T 2017).
- Tasa de Actividad (3T 2018): 58.7% (58.9% 3T 2017).
- Variación del empleo últimos 12 meses (3T 2018): 2.5% (2.8% 2T 2018; 2.8% 3T 2017).

Gráfica 5

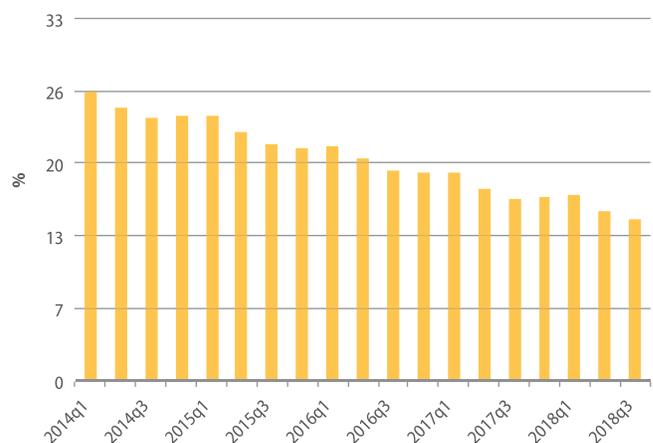
Tasas de variación del empleo



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

Gráfica 6

Tasa de desempleo



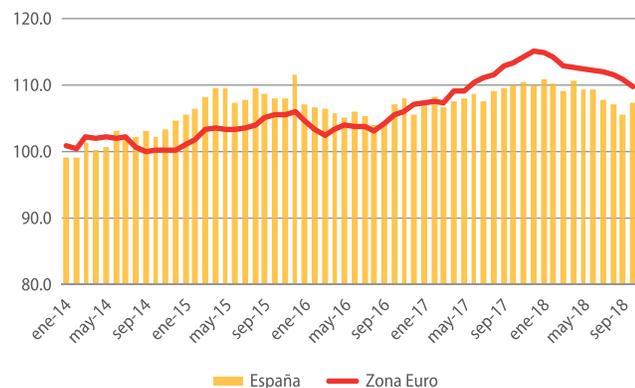
Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

La confianza de los agentes económicos españoles se ha deteriorado durante 2018 desde los máximos de enero, al igual que lo ha hecho la del conjunto de la zona euro. Pese al repunte del mes de octubre que se observa en el gráfico siguiente, la encuesta de Markit sobre expectativas empresariales más reciente, indica un fuerte deterioro de la confianza de los negocios durante el mes de octubre, cayendo hasta los niveles más bajos en seis años. Además de factores externos, también han afectado factores políticos internos, dado que el deterioro en la confianza ha sido mucho mayor que en el resto de países europeos. La encuesta apunta a la preocupación de las empresas por la propuesta de incrementar el salario mínimo, en un momento en el que se está temiendo por una marcada desaceleración de la demanda. En este sentido, Markit también advierte de una caída notable de las intenciones de contratación por parte de las empresas.

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 definitiva, tras el año dulce que vivió la economía española y de la eurozona en 2017, el presente ejercicio está siendo algo más complicado, en un entorno global menos propicio. Las expectativas con las que se comenzó el año se han visto decepcionadas. La desaceleración ha hecho claro acto de presencia, especialmente en los sectores manufactureros más expuestos a las condiciones exteriores.

En todos los indicadores observados en esta sección (tanto PIB, PMIs, empleo como la actividad del sector del automóvil y de la vivienda) se observa esta desaceleración, que por el momento no podemos aventurarnos a tratar de predecir si se agravará o se estabilizará en los niveles actuales de tasa de crecimiento alrededor del 2.5%.

Inflación y precios

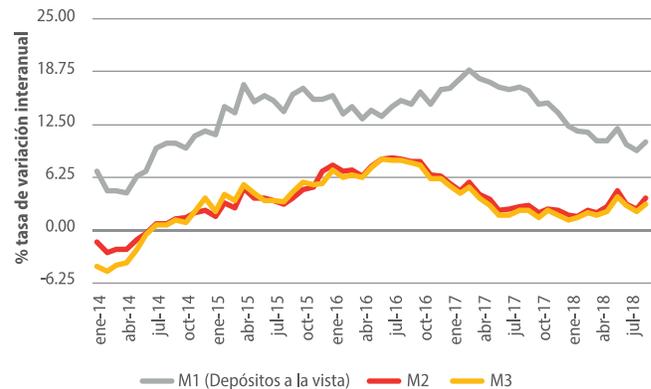
1. Agregados monetarios

En el último año se observa una divergencia notable en la evolución de los distintos agregados monetarios. Por un lado, las tasas de crecimiento del agregado más estrecho, M1 (depósitos a la vista), han desacelerado desde niveles máximos del entorno de 18% en la primera mitad de 2017, hasta los actuales del 10%. Por otro lado, el crecimiento de las magnitudes más amplias, M2 y M3, ha repuntado en los últimos trimestres.

- M1: Promedio variación interanual (3T 2018): +9.96% (+11.1% 2T 2018; 16.7% 3T 2017).
- M2: Promedio variación interanual (3T 2018): +3.12% (+3.18% 2T 2018; 2.74% 3T 2017).
- M3: Promedio variación interanual (3T 2018): +2.73% (+2.64% 2T 2018; 2.15% 3T 2017).

Gráfica 8

Agregados monetarios España (excluido efectivo)

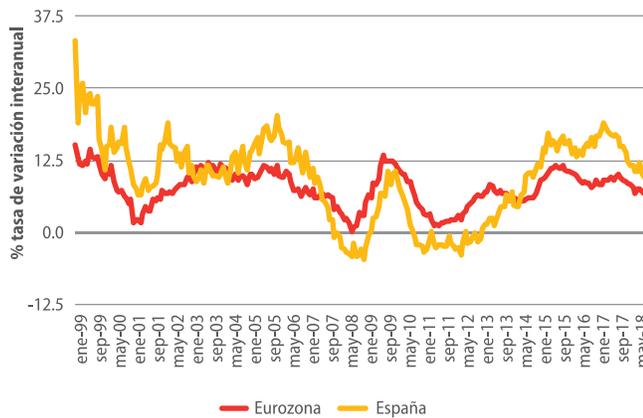


Fuente: Banco de España.

Históricamente, la variación interanual de M1 ha sido un buen indicador adelantado de alerta de recesiones cuando se ha acercado a terreno negativo. En las últimas dos recesiones (2008-2009 y 2011-2012) la M1 registró varios meses de contracción. Si bien la desaceleración que vemos es algo a vigilar, por el momento es prematuro hablar de alerta de recesión. Básicamente lo que nos indica es consistente con lo que ya hemos visto en los datos de actividad del anterior apartado: desaceleración dentro de una fase expansiva.

Gráfica 9

Evolución histórica del agregado M1 en España y la eurozona



Fuente: Banco de España.

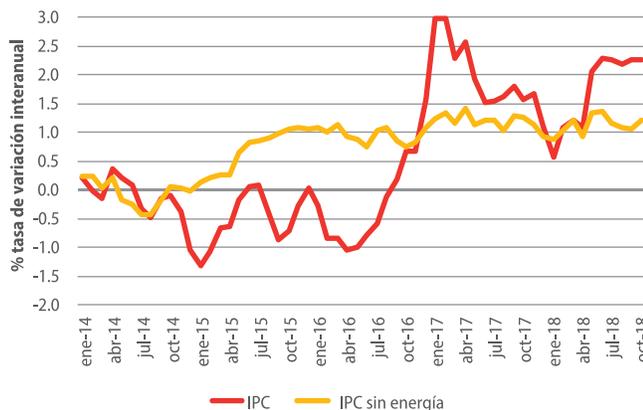
2. Índice de precios al consumidor

La tasa de inflación de precios al consumo se ha mantenido estable en los últimos meses ligeramente por encima del 2% anual. Ha registrado una alta volatilidad en los últimos años, consecuencia principalmente de la volatilidad de los precios de la energía, petróleo especialmente. Estos últimos están siendo los impulsores de la tasa de inflación y previsiblemente lo seguirán siendo por un tiempo. La reciente caída del 40% en el precio del barril Brent desde sus máximos (cerca de los 85\$), augura una caída sustancial en la tasa de inflación en los próximos meses.

Pero si excluimos los precios de la energía, obtenemos una imagen diferente y mucho menos ruidosa y cambiante: los precios del consumo (excluyendo el impacto de los precios energéticos) vienen creciendo alrededor del 1% anual en los últimos años, sin grandes oscilaciones.

Gráfica 10

Índice de precios al consumo



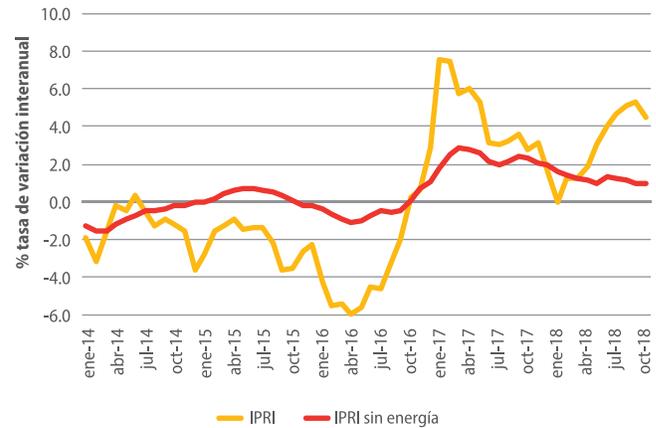
Fuente: INE y Ministerio de Economía.

3. Índice de precios industriales

La tasa de inflación de los precios industriales, excluyendo el volátil componente energético, se ha reducido en los últimos trimestres hasta niveles próximos del 1%. La serie que incluye los precios energéticos ha mostrado (y lo seguirá haciendo en próximos meses) una volatilidad elevada por lo mismo que comentábamos en el anterior apartado.

Gráfica 11

Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

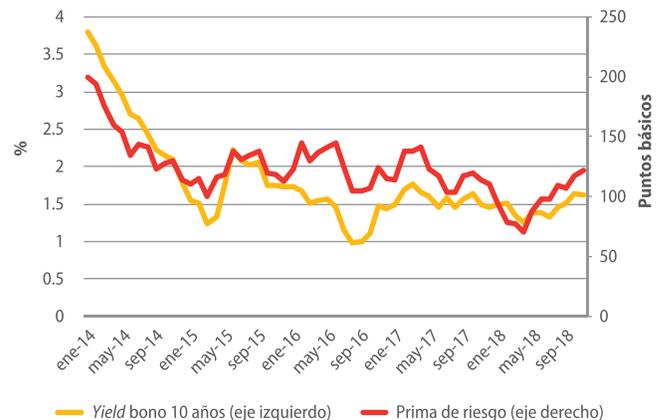
4. Precios de activos financieros

La rentabilidad del bono español a 10 años se ha mantenido relativamente estable en los dos últimos años, moviéndose en un rango entre 1.25-1.8%. Recordemos que marcó mínimos en el 1% en agosto y septiembre de 2016.

La prima de riesgo, en cambio, sí se ha movido más recientemente, si bien hacia finales de noviembre está en niveles próximos a los de hace un año.

Gráfica 12

Yield del bono español y prima con Alemania



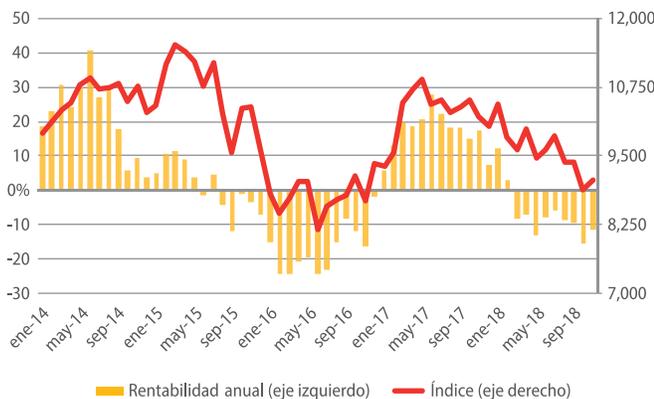
Fuente: Ministerio de Economía.

Por su parte, la bolsa española ha registrado una evolución muy negativa en los últimos trimestres, en el contexto de ese entorno global más adverso al que hacíamos referencia anteriormente. El Ibex 35 pierde alrededor del 10% en lo que va de año 2018 (dato a 26 de noviembre), en línea con las pérdidas que registran otros índices europeos como el Eurostoxx 50.

Algunos de los factores que han contribuido a este mal comportamiento bursátil han sido las tensiones comerciales abiertas por la administración estadounidense (particularmente hacia China), las turbulencias e inestabilidad política con foco en Italia, brotes de crisis financiera en algunos países emergentes como Turquía o Argentina. Pero también está pesando la desaceleración macroeconómica, que parte del mercado parece estar descontando que continuará e incluso se agravará notablemente en próximos trimestres. Así, el sentimiento generalizado en el mercado bursátil español y europeo es de cierto pesimismo, que ya ha sido incorporado a los precios.

Gráfica 13

IBEX 35



Fuente: Investing.com. Datos mensuales a cierre de septiembre.

5. Tendencias en la evolución de precios

Por el momento observamos escasas presiones inflacionarias en la economía española. La tasa de inflación de precios al consumo se mantuvo ligeramente por encima del 2% por unos meses, pero esta volverá a caer del 2% cuando entre el efecto de la fuerte caída de los precios del petróleo en estos dos últimos meses. Una vez excluimos el impacto de los volátiles precios energéticos, la inflación se mantiene estable en el 1%.

En el ámbito financiero, diversos factores han provocado que las bolsas mundiales hayan sufrido una fuerte corrección recientemente. Sin embargo, tanto los mercados europeos como el mercado español, llevaban meses de mal comportamiento. Las pérdidas bursátiles se sitúan alrededor del 10% en 2018.

Los inversores parecen descontar un escenario macroeconómico negativo de cara a los próximos trimestres, agravado por las tensiones entre EEUU y China y otros factores.

Crédito

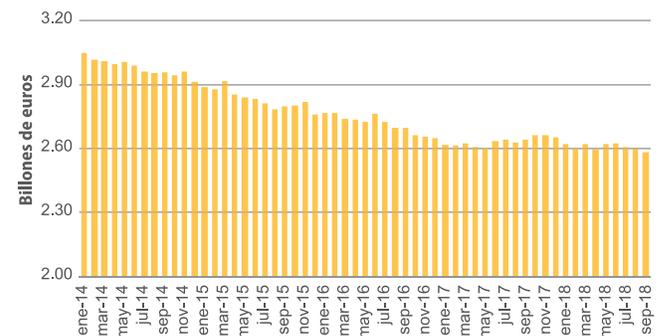
1. Activos totales del sistema bancario

El mes de septiembre, último dato disponible, ha marcado un nuevo mínimo en el total de activos del sector bancario. Así, se ha experimentado una nueva recaída, tras estabilizarse durante meses e incluso experimentar un leve repunte hacia finales de 2017 y principios del presente año. La caída en el total de activos desde el pico en junio 2012 ya alcanza el 27%.

- Crecimiento interanual del total de activos (septiembre 2018): -2.32% (-2.05% septiembre 2017)

Gráfica 14

Total activos sector bancario



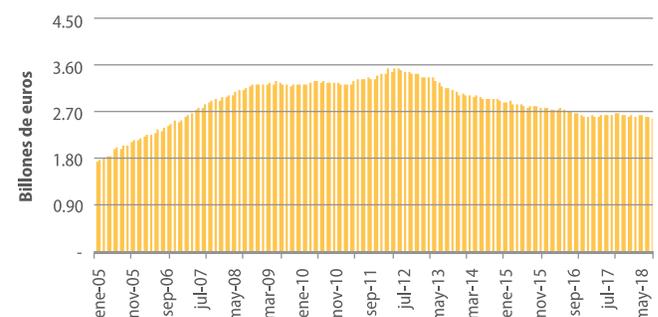
Fuente: Banco de España.

Este desapalancamiento del sector bancario es todo lo contrario de lo que suele suceder en episodios previos a recesiones fuertes, donde los desequilibrios macroeconómicos se crean y crecen hasta hacerse insostenibles.

En este punto queríamos mostrar un gráfico con una perspectiva algo más histórica del total de los activos del sector bancario, donde se observa el espectacular aumento de esta variable en el proceso de expansión económica que puso las semillas de la gran crisis posterior.

Gráfica 15

Total activos sector bancario, histórico



Fuente: Banco de España.

a. Activos de dudoso cobro

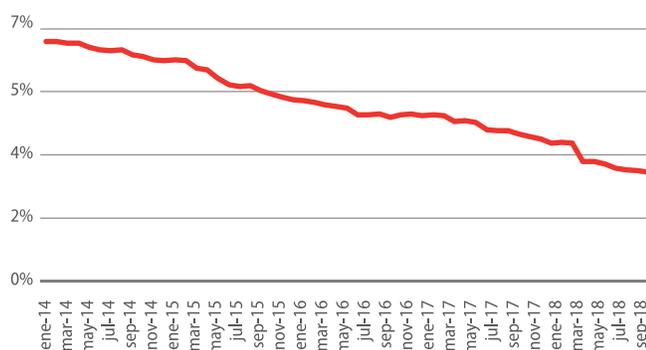
Los datos muestran que el ritmo de reducción de los activos bancarios dudosos se ha acelerado en los últimos trimestres. El porcentaje sobre el total de activos se acerca al nivel del 3%. No obstante, observamos una caída brusca de febrero a marzo de 2018 que resulta algo extraña pero sobre la que desconocemos detalles. Aun descontando este movimiento brusco, la tendencia era también positiva, pero menos pronunciada.

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 (septiembre 2018): -26.4% (-11.98% septiembre 2017)
- Porcentaje de activos dudosos respecto al total (septiembre 2018): 3.03% (4.09% septiembre 2017)

Gráfica 16

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



Fuente: Banco de España.

2. Financiación a empresas no financieras

El stock de crédito a las empresas no financieras sigue sin crecer, en línea con lo comentado antes sobre el desapalancamiento del sector bancario.

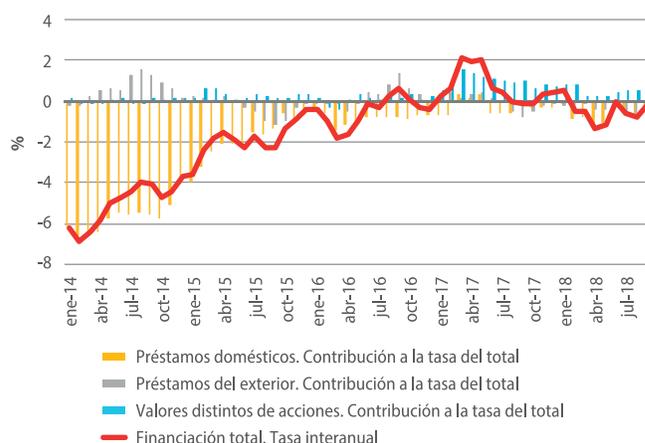
Según indica un estudio del Banco de España, después de 2008 las empresas españolas han recurrido de una forma mucho más intensa que antes a los fondos propios (frente a la financiación ajena) para financiar sus proyectos de inversión¹. Ello sugiere un cambio estructural por parte de las empresas por las graves dificultades sufridas por el exceso de endeudamiento a partir de la Gran Recesión.

- Crecimiento interanual de la financiación a empresas (septiembre 2018): -0.22% (-0.10% septiembre 2017)

¹ "La inversión y la financiación de las empresas no financieras españolas: un análisis con datos a nivel de empresa" Boletín Económico 3/2018 <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T3/Fich/beaa1803-art19.pdf>

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.

3. Crédito a familias

A diferencia del crédito a empresas, el stock de crédito a las familias ha entrado en tasas de variación interanual positivas por primera vez en mucho tiempo (desde finales de 2010).

- Crecimiento interanual crédito a las familias (septiembre 2018): +0.45% (-1.05% septiembre 2017)

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

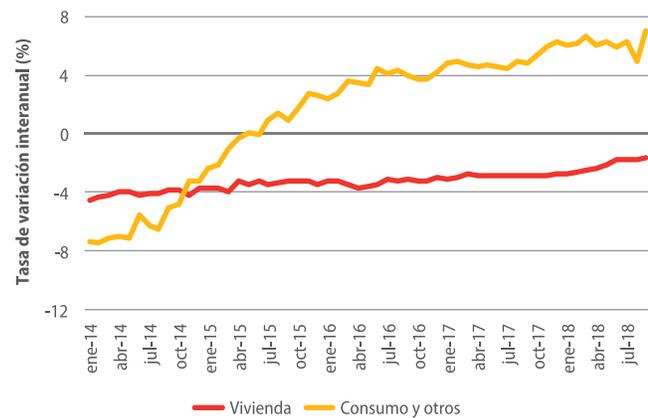
El aumento del crédito a familias se ha debido tanto al crecimiento sólido de los préstamos dedicados al consumo (al 6-7% interanual), como a la menor tasa de contracción del stock de crédito para vivienda. En los últimos trimestres se ha observado un mejor comportamiento en la tendencia de esta última serie, pese a la desaceleración en términos de tasa interanual del crecimiento de la concesión de hipotecas sobre viviendas. Recordemos que la evolución del crédito a

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

- Crecimiento interanual stock crédito a vivienda (septiembre 2018): -1.65% (-2.82% septiembre 2017)
- Crecimiento interanual nuevas hipotecas sobre vivienda 3 últimos meses, capital prestado (jun-ago 2018): 14.3% (32.2% jun-ago 2017)
- Crecimiento interanual stock crédito al consumo y otros (septiembre 2018): 6.93% (4.77% septiembre 2017)

Gráfica 19

Desagregación del crédito a familias



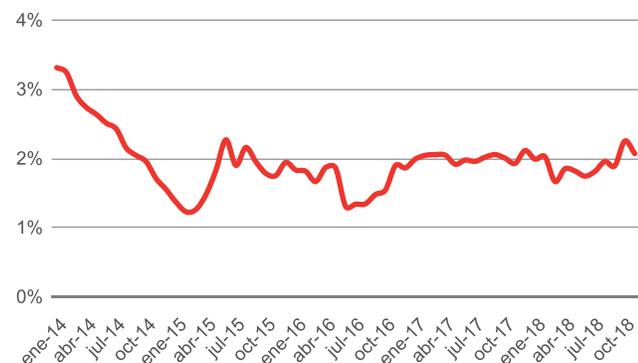
Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

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 (por el que los bancos invierten recursos a largo plazo financiándose con deuda de corto plazo). El *spread* ha permanecido relativamente estable alrededor del 2% en los últimos dos años.

Gráfica 20

Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo



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

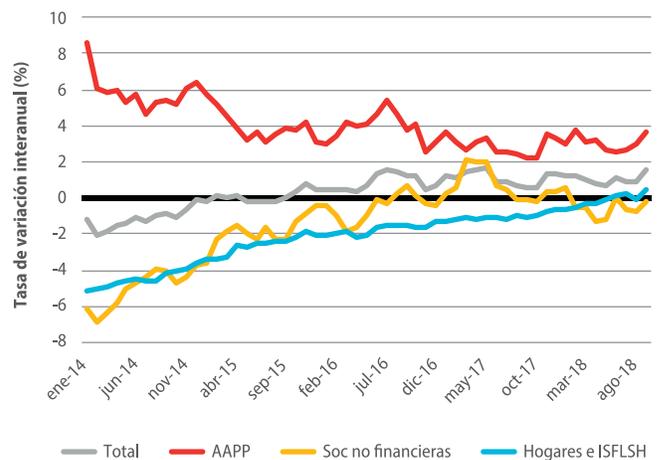
5. Tendencias en la extensión de crédito

El crecimiento de la financiación agregada a los sectores no financieros se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, con un leve repunte en los últimos meses para los que tenemos datos disponibles (abril a septiembre 2018). Éste se ha producido por la positiva evolución en los préstamos a las AAPP y a las familias, mientras que el crédito empresarial se mantiene todavía en tasas de crecimiento interanuales negativas.

- Crecimiento interanual financiación total a sectores no financieros (septiembre 2018): 1.56% (0.60% septiembre 2017)

Gráfica 21

Financiación a los sectores no financieros



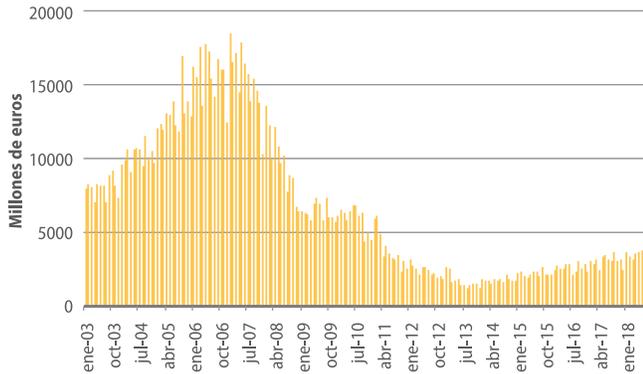
Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

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 son factores que deberían apoyar, tanto a la oferta como a la demanda de crédito. Por el contrario, existen otros factores que seguramente evitarán que este repunte sea significativo, como son: los niveles de endeudamiento aún abultados, el todavía elevado porcentaje de activos dudosos de la banca, o el hecho de que las empresas desde 2008 parecen ser más reacias a la financiación externa. Además, desde una perspectiva más coyuntural, el deterioro reciente en la confianza de los agentes económicos y las turbulencias en los mercados financieros podrían retrasar u obstaculizar este proceso de recuperación del crédito.

Por ello, no esperamos un repunte significativo ni rápido en la extensión de crédito, pero sí un repunte gradual. Todavía se están absorbiendo los excesos de la pasada burbuja inmobiliaria, es decir, la amortización de deuda hipotecaria contraída en el pasado continúa siendo superior a la nueva deuda que se crea. Dada la importancia sobre el ciclo económico del sector inmobiliario en particular, y el ciclo de crédito en general, en este contexto que hemos descrito en las páginas anteriores (y que ilustra el gráfico siguiente) parece difícil que se creen las condiciones para una fuerte recesión.

Gráfica 22

Nuevas hipotecas sobre vivienda, capital prestado



Fuente: Ministerio de Economía.

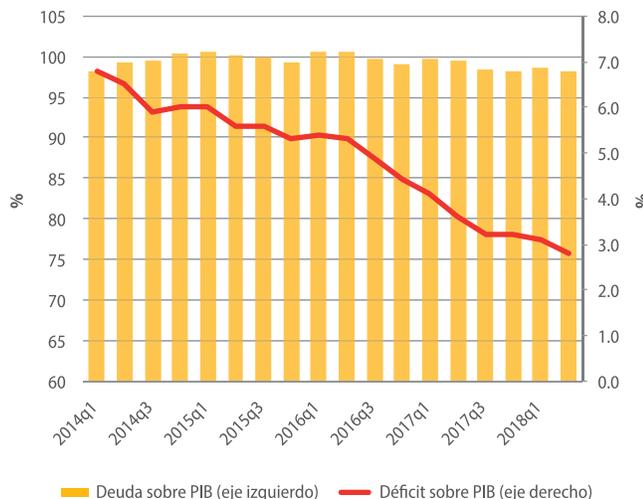
Sector público

En el acumulado de 2018 hasta agosto, el déficit de las Administraciones Públicas, sin incluir las Corporaciones Locales, se ha reducido en un 16% interanual (-1.95% vs. -2.41% en términos de PIB). Esta evolución se explica por un aumento interanual del 6.4% de los recursos no financieros, frente al crecimiento del 4.2% de los gastos. Ambas rúbricas han acelerado su crecimiento en el último año, pero sobre todo el gasto público.

En términos del déficit sobre PIB de los últimos 12 meses, éste ha descendido al 2.8%, cifra que el Banco de España estima para el conjunto del año 2018. La previsión de este organismo es que continúe la reducción del déficit de forma muy (excesivamente) gradual en los dos próximos años.

Gráfica 23

Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

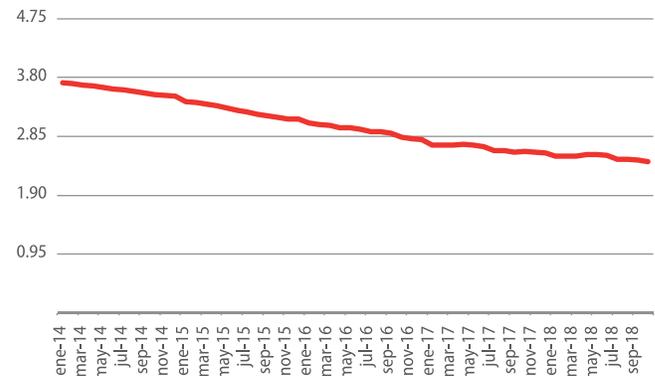
Esto representa un problema para la economía española y las finanzas públicas, dado el elevado cociente de deuda pública sobre PIB, que todavía se sitúa cerca del 100%. La caída en esta variable en los últimos años ha sido testimonial, pese al crecimiento económico (aumento del denominador) que se ha experimentado. ¿Hasta qué nivel podría ascender si la economía entra en una gran desaceleración?

- Déficit acumulado del año excluyendo Corporaciones Locales hasta (agosto 2018): 1.95% (2.41% agosto 2017)
- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (2T 2018): 2.8% (3.6% 2T 2017)
- Deuda sobre PIB (2T 2018): 98.1% (99.4% 2T 2017)

El tipo de interés medio total de la deuda del Estado ha descendido ligeramente por debajo del 2.5% (desde el 2.6% en el que estuvo en promedio en el segundo semestre de 2017), pese a que la rentabilidad de la deuda del Tesoro a 10 años dejó de caer. 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. Eso hace todavía más acucian la necesidad de reducir de manera más vigorosa el déficit público.

Gráfica 24

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



Fuente: Tesoro Público

Sector exterior

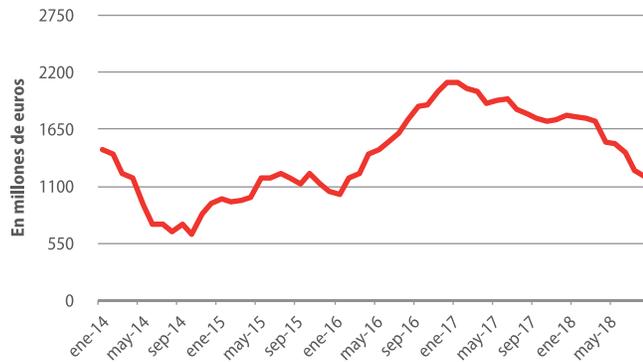
1. Balanza por cuenta corriente

En el acumulado de 2018 hasta agosto incluido, el superávit por cuenta corriente se ha desplomado en un 78%. En términos de los últimos 12 meses hasta agosto 2018, el superávit ha bajado al 1.2% sobre el PIB, desde el 1.8% del año anterior.

- Saldo cuenta corriente (acumulado ene-ago 2018): €2.026 millones (€9.235M, ene-ago 2017)

Gráfica 25

Saldo de la cuenta corriente



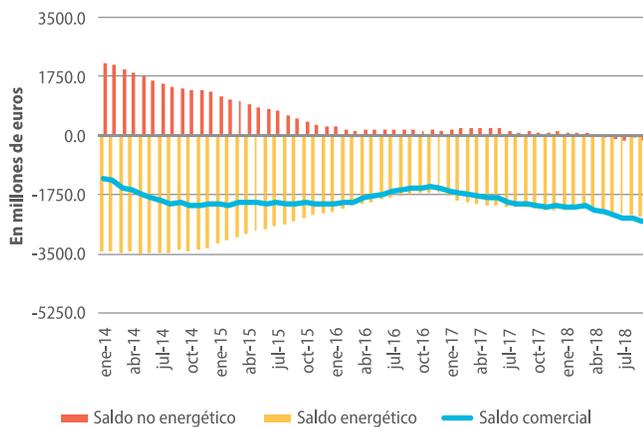
Fuente: Banco de España. Los datos son una media móvil de 12 meses.

Este comportamiento del saldo de la cuenta corriente se explica solo en una pequeña parte por el aumento del déficit comercial energético del 14% interanual, debido a la comparativa año-año de los precios del petróleo. Por poner el ejemplo más extremo del año, en junio 2018 la referencia Brent cerró el mes en 79\$ frente a los 48\$ del cierre de junio del año anterior, un 66% de subida. Esta comparativa, no obstante, acaba de entrar en negativo en el mes de noviembre tras la fuerte caída en los precios.

Más importante ha sido el deterioro en el saldo no energético, provocado por un crecimiento del 4% de las importaciones frente a solo el 2.2% de las exportaciones. En términos de media móvil de 12 meses, esta variable ha entrado en déficit después de varios años en superávit.

Gráfica 26

Descomposición del saldo comercial



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

Además, el saldo superavitario de los servicios de la cuenta corriente, en lugar de crecer como anteriormente, ha decrecido ligeramente en un 1% interanual en el primer semestre de 2018. El turismo ha desacelerado de forma notable su aportación positiva, con un saldo (ingresos - pagos) que creció solo al 2% en el primer semestre de 2018 respecto al mismo periodo del año anterior.

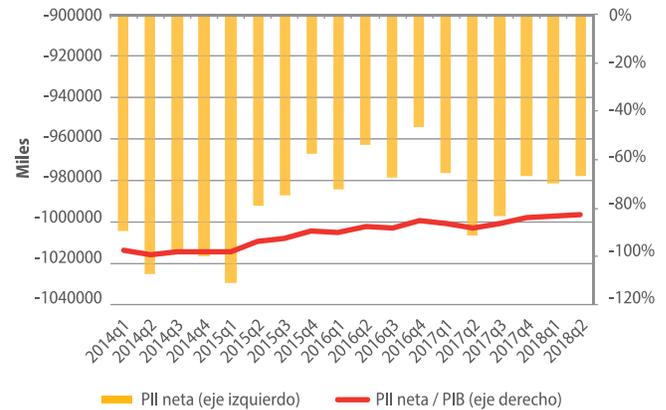
2. Posición financiera internacional

En los últimos trimestres ha continuado reduciéndose moderadamente la posición deudora frente al exterior, un dato positivo. Pero la elevada magnitud de este indicador sigue mostrando la fragilidad externa de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional.

- Posición financiera internacional neta/PIB (2T 2018): -82.6% (-88.3% 2T 2017)

Gráfica 27

Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

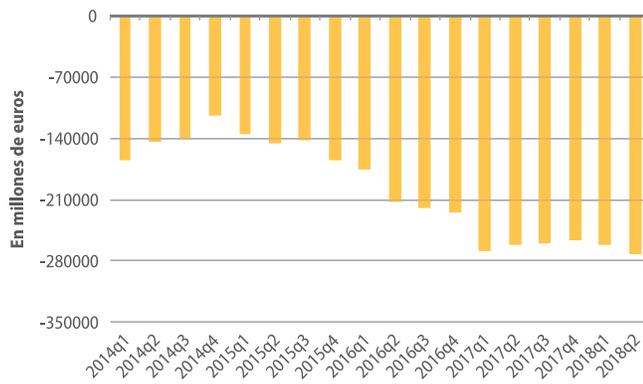
3. Balanza financiera

En la cuenta financiera del acumulado de enero a agosto de 2018 la diferencia (positiva) entre la variación neta de activos y la de pasivos ha aumentado, lo que implica un mayor crecimiento en los activos netos frente al exterior (es decir, salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior).

El elemento más importante cuantitativamente ha sido el papel del Banco de España. Ha pasado de registrar una entrada de fondos en el país por 49,500 millones de euros en los primeros ocho meses de 2017, a tan solo algo menos de 5,000 millones en 2018. La razón que está detrás de esto es la reducción del programa de compra de activos del BCE.

En el siguiente gráfico se observa la evolución de la posición deudora neta del banco central español frente al euro-sistema, cuyo origen principal es el programa de compras del BCE. Vemos cómo desde 2017 esta posición deudora se ha mantenido relativamente estable.

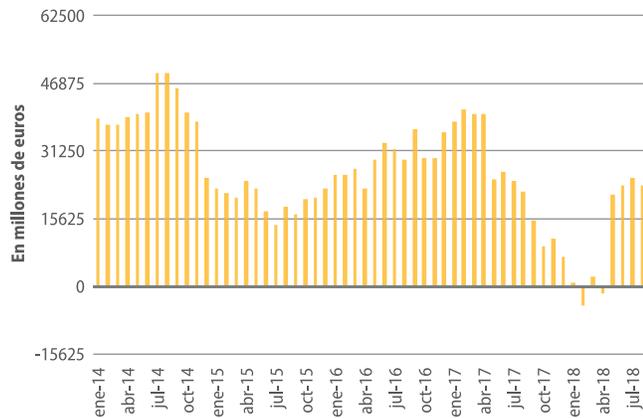
Posición neta del Banco de España frente al Eurosistema



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

Por otro lado, la evolución reciente de la inversión directa en España ha mejorado tras un deterioro notable en el último año y medio. En el acumulado de enero a agosto 2018 las entradas netas han aumentado más de un 85% respecto al mismo periodo del año anterior.

Entradas netas por inversión directa en España



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

UFM MARKET  TRENDS