

INFORME SEMESTRAL

ESPAÑA

Fuerte recuperación económica propulsada por el papel activo del sector público y la expansión crediticia

ENERO - JUNIO 2021

Autor: David de Bedoya Azorín

trends.ufm.edu

S1 2021 ES

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

ESPAÑA

INDICADOR

Posición liquidez SF	Préstamos totales repuntan, riesgo de deterioro carteras crediticias
Posición liquidez familias	El stock de crédito a las familias se contrae
Posición liquidez empresas	Crece las necesidades de liquidez
Cantidad dinero	Repunta el crecimiento de los agregados monetarios
Actividad económica	Fuerte repunte unido a mejora de expectativas
Demanda consumo cíclico	Fuerte repunte en principales sectores
Empleo	Retorno a la ocupación aunque todavía amortiguado por los ocupados en ERTE y por el fuerte papel del sector público

INDICADOR

Confianza	Muy relevante incremento de la confianza de los agentes económicos
Beneficios empresariales	Contracción significativa
Precios:	Periodo inflacionario, posible continuación de las tensiones inflacionarias a medio plazo
Tipos de Interés	Ligero repunte desde mínimos
Déficit público	Disparado
Sector exterior	El desplome del turismo amenaza la mejora del saldo por cuenta corriente, unido al encarecimiento de las materias primas
Situación general	Fase de recuperación, alta incertidumbre. El sector privado partía antes del estallido de haber realizado un notable ajuste previo. Los riesgos se concentrarían en el sector público y la política económica así como en la política monetaria, que podría seguir provocando tensiones inflacionarias y distorsiones en el apetito de riesgo de los agentes



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

Las cifras provisionales de Contabilidad Nacional en el segundo trimestre de 2021 apuntan a una recuperación relevante en la economía española en relación con 2020, tras registrar el PIB un crecimiento interanual del 19,8%. El deterioro que está sufriendo la economía mundial debido al impacto de la COVID-19 hace que la comparativa del PIB respecto al año 2020 pueda resultar confusa en tanto que, siendo España de las economías que más está creciendo y crecerá este año, según el FMI, todavía queda producción por recuperar hasta estar en niveles previos a la pandemia.

No obstante lo anterior, los buenos datos del PIB en el segundo trimestre permiten mirar con prudente optimismo a los meses que están por llegar. No hay que dejar de pasar por alto que el crecimiento de este trimestre ha sido más intenso que el registrado en las principales economías de la Unión Europea. El PIB español creció un 2,8% respecto al primer trimestre, que compara con un 2,7% en Italia, un 1,5% en Alemania y un 0,9% en Francia. Este fuerte crecimiento superó el consenso del panel de Funcas (2,1%) y sobrepasó incluso las estimaciones de organismos públicos como la AIREF (1,6%).

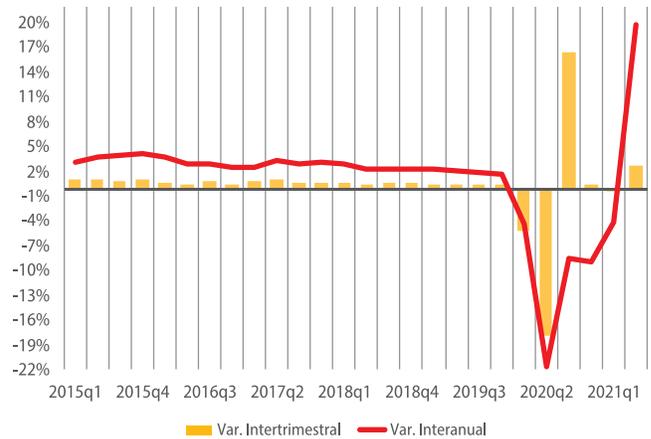
La principal área de duda en relación a la evolución en el corto plazo de la economía española está fuertemente relacionada con la pandemia. Principalmente por (i) la recuperación del turismo y; (ii) las restricciones a la actividad y a la movilidad que se están imponiendo desde distintas administraciones del Estado. Aunque los datos de avance de la vacunación permiten pensar en alcanzar pronto la conocida como inmunidad de grupo (más del 70% de la población con anticuerpos), es posible que la persistencia de los contagios esté retrayendo cierto consumo privado y motivando la aplicación de medidas restrictivas desde el Estado. Este contexto sirve de pretexto a los principales organismos internacionales para desconfiar en la capacidad de España en recuperar los niveles de producción de 2019 durante 2021 y hace que las estimaciones a futuro deban ser tomadas con cautela.

