UFM MARKET TRENDS

INFORME SEMESTRAL

ESPAÑA

La economía española, a expensas de la pandemia. ¿Se ve la luz al final del túnel?

JULIO - DICIEMBRE 2020

Autor: Ángel Martín Oro

trends.ufm.edu
S2 2020 ES

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

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

ESPAÑA

INDICADOR

Posición liquidez SF	Préstamos totales repuntan, riesgo de deterioro carteras crediticias no contabilizado por relajamiento en regulación con motivo COVID
Posición liquidez familias	Activos líquidos de familias incrementan mientras su endeudamiento cae
Posición liquidez empresas	Crecen las necesidades de liquidez, aunque también el crédito destinado a empresas
Cantidad dinero	Repunta el crecimiento de los agregados monetarios desde irrupción crisis COVID
Actividad económica	Colapso sin precedentes durante el confinamiento, mejor dato en 4T2020 de lo esperado
Demanda consumo cíclico	Sector auto e inmobiliario empiezan a recuperarse de la enorme caída sufrida desde marzo de 2020
Empleo	Marcado aumento del desempleo a partir de marzo, también caída en horas trabajadas por efecto ERTEs

INDICADOR

Confianza	Repunte desde mínimos, aun en niveles relativamente bajos debido a la enorme incertidumbre sobre el desarrollo de la pandemia
Beneficios empresariales	Contracción significativa
Precios	Ligero repunte en índices de precios, también sin componente energético. Podría estar indicando final fase recesión
Tipos de interés	Ligero repunte desde mínimos
Déficit público	Disparado, esta crisis se afrontaba sin mucho espacio fiscal, por lo que se puede haber llegado al límite de endeudamiento público
Sector exterior	Gracias a los bajos precios del petróleo, el saldo energético ha mejorado y el saldo comercial no energético es positivo (consecuente con situación de recesión). El enorme endeudamiento público ha provocado un empeoramiento de la posición de inversión internacional
Situación general	Inicio fase recuperación con mucha incertidumbre. Nuevos cierres podrían destruir la incipiente recuperación. Endeudamiento del sector público alcanza niveles preocupantes y podría afectar muy negativamente la recuperación económica

Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

El avance de la Contabilidad Nacional del cuarto trimestre de 2020 indica que la economía española se contrajo un 11% en el conjunto del ejercicio[1]. De cumplirse las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional, España habría sido el país (al menos, de entre los de cierto tamaño económico) más golpeado de todo el mundo en términos económicos. Solo Argentina y el Reino Unido le seguirían con tasas de contracción de doble dígito, del 10.4% y 10.0%, respectivamente. Aunque no es ningún consuelo, esta misma fuente prevé que la economía española vaya a rebotar en 2021 con mayor intensidad que el promedio de las economías desarrolladas (5.9% vs. 4.3%).

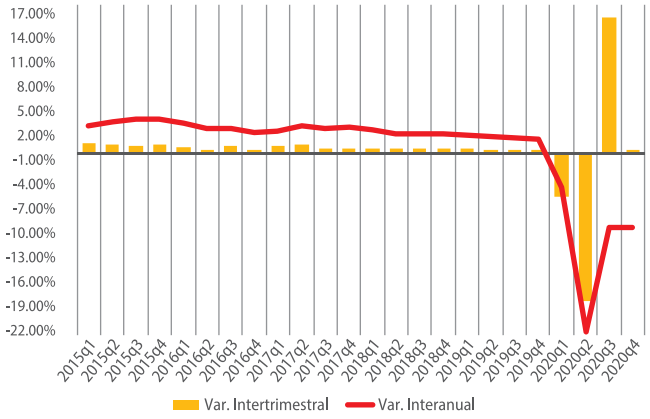
No obstante, existe una extrema incertidumbre respecto a estas cifras, reflejando la incertidumbre en el panorama económico, que a su vez responde al incierto desarrollo (¿fase final?) de la pandemia. Por lo que debemos ser especialmente cautos con las estimaciones, que en cualquier caso, sirven de barómetro de las expectativas en el momento actual, con la tercera ola de contagios y el comienzo de la distribución de las vacunas.

Tras experimentar en los anteriores trimestres una volatilidad sin precedentes en las tasas de crecimiento (del -18% intertrimestral en el 2T al +16% en el 3T), el PIB creció un 0.4% intertrimestral en el 4T 2020 y la tasa interanual se estabilizó en el -9% respecto al anterior trimestre. Estos datos sorprendieron positivamente al consenso de los analistas, que esperaban un -1.5% intertrimestral.

- Crecimiento PIB intertrimestral (4T 2020): 0.41% (16.41% 3T 2020)
- Crecimiento PIB interanual (4T 2020): -9.05% (-9.04% 3T 2020)

Gráfica 1

Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

[1] El INE advierte de que las revisiones posteriores puedan ser mayores a lo habituales, debido a la disponibilidad de datos y a la "dificultad inherente a la medición estadística de un cambio de coyuntura como el vivido desde el pasado mes de marzo".

Respecto a la desagregación de los datos, la contracción del PIB viene claramente liderada por la caída de la demanda interna[2]. En el 4T 2020 observamos cómo el gasto en consumo final viene recuperándose, con tasas de contracción interanuales cada vez menores: del -17.9% en el 2T al -4.4% en el 4T. El crecimiento del gasto público (+7% en el 4T) ha sido un claro apoyo en estas cifras.

En cambio, en la inversión (formación bruta de capital) no sucede lo mismo. Ésta se contrajo un 14% interanual en el último trimestre del año, frente al -9.6% del 3T y el -24% del 2T. Las peores cifras se observan en el sector inmobiliario y de construcción.

Si atendemos a la perspectiva del PIB desde la oferta, las actividades relacionadas con el comercio, transporte y ocio siguen siendo las más castigadas, por motivos obvios (también serán las que con mayor virulencia se recuperen cuando remita la pandemia). En cambio, el sector primario, las actividades financieras y de seguros y de las administraciones públicas, educación y sanidad, mantuvieron tasas de crecimiento positivas en el 4T.

b. PMIs

Los Índices de Gestión de Compras proporcionan información de mayor frecuencia de la evolución de la actividad económica durante estos meses de pandemia.

En particular, el PMI del sector servicios ha evolucionado en línea con las distintas olas de contagios y sus restricciones asociadas. Tras el desplome que lo llevó a marcar el mínimo de 7.1 en abril, después llegó a repuntar hasta 51.9 en julio, para caer después del verano hasta niveles de 40 y repuntar en diciembre hasta 48 (todavía por debajo de 50, es decir, señalando que la actividad y los nuevos pedidos del sector servicios continúan disminuyendo). Pero tengamos en cuenta que el dato de diciembre recoge datos recopilados entre el 4 y el 16 de diciembre. El dato del primer mes de 2021 ha sido muy negativo, cayendo de 48 a 41.7 (también influenciado por el temporal de nieve). Está por ver si este dato de enero marcará un suelo de esta tercera ola.

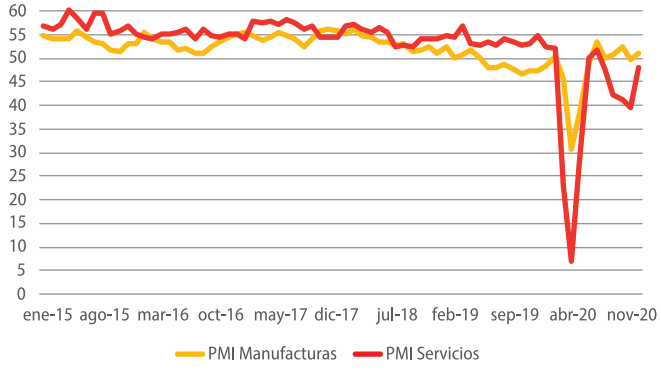
Por su parte, el sector manufacturero se ha mostrado mucho más resistente y estable gracias en parte al apoyo de la demanda externa, promediando un nivel de 51.3 en el segundo semestre del año, frente al de 43.8 del primero, y 51.1 en el último trimestre del año. Esta situación de mayor fortaleza del sector manufacturero frente a los servicios provocada por la pandemia contrasta con la vivida en los últimos años, particularmente durante el año 2019, en la que la industria sufrió de vientos en contra como la guerra comercial o los problemas en el sector de la automoción.

[2] La contribución de la demanda interna al crecimiento interanual fue de -6.3 puntos en el 4T 2020, frente a "solo" -2.7 puntos aportados por la demanda externa. Es interesante notar que en el 2T, en el que la demanda interna contribuyó -18.7 puntos al crecimiento, la externa restó apenas -2.9 puntos.

- PMI Manufacturas (promedio 4T 2020): 51.1 (47.2 4T 2019)
- PMI Servicios (promedio 4T 2020): 43.0 (53.6 4T 2019)

Gráfica 2

Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit.

c. Demanda de sectores cíclicos

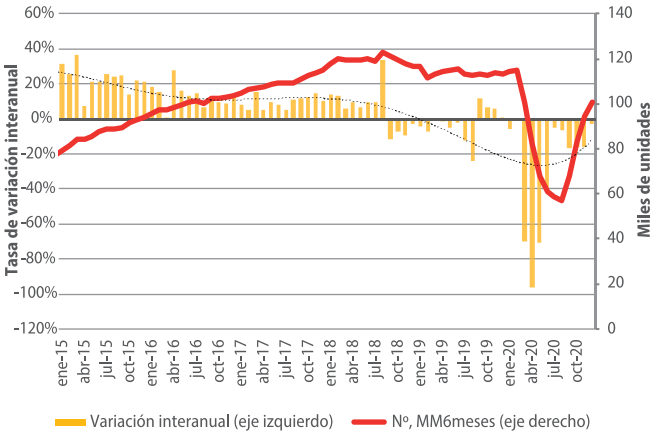
Sectores como el del automóvil o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, son un termómetro adicional de la coyuntura que debe tomarse en cuenta. Además, en las actuales circunstancias mencionaremos al sector del turismo y del comercio minorista.

El sector del automóvil sufrió un tremendo *shock* en primavera, que vio las matriculaciones desplomarse hasta niveles mínimos. Si bien los últimos datos de diciembre aún registran contracción en términos interanuales, la recuperación está en marcha, dejando atrás un año 2020 en el que las ventas de coches en Europa han registrado su mayor caída en la historia (-24%).

- Crecimiento interanual matriculación automóviles (4T 2020): -11.5% (4.4% 4T 2019)

Gráfica 3

Matriculación de automóviles



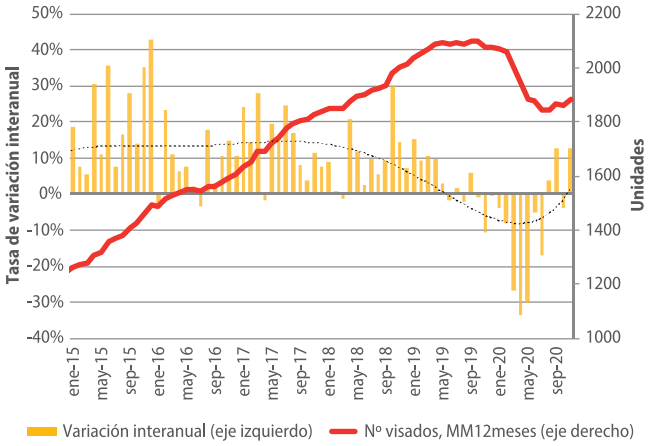
Fuente: Dirección General de Tráfico y Mº Economía. Datos CVEC.

Como mencionamos más arriba respecto a los datos desagregados del PIB, la actividad del sector inmobiliario se ha visto significativamente golpeada. Los visados de dirección de obra nueva, un indicador adelantado de la actividad inmobiliaria, descendieron un 23.3% en el 2T frente al mismo periodo del 2019. No obstante, los últimos datos (de septiembre a noviembre) parecen mostrar una incipiente recuperación, que podría verse impactada negativamente con la tercera oleada.

- Crecimiento interanual visados de obra (sep-nov 2020): 6.7% (-23.3% 2T 2020; -2.06% sep-nov 2019)

Gráfica 4

Visados de dirección de obra nueva

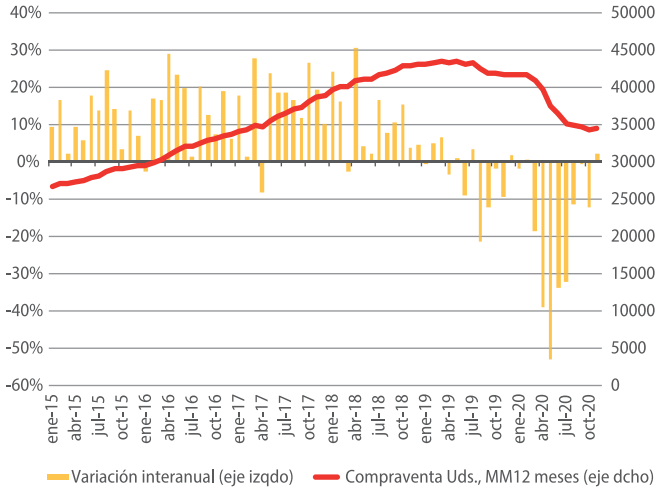


Fuente: Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

Otro ángulo desde el que podemos ver este *shock* es a través de las compraventas de viviendas, un dato no adelantado.

Gráfica 5

Compraventa de viviendas



Fuente: INE, Estadística de Transmisiones de Derechos de la Propiedad.

Por su parte, el crecimiento de los precios de la vivienda ha continuado desacelerándose de forma significativa en los últimos trimestres. Un proceso de desaceleración que ya había comenzado más de un año antes de que golpeara la pandemia, pero que seguramente se haya visto acelerado por ella.

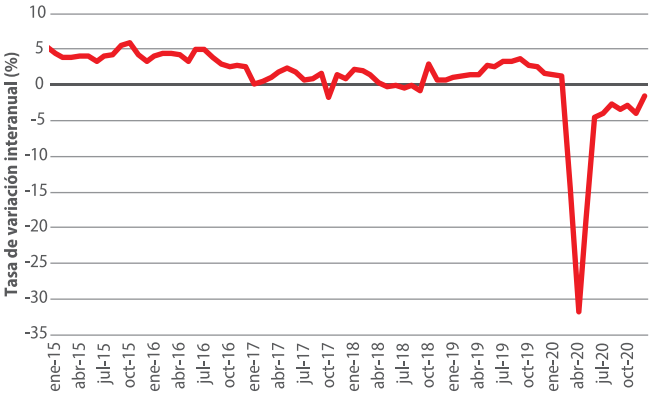
- Crecimiento interanual índice precio de la vivienda INE (3T 2020): 1.68% (2.11% 2T 2020; 4.68% 3T 2019)

En esta edición del informe, al igual que en la anterior, merece hacer una mención al turismo, como otro de los sectores cíclicos importantes para la economía española. La situación sigue siendo catastrófica. Si bien se ha dejado atrás la *nula* actividad del mes de abril, según la 'Encuesta de ocupación hotelera' del INE la caída interanual de las pernoctaciones fue en diciembre del 81%. Esta variable fue del -64% en agosto, nivel máximo desde marzo.

Asimismo, la tasa de crecimiento de las ventas al por menor, que en términos interanuales registró en abril un descenso del 31.7%, ha pasado a contraerse solo un 1.5% en diciembre. La máxima tasa de contracción en la crisis de 2008-09 fue del 8.5% y en la de 2012 fue del 11.4%, pero la velocidad de recuperación fue lenta, algo que podría ser diferente esta vez.

Gráfica 6

Ventas al por menor



Fuente: INE.

2. Empleo

La Encuesta de Población Activa (EPA) del 4T mostró un aumento del número de ocupados de 167,400 personas, muy superior al de años anteriores. La tasa de variación anual del empleo fue del -3.1%, dato que mejora el de los dos trimestres anteriores (-3,5% del 3T y -6.1% del 2T). La tasa anterior se puede desglosar entre el crecimiento interanual del empleo público del 3.9% y la contracción del empleo privado del 4.5% en el último trimestre del año.

El impacto de la crisis actual en los datos del mercado laboral sigue relativamente difuminado por el hecho de que los empleados afectados por ERTEs son considerados "ocupados"[3].

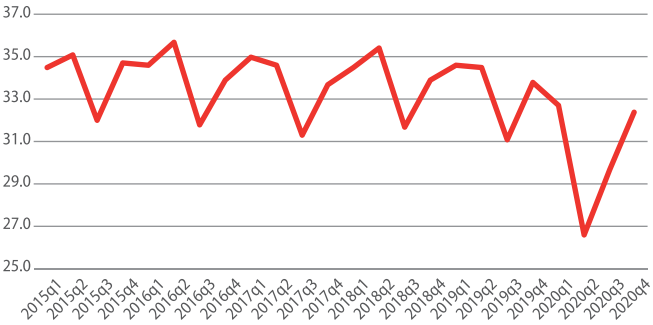
[3] El INE señala que "hay que tener en cuenta que a los afectados por un Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) con suspensión de empleo, según la metodología de la Oficina Estadística de la Unión Europea (Eurostat) y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) que se aplica en la EPA, se les considera ocupados".

El INE estima que los ocupados que no trabajaron durante la semana de referencia de la EPA en el 4T 2020 fueron 1.89 millones, frente a los 1.46 millones del mismo trimestre del año anterior.

Por eso tiene mucho sentido en este contexto mirar también las horas efectivas trabajadas, que están un 6.1% por debajo de las del 4T 2019.

Gráfica 7

Número medio de horas efectivas semanales trabajadas por todos los ocupados



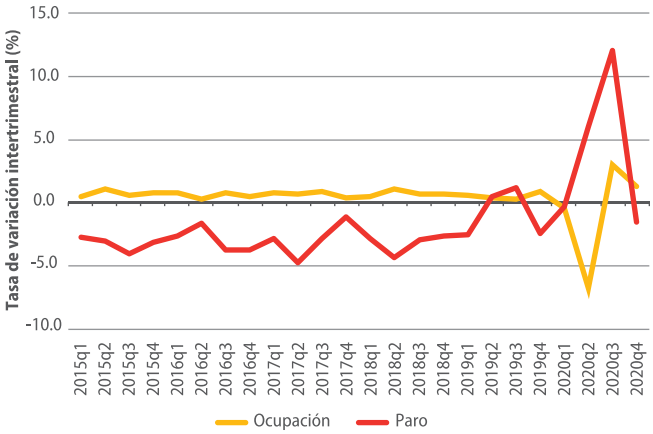
Fuente: INE. Encuesta de Población Activa. Todos los ocupados, hayan o no trabajado en la semana.

Asimismo, según los datos de afiliados a la Seguridad Social, la contracción anual de empleo se ha ido suavizando a lo largo del año desde el segundo trimestre[4].

- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (4T 2020): -2.0% (-2.9% 3T 2020; -4.4% 2T 2020)
- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (diciembre 2020): -1.9% (-1.8% nov 2020; -2.3% oct 2020)
- Tasa de Desempleo (4T 2020): 16.1% (16.3% 3T 2020; 13.8% 4T 2019).
- Tasa de Actividad (4T 2020): 58.2% (57.8% 3T 2020; 58.7% 4T 2019).
- Variación del empleo últimos 12 meses (4T 2020): -3.1% (-3.5% 3T 2020; 2.1% 4T 2019).

Gráfica 8

Tasas de variación del empleo

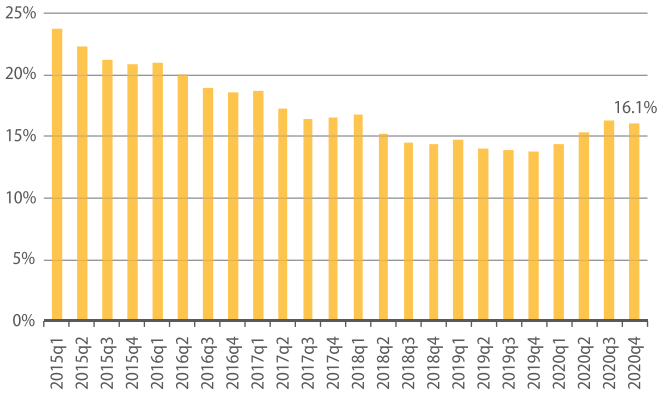


Fuente: INE. Encuesta de Población Activa. Datos desestacionalizados.

[4] Los datos de afiliados son la media mensual.

Gráfica 9

Tasa de desempleo



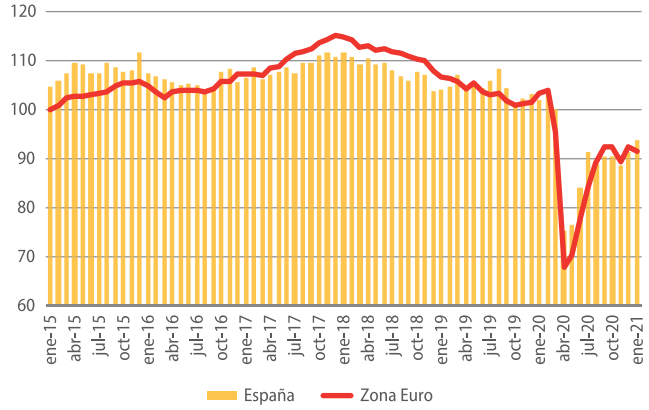
Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

Desde los niveles más bajos de abril, la confianza de los agentes económicos ha recuperado buena parte de la caída, tanto en España como en el conjunto de la zona euro. Curiosamente, en el dato más reciente correspondiente a enero se produjo una divergencia, con el índice de clima económico mejorando en España respecto al mes anterior (pese a lo que cabría pensar dada la virulencia de la tercera ola y las medidas restrictivas asociadas) y retrocediendo en la zona euro.

Gráfica 10

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, datos como los PMIs muestran que el entorno empresarial se debate entre el pesimismo de la actual situación y cierta esperanza al mirar hacia adelante, gracias especialmente a los avances en las vacunas. Por ejemplo, en el sector de manufacturas, el grado de optimismo de los gestores de compra en diciembre fue el mayor desde julio de 2018, en medio de la esperanza de que la pandemia haya pasado para estas fechas el año que viene. En los servicios, a pesar de sufrir una situación peor que la industria, la confianza también ha crecido notablemente.

A estas alturas es muy complicado saber si este optimismo está justificado. Si bien es cierto que la situación en el presente sigue siendo extremadamente difícil y que los retos a corto plazo son importantes, debemos advertir acerca del error que se puede incurrir de extrapolar el pasado reciente hacia el futuro. Creemos que el entorno actual puede cambiar a gran velocidad, tanto para mal (como ha sucedido en los últimos meses y trimestres), como también para bien en el futuro próximo. Por lo que debemos estar abiertos a un escenario de sorpresas positivas según el cual la recuperación vaya a ser más rápida de lo que el consenso había previsto.

Inflación y precios

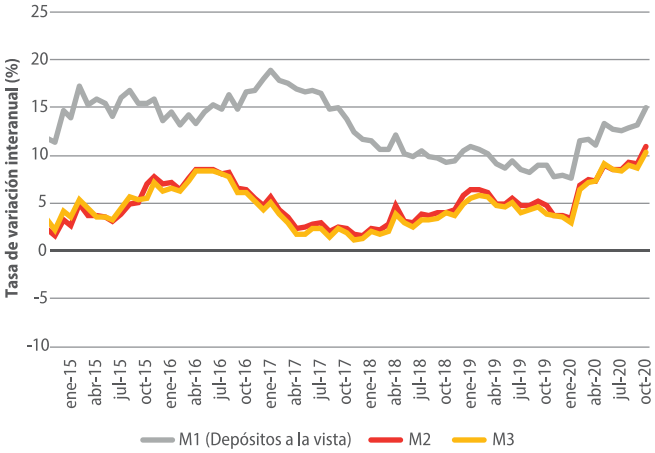
1. Agregados monetarios

En el mes de abril, en medio de lo peor de la pandemia, la tasa de crecimiento de los diferentes agregados monetarios registró un fuerte repunte. Este no solo se ha consolidado, sino que se ha acelerado en los últimos meses del 2020. La M1 (depósitos a la vista) creció un 15% interanual en diciembre, mientras que la M2 y M3 también crecieron a doble dígito.

- M1: Promedio variación interanual (4T 2020): 13.7% (12.9% 3T 2020; 8.7% 4T 2019).
- M2: Promedio variación interanual (4T 2020): 9.8% (8.7% 3T 2020; 4.9% 4T 2019).
- M3: Promedio variación interanual (4T 2020): 9.4% (8.7% 3T 2020; 4.2% 4T 2019).

Gráfica 11

Agregados monetarios España (excluido efectivo)



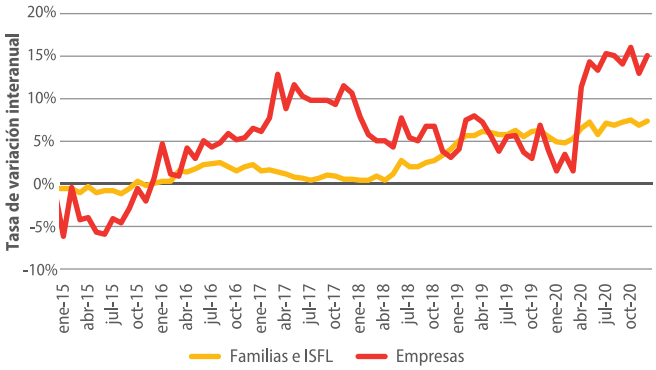
Fuente: Banco de España.

Si vamos un poco más allá, observamos que los depósitos de las empresas no financieras fueron los responsables del fuerte repunte en abril, que continuó en meses siguientes y se ha consolidado en tasas de crecimiento interanuales del entorno del 15%. En el caso de las familias, que acumulan la mayor parte de los depósitos totales (57% vs. menos del 19% en el caso de las empresas), también se aceleró la tasa de

crecimiento, pero se mantiene muy por debajo, ligeramente por encima del 7%.

Gráfica 12

Depósitos de familias y empresas no financieras



Fuente: Banco de España.

El hecho de que los depósitos de los agentes del sector privado, y el conjunto de la oferta monetaria, hayan experimentado una notable aceleración en su crecimiento desde el comienzo de la pandemia, constituye una anomalía en el contexto de crisis económicas anteriores. Una anomalía que, entendemos, se justifica por el carácter exógeno de esta recesión y por la reacción de las políticas económicas, fiscales y monetarias, que han tratado de poner remedio a los problemas de liquidez de familias y empresas.

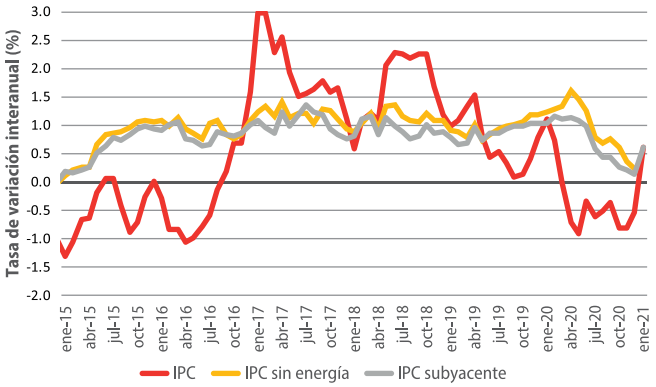
2. Índice de precios al consumidor

La tasa de inflación general de precios al consumo cayó con fuerza en los primeros compases de la pandemia hasta el mínimo de -0.92% en mayo. Desde entonces se ha mantenido en un rango lateral, hasta el repunte de comienzos de 2021, que lo ha llevado al 0.6% (nivel máximo desde febrero de 2020).

Una desagregación de la variable nos muestra que las presiones deflacionistas se impusieron claramente en el segundo semestre de 2020. La tasa del IPC subyacente cayó desde niveles superiores al 1% en abril al 0.14% de diciembre, para luego repuntar al 0.6% de enero del nuevo ejercicio.

Gráfica 13

Índice de precios al consumo



Fuente: INE y Ministerio de Economía. Nota: El último dato del IPC general de enero 2021 es adelantado.

Como siempre hemos defendido en este informe, la evolución del IPC general está marcada por la volatilidad de los precios del petróleo. Por eso es esencial desglosar la variable e incluir medidas que no incluyan este componente energético que está fuera de control de la economía española.

En los últimos meses del 2020 esta volatilidad ha sido al alza, pero todavía no se percibe en las comparativas interanuales que se incluyen en los datos de IPC. En caso de permanecer el precio del petróleo en niveles similares o superiores a los actuales (55$ Brent), su efecto positivo sobre la inflación de precios será significativo a partir de marzo, simplemente por efecto estadístico (recordemos que el precio del barril Brent cerró febrero de 2020 alrededor de los 50$ y se desplomó en marzo hasta cerrar el mes por debajo de 23$).

3. Índice de precios industriales

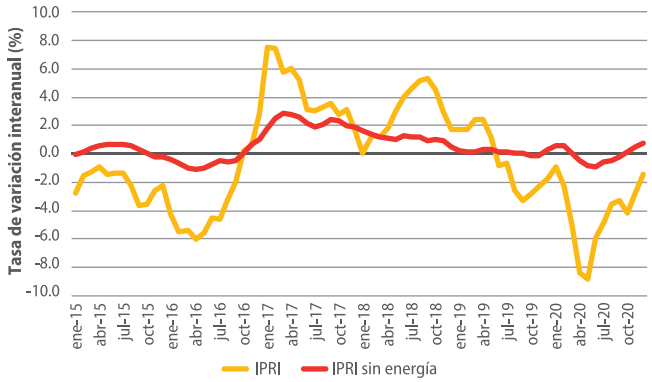
Este último punto es también relevante para analizar los precios industriales, cuya tasa de variación interanual sufrió su mayor caída en mayo desde que comenzó la serie en 1975. Esta vino principalmente por el desplome de los precios relacionados con la energía (-25%). Si excluimos estos, observamos un descenso interanual menor del que se produjo en la primavera de 2016.

La recuperación en esta variable ha sido notable. De hecho, en diciembre 2020 la tasa de variación de los precios industriales (excluyendo el componente energético) superó los niveles pre-pandemia, marcando máximos desde finales de 2018. Este dato está en línea con las evidencias encontradas por el informe de Markit de los PMIs de manufacturas, que en diciembre encontraron que la inflación de los costes alcanzó su nivel máximo de casi tres años, por la existencia de cuellos de botella y escasez de suministros (episodios significativos están ocurriendo en los chips para la industria del automóvil[5]), además del ascenso en el precio de muchas materias primas, como el cobre, el mineral de hierro, entre muchas otras. Esta alza en los costes, señalaba el informe de Markit, provocó la caída de los márgenes de beneficios de las empresas manufactureras, que reaccionaron aumentando sus precios. Otros factores señalados en este contexto fueron los retrasos en el transporte derivados por las restricciones causadas por la COVID-19 o la fuerte demanda de Asia.

[5] Véase, por ejemplo: *Chip Shortages Force Automakers To Slash Production,* Forbes (14 enero 2021).

Gráfica 14

Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

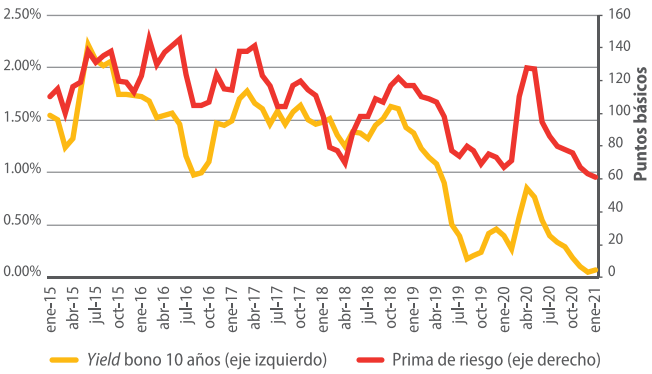
Si incluimos los precios energéticos (línea azul), en cambio, la imagen cambia. Pero los efectos estadísticos mencionados en el apartado anterior respecto al petróleo también provocarán un repunte en los próximos meses en las tasas de variación interanuales de los precios industriales.

4. Precios de activos financieros

La agresiva respuesta del Banco Central Europeo a la pandemia, con sus compras de bonos, entre otras medidas, ha provocado que los tipos de interés de la deuda española a largo plazo hayan bajado de los mínimos alcanzados en verano de 2019, rozando el 0%. La prima de riesgo, tras dispararse en los momentos de pánico financiero de marzo, también está en mínimos, en apenas 60 puntos básicos. Una situación que nos parece anómala desde el punto de vista de los fundamentales macroeconómicos, dado el deterioro absoluto y relativo tan fuerte de España, y en particular, de sus finanzas públicas (como veremos luego).

Gráfica 15

Yield del bono español y prima con Alemania

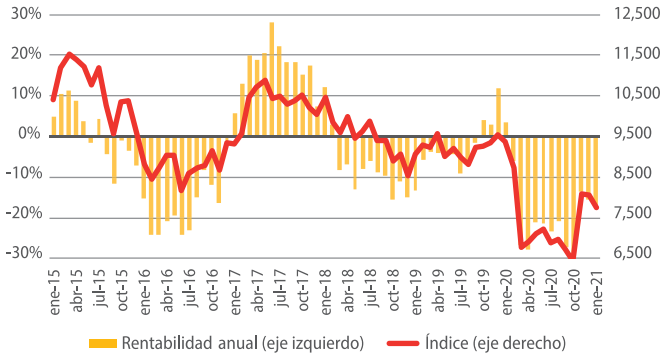


Fuente: Ministerio de Economía. Nota: Los datos son un promedio del mes.

La bolsa española, en cambio, apenas ha recuperado una parte de la fuerte caída sufrida a finales de febrero y durante marzo. De hecho, en octubre 2020 se alcanzaron niveles inferiores del Ibex 35 comparados con el cierre de marzo. Fueron las noticias de la vacuna del 9 de noviembre lo que inició un rebote de cierta envergadura en la bolsa española (y sobre todo los sectores más cíclicos y castigados durante la pandemia, como el financiero, energético o industrial), que ha sido puesto en prueba por la tercera ola de contagios. A cierre de enero, el índice de referencia español mantiene un descenso del 17% en términos anuales.

Gráfica 16

IBEX 35



Fuente: Investing.com. Nota: Datos mensuales a cierre de mes (último dato enero). No incluye dividendos.

5. Tendencias en la evolución de precios

Hasta finales del año anterior, las presiones deflacionistas se impusieron claramente en la economía española en un contexto de pandemia. Pero los indicadores de inflación de precios podrían haber empezado un repunte significativo en el mes de enero, que se prevé acelere en las comparaciones interanuales debido en parte a los efectos estadísticos de un precio del petróleo muy por debajo de los niveles actuales a partir de marzo 2020.

Diversas fuentes de datos, como las encuestas a los gestores de compras, tanto en las manufacturas como en los servicios, están informando de aceleración en la inflación de costes (caracterizada por la subida de los precios de las materias primas) y tensiones en la oferta, con problemas de suministro en algunas cadenas de valor.

Son factores que pueden agravar, si bien quizá temporalmente, la tendencia ligeramente inflacionaria que observamos. Una tendencia que está también apoyada por el fuerte crecimiento de los agregados monetarios.

Crédito

1. Préstamos totales del sector financiero

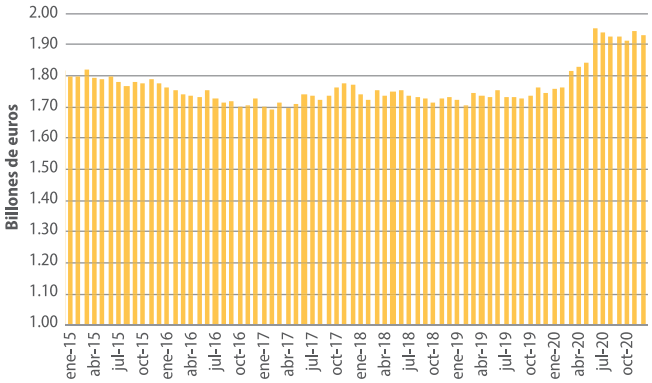
Tras un largo proceso de desapalancamiento de la banca y estancamiento del total de préstamos, en los primeros meses de la pandemia, incluyendo el gran repunte de junio, observamos un repunte importante en esta variable, que se sitúa en máximos desde finales de 2013. En términos de tasa de variación interanual, creció más del 10% en el último trimestre de 2020, ¡la mayor desde 2008!

Por supuesto, este hecho se ha debido a las circunstancias excepcionales que hemos vivido, en las que las necesidades de financiación externa de los agentes económicos se han disparado en un contexto del desplome de los ingresos. En las próximas páginas veremos los detalles.

- Crecimiento interanual del total de préstamos (4T 2020): 10.4% (11.5% 3T 2020; 1.5% 4T 2019)

Gráfica 17

Total préstamos y créditos sector financiero



Fuente: Banco de España.

a. Activos de dudoso cobro

Los datos muestran que los créditos de dudoso cobro del sector financiero, que venían cayendo a fuertes tasas en los últimos años, se han estabilizado en los últimos trimestres. Entendemos que es una variable que reacciona con retraso al deterioro económico y que previsiblemente repuntará en los próximos meses. Esta variable, además, se encuentra artificialmente deprimida debido al relajamiento en la regulación bancaria que decretó el BCE con motivo de la crisis del COVID.

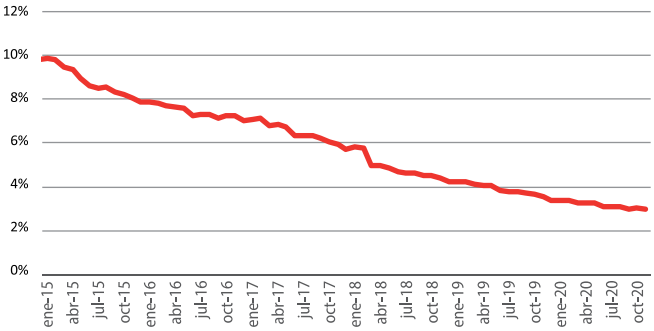
El porcentaje sobre el total de créditos se sitúa en el 3%, niveles que no se veían desde final de 2008. La caída más reciente de esta ratio ha venido apoyada por el incremento del denominador, como se ha dicho arriba.

Es una reducción notable desde los máximos por encima del 10% de finales de 2013 y 2014, lo cual es un balón de oxígeno en una situación como la actual. No obstante, tengamos en cuenta que durante toda la década de los 2000s el porcentaje de créditos dudosos sobre el total no llegó a superar el 1% hasta abril de 2008.

- Crecimiento interanual créditos dudosos (noviembre 2020): -6.7% (-18.3% noviembre 2019)
- Porcentaje de créditos dudosos respecto al total (noviembre 2020): 3.0% (3.6 % noviembre 2019)

Gráfica 18

Créditos de dudoso cobro sobre total créditos del sector financiero



Fuente: Banco de España.

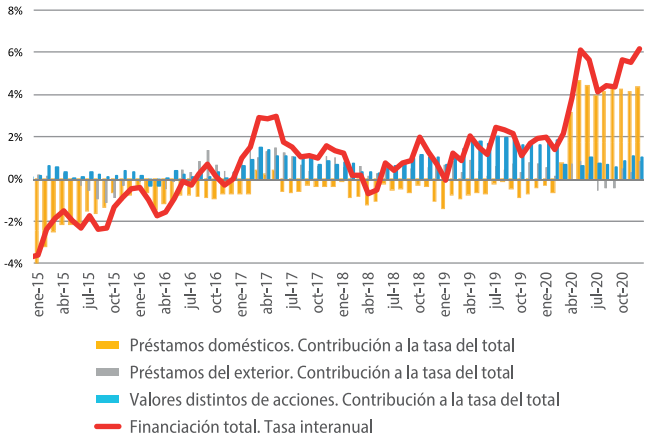
2. Financiación a empresas no financieras

La financiación a las empresas no financieras ha continuado creciendo con fuerza, incluso acelerando su ritmo a final de año. Este viene liderado por los préstamos domésticos de las entidades de crédito (crecimiento del 8%), una parte de ellos avalados por el Instituto de Crédito Oficial en el marco del plan de choque del gobierno ante los efectos económicos de la pandemia.

- Crecimiento interanual de la financiación a empresas (diciembre 2020): 6.2% (1.95% diciembre 2019)

Gráfica 19

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.

En la situación actual es particularmente interesante echar la vista atrás para ver el punto en el que nos encontramos respecto a la historia reciente. Por eso es un momento oportuno para actualizar el gráfico histórico de la tasa de crecimiento de la financiación total a las empresas no financieras.

Gráfica 20

Financiación total a las empresas no financieras

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

En las comparaciones que puedan hacerse de la crisis económica a la que nos enfrentamos hoy y la anterior gran crisis que comenzó en 2009, es necesario tener en cuenta que el punto de partida es totalmente distinto. En aquella situación el sector empresarial venía de una década entera de fuerte incremento del endeudamiento, lo cual contrasta con la actualidad. Pensamos que este es un punto importante que implica que el sector empresarial se enfrenta hoy al *shock* actual en una posición relativamente buena (o menos frágil) en términos de endeudamiento.

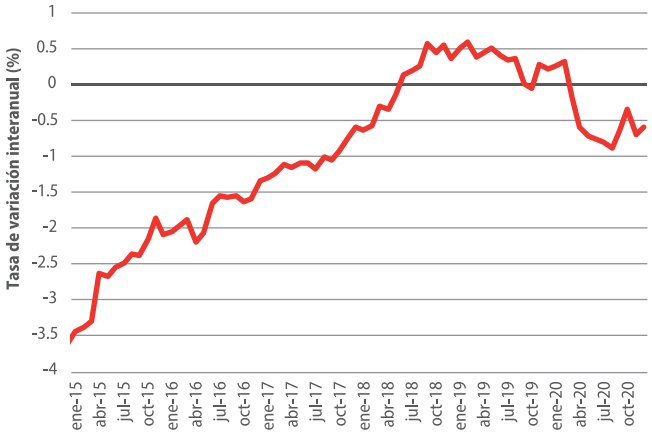
3. Crédito a familias

En contraste con la evolución del crédito a empresas, el stock de crédito a las familias (e ISFLSH, aunque esta partida es residual) ha mantenido tasas de variación negativas en términos interanuales desde el mes de marzo.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (diciembre 2020): -0.6% (+0.22% diciembre 2019)

Gráfica 21

Evolución del crédito a familias

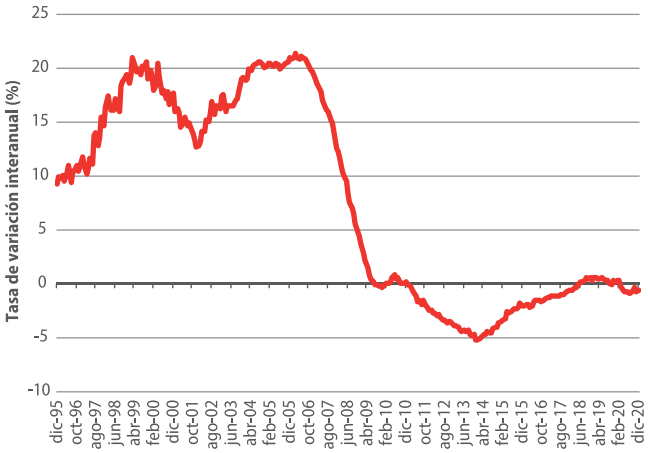


Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

Tal y como hicimos en el caso de la financiación empresarial, mostramos a continuación el gráfico histórico de los hogares. También ilustra claramente que todavía estamos digiriendo los excesos de crédito cometidos en el pasado, en particular relacionados con el sector inmobiliario. La lectura positiva es que los hogares, al igual que las empresas, no parten de una situación de excesivo nuevo endeudamiento.

Gráfica 22

Financiación total a los hogares e ISFLSH



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

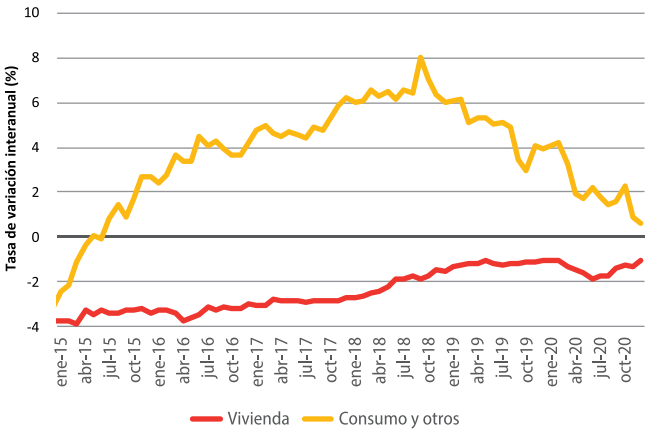
El comportamiento negativo reciente del stock de crédito a las familias se ha debido a los préstamos dedicados al consumo, cuya tasa de crecimiento ha pasado desde el máximo del 8% en septiembre de 2018 a apenas el 0.6% en diciembre 2020. Por su parte, la tasa de contracción del stock de crédito ha disminuido desde el verano.

Recordemos que la evolución del crédito a los hogares viene principalmente determinada por el componente de vivienda, que pesa alrededor del 74% del total.

- Crecimiento interanual stock crédito a vivienda (diciembre 2020): -1.05% (-1.06% diciembre 2019)
- Crecimiento interanual nuevas hipotecas inmobiliarias 3 últimos meses, capital prestado (sept-nov 2020): -6.2% (-7.2% sept-nov 2019)
- Crecimiento interanual stock crédito al consumo y otros (diciembre 2020): 0.64% (3.94% diciembre 2019)

Gráfica 22

Desagregación del crédito a familias



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

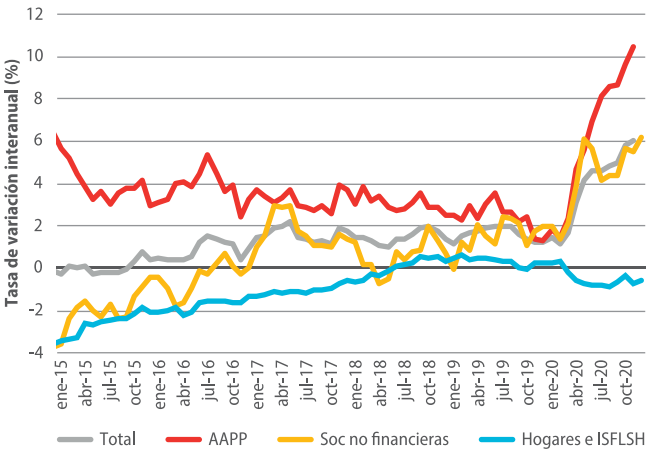
4. Tendencias en la concesión de crédito

Consecuencia de todo lo anterior, unido a que el crecimiento de la financiación a las Administraciones Públicas se ha acelerado sustancialmente, es que el crecimiento de la financiación agregada a los sectores no financieros ha continuado incrementándose, pasando de una tasa anual del 1.2% hacia finales de 2019, a superar el 6% en noviembre de 2020.

- Crecimiento interanual financiación total a sectores no financieros (noviembre 2020): 6.04% (1.19% noviembre 2019)

Gráfica 23

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.

La última *Encuesta sobre Préstamos Bancarios* de enero 2021 proporciona información interesante relativa al comportamiento de la oferta y demanda de crédito, así como de las expectativas del sector bancario.

Pese a la aceleración en el ritmo de crecimiento de la financiación a las empresas no financieras, esta publicación informa de una ligera contracción de la oferta crediticia durante el cuarto trimestre, que vincula con un aumento de los riesgos percibidos por las entidades financieras (en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas), lo que también se habría reflejado en una caída de la demanda de préstamos. Asimismo, señalan que la ratio de morosidad habría contribuido a un cierto endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos en los segmentos de financiación a las empresas y a los hogares para consumo y otros fines.

Respecto a las expectativas para el primer trimestre de 2021 de la oferta de crédito, "las entidades españolas esperan un nuevo endurecimiento de los criterios de concesión en el segmento de financiación a las sociedades y una estabilidad en la financiación a los hogares". Por la parte de la demanda, anticipan "un descenso de las solicitudes de préstamos provenientes de las empresas y de los hogares para adquisición de vivienda, y una estabilidad de las peticiones de las familias para consumo y otros fines".

Sector público

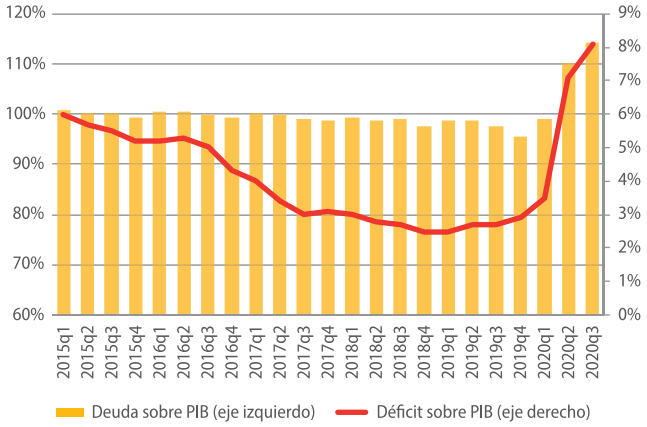
El ejercicio 2019 cerró con un déficit de las AAPP por debajo del 3% del PIB, mientras que en 2020 se prevé acabar con un 10.5%, según el escenario central del más reciente informe de proyecciones macroeconómicas del Banco de España (diciembre 2020). Aunque sea demasiado tarde, no está de más echar la vista atrás y ver la oportunidad perdida de no haber ajustado las finanzas públicas durante los años previos de expansión. Ello hubiera ayudado a capear mejor la crisis en la que estamos inmersos.

A finales de noviembre de 2020, el déficit de las Administraciones Públicas (sin incluir las Corporaciones Locales) ha subido un 346% respecto al mismo periodo del año anterior, hasta los 87,603 millones de euros. En términos de PIB, a cierre de noviembre el déficit ascendería al 7.8% frente al 1.6% de 2019.

Este incremento del déficit se debe tanto al descenso de los ingresos (-5.4%) como al fuerte aumento de los gastos (+10.7). Según la Intervención General de la Administración del Estado y con datos disponibles hasta noviembre, el gasto consolidado asociado a la COVID-19 alcanza los 35,250 millones.

Gráfica 25

Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

Este déficit ha disparado la deuda pública, que en el 3T ascendió al 114.1% del PIB, con previsión de que cierre el 2020 cerca del 117%.

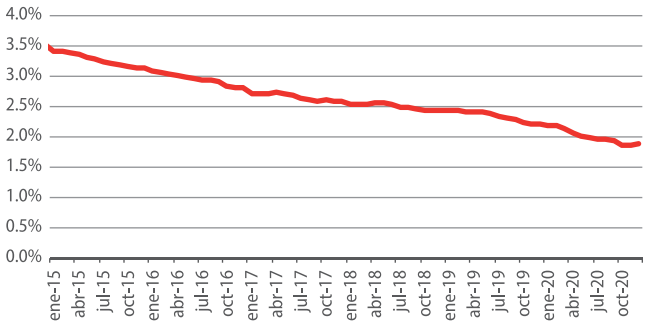
- Déficit acumulado sobre PIB excluyendo Corporaciones Locales (noviembre 2020): 7.8% (1.6% noviembre 2019)
- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (3T 2020): 8.1% (7.1% 2T 2020; 2.7% 3T 2019)
- Deuda sobre PIB (3T 2020): 114.1% (110.2% 2T 2020; 97.5% 3T 2019)

Pese al grave deterioro de las finanzas públicas, el tipo de interés medio total de la deuda del estado ha continuado su imparable

descenso, en línea con la evolución de los mercados de renta fija soberana que comentábamos más arriba. Así, el tipo de interés ha descendido hasta el 1.87% en diciembre 2020, que compara con el 2.20% del mismo mes del año anterior. Claramente, aquí vemos el efecto del agresivo programa de compra de bonos del BCE, absorbiendo una parte significativa de las necesidades de financiación de las AAPP.

Gráfica 26

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



Fuente: Tesoro Público.

Esta caída de los costes de financiación del estado es un elemento muy significativo que sigue favoreciendo las cuentas públicas españolas, pero que no durará eternamente (aunque sí está durando más de lo previsto gracias al continuo apoyo del BCE, y probablemente seguirá en niveles bajos por bastante más tiempo). De cualquier manera, se trata de un elemento que añade fragilidad a la economía española.

Sector exterior

1. Balanza por cuenta corriente

En términos acumulados de 2020 hasta noviembre, el superávit de la cuenta corriente o capacidad de financiación de la economía española se ha desplomado un 70% interanual. En el periodo de tres meses de septiembre a noviembre la contracción se reduce al 41% interanual.

Gráfica 27

Saldo de la cuenta corriente

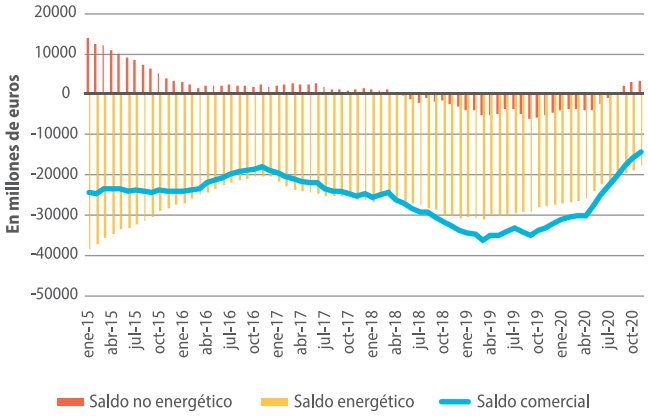
Fuente: Banco de España. Los datos son la suma de los últimos 12 meses.

Esta caída está debida en buena parte al colapso del turismo, una de las fuentes principales del superávit por cuenta corriente de la economía española. Así, el saldo positivo de la balanza por turismo se ha reducido en términos interanuales un 80% en 2020 (con datos hasta noviembre).

El desplome en el saldo superavitario de los servicios ha venido compensado parcialmente por la reducción en el déficit comercial, apoyada por la reducción del déficit comercial energético por la caída de los precios del petróleo.

Gráfica 28

Descomposición del saldo comercial



Fuente: Ministerio de Economía. Los datos son la suma de los últimos 12 meses.

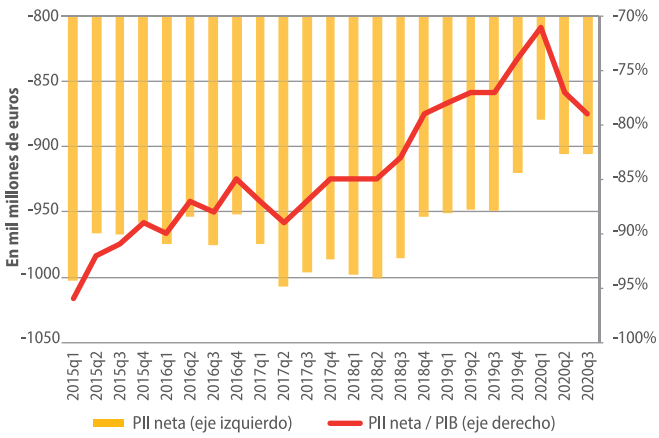
2. Posición financiera internacional

Con todo lo que se ha comentado en este informe, en particular acerca del galopante incremento en el endeudamiento público, no es de extrañar que se haya dado algún paso atrás en la reducción de la posición deudora de la economía española frente al exterior. Esta ha pasado del mínimo del -71% del PIB en el 1T 2020 al -79% en el 3T. La magnitud elevada de este indicador muestra la fragilidad externa de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional, que hasta el momento han sido sofocados por parte del BCE.

- Posición financiera internacional neta/PIB (3T 2020): -79% (-77% 2T 2020; -77% 3T 2019)

Gráfica 29

Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

3. Balanza financiera

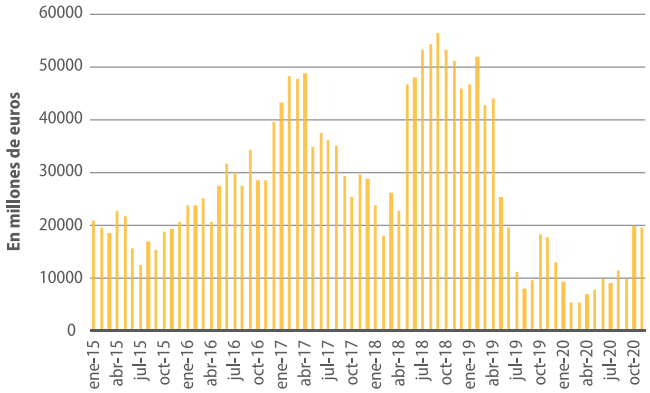
El saldo de la cuenta financiera del acumulado de 2020 hasta noviembre registró una salida neta de fondos de 75,400 millones de euros frente a una exigua salida en el mismo periodo del año anterior, excluyendo el Banco de España. El cambio más significativo se debe a la partida de inversiones de cartera. Mientras que de enero a noviembre de 2019 se registró una entrada neta de casi 52,000 millones de euros, en el mismo periodo de 2020 han salido más de 34,000 millones.

Si incluimos al Banco de España, la salida se reduce hasta los 10,800 millones, un monto inferior a la salida del 2019. Esto se debe a la masiva entrada de fondos en esta cuenta, la cual está relacionada con los programas de compra de deuda gubernamental implementados por el Banco Central Europeo.

Por su lado, la inversión directa en 2020 (excluyendo diciembre) ha registrado un saldo positivo de 11,700 millones de euros, es decir, un aumento de los activos netos frente al exterior. Las entradas netas de inversiones directas se mantenían en niveles relativamente bajos, hasta el repunte que se ha producido hacia final de año.

Gráfica 30

Entradas netas por inversión directa en España



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

UFM MARKET TRENDS