A toda esta incertidumbre hay que añadirle un comportamiento todavía volátil del PIB trimestral. En el primer trimestre, la actividad estuvo impactada por la tercera ola de contagios y por el temporal de nieve que abnegó buena parte de la meseta ibérica, interrumpiendo el transporte por carretera de bienes y afectando en cierta medida a la provisión de servicios durante cerca de 15 días. El PIB trimestral se contrajo un -0,4% en el 1T, interrumpiendo así el crecimiento del 4T de 2020 que había crecido un +0,4%, para rebotar con fuerza en el 2T como hemos comentado.

- Crecimiento PIB intertrimestral (2T 2021): 2,77% (-0,44% 1T 2021)
- Crecimiento PIB interanual (2T 2021): 19,78% (-4,17% 1T 2021)

Gráfico 1

Tasas de crecimiento del PIB (%)



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

Fruto de la volatilidad intertrimestral e interanual comentada, consideramos que una más adecuada forma de observar la evolución del PIB es en base 100 comparando con niveles de 2019¹. En el primer trimestre, España todavía estaba 11 puntos por debajo de los niveles previos a la pandemia, siendo el peor país de Europa tanto si comparamos con grandes economías (Alemania 3 puntos, Francia 5 puntos, Italia 7 puntos) como con economías de menor tamaño y del sur de Europa continental (Portugal 6 puntos, Turquía 8 puntos, Grecia 10 puntos). En cualquier caso, los buenos datos del 2T han permitido que España recupere parte del terreno perdido situándose 6 puntos por debajo del nivel de 2019 (vs. 1 punto Francia y 1 punto Alemania, habiendo recuperado mucho más España).

Gráfico 2

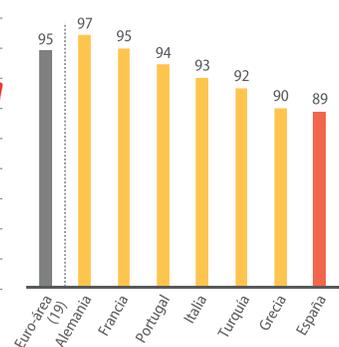
Evolución PIB pm España (100=2019)



Fuente: INE, Contabilidad Nacional, Eurostat.

Gráfico 3

PIB pm Q1 2021 por país (100=2019)

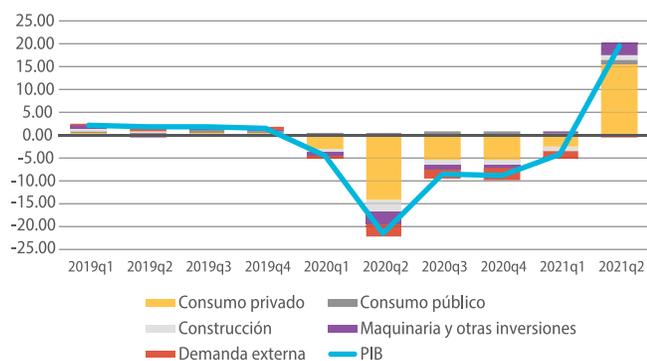


¹ Datos en volumen (PIB pm). Fuente INE y Eurostat. Elaboración propia.

El fuerte crecimiento interanual está impulsado por la demanda interna², que contribuye con 20,3 puntos al crecimiento del PIB (vs. -2,6 de contribución en 1T 2021). Este crecimiento viene marcado por el fuerte repunte del consumo final de los hogares (29,5% en interanual tras registrar 4 trimestres consecutivos de fuertes caídas interanuales) y apoyado por el gasto en consumo de las Administraciones Públicas, que crece un 3,4% en interanual a pesar de registrar crecimientos superiores al 3,2% interanuales de manera consecutiva desde el 1T 2020. Esta dicotomía entre sector privado y sector público tiene su claro reflejo al comparar ambas métricas respecto a 2019, quedando el gasto de los hogares todavía por debajo de 2019 y estando el gasto público por encima de dichos niveles (especialmente el gasto en servicios sanitarios, fruto de las necesidades derivadas de la pandemia).

Gráfico 4

Contribución crecimiento PIB demanda (% interanual)



Fuente: INE, Contabilidad Nacional. Aportación al crecimiento del PIB pm interanual.

La inversión (formación bruta de capital) registra un incremento del 18,9%, superior en 22,9 puntos al trimestre anterior, especialmente impulsada por la inversión en maquinaria y bienes de equipo, que lleva dos trimestres consecutivos con crecimientos interanuales potentes (43,4% en 2T 2021 y 6,5% en 1T 2021). La inversión en vivienda se incrementa un 10,4%, siendo el primer trimestre de crecimiento desde 2019 tras caer en interanual un -10,7% en el 1T 2021.

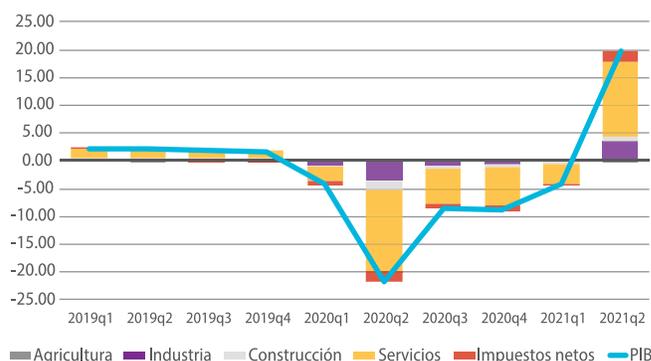
Observando el PIB desde la oferta, las ramas industriales son las que más contribuyen al crecimiento interanual con un 25,7% de crecimiento (vs. 0,9% en el 1T 2021). Este empuje viene liderado por la industria manufacturera (+31,9%) que compensa la caída de agricultura (-1,2% en interanual) que se achaca a la recuperación de niveles de consumo internos previos a la pandemia tras los crecimientos registrados en

² La contribución de la demanda externa al crecimiento interanual fue de -0,5 puntos en el 2T 2021, frente a -2,6 puntos en el 1T 2021. Es interesante observar cómo, a pesar de la recuperación parcial de la exportación de bienes y servicios, el empuje del gasto impulsa asimismo las importaciones, impidiendo a la demanda externa contribuir positivamente a la evolución del PIB.

esta rama en 2020 (+7,6% en interanual en 2T 2020, +4,6% en 3T y +8,2% en 4T). Por su lado, la construcción repunta al igual que los servicios, estos últimos claramente impulsados por el crecimiento del comercio (efecto base, continuando por debajo de los niveles de 2019).

Gráfico 5

Contribución crecimiento PIB oferta (% interanual)



Fuente: INE, Contabilidad Nacional. Aportación al crecimiento del PIB pm interanual.

b. PMIs

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

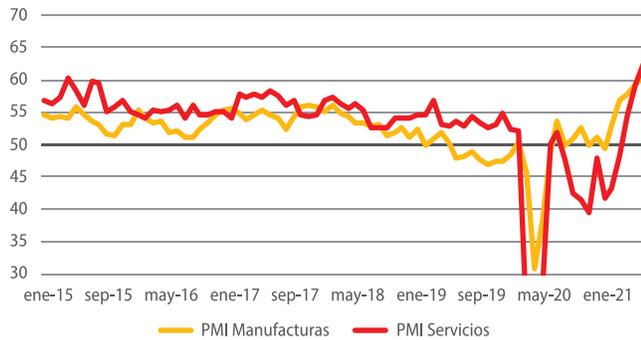
El PMI del sector servicios ha sido durante este semestre fiel reflejo de la evolución de las olas de contagios, las restricciones y el temporal de nieve comentado. Así, tras cerrar el año 2020 en 48 puntos (recordemos: menos de 50 puntos indica disminución de pedidos), el dato de enero fue muy malo por el temporal (41,7). A partir de ahí, el indicador ha experimentado una fuerte recuperación que le permitió cerrar el primer trimestre del año en un promedio de 44,3 y el segundo trimestre en un promedio de 58,8 tras alcanzar los 62,5 puntos en junio (dato más alto visto desde 2015). Será interesante ver la evolución en los meses de verano ya que se espera que, a pesar del menor flujo de turistas esperados, en julio continúe el dato por encima de 60.

Por su parte, el sector manufacturero se ha mostrado más resistente en línea con lo ocurrido en 2020. Salvo el mes de enero (49,3 de nuevo por el temporal) ha alcanzado un promedio semestral de 56,1 y ha cerrado en 60,1 puntos en junio.

- PMI Manufacturas (promedio 2T 2021): 59,2 (53,0 1T 2021)
- PMI Servicios (promedio 2T 2021): 58,8 (44,3 1T 2021)

Gráfico 6

Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Ministerio de Economía.

c. Demanda de sectores cíclicos

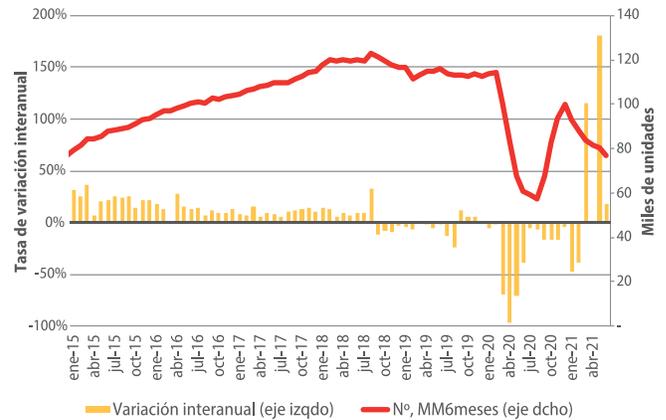
Sectores como el del automóvil o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, son un termómetro adicional de la coyuntura que debe tomarse en cuenta. Además, en las actuales circunstancias mencionaremos al sector del turismo y del comercio minorista.

El parón del año 2020 ha afectado por completo la comparabilidad de los principales indicadores cíclicos por lo que las altas tasas de crecimiento interanual son poco representativas. El crecimiento interanual de las matriculaciones de automóviles fue del 134,9% en 2T 2021 tras registrar una caída del -21,0% en el 1T 2021. Creemos que una comparación más adecuada ha de realizarse en relación a las cifras de 2019. Así, los 460.275 vehículos matriculados en el primer semestre de 2021 suponen una contracción del 33,9% respecto al mismo periodo de 2019, tasa que se ha moderado tras un fuerte segundo trimestre (en 1T 2021, esta tasa ascendía a -41,5%). El Ministerio de Economía de España ha comparado esta evolución contra el promedio de la zona euro y parece que la recuperación en España está siendo significativamente más lenta³.

- Crecimiento interanual matriculación automóviles (2T 2021): 134,9% (-68,6% 2T 2020)

Gráfico 7

Matriculación de automóviles



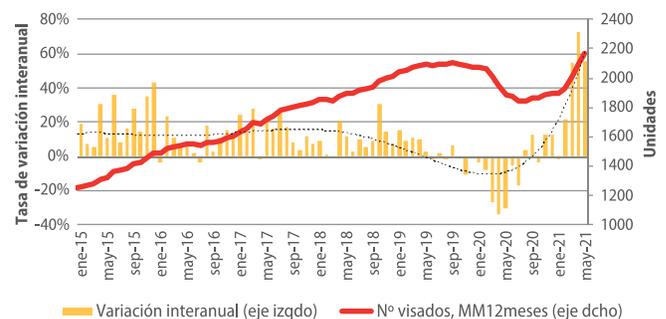
Fuente: Dirección General de Tráfico y Mº Economía. Datos CVEC. El dato de la tasa de abril de 2021 ha sido omitido del gráfico por ser poco representativo (+1.720%).

Como mencionamos más arriba respecto a los datos desagregados del PIB, la actividad del sector inmobiliario ha mostrado síntomas de cierta recuperación en el 2T 2021, revirtiendo la tendencia de los cinco trimestres anteriores en cuanto a volúmenes de producción. Los visados de dirección de obra nueva, un indicador adelantado de la actividad inmobiliaria, se encuentran ya por encima de los niveles de 2019 (2.559 visados de promedio mensual en mar-may 2021 vs. 2.284 en mar-may 2019, registrando una tasa interbiana del 12,0%). Esta recuperación, que ya señalábamos en el informe anual de 2020, se mantiene desde el 3T de 2020 y será interesante observar su evolución, junto con la evolución de la financiación hipotecaria y la inversión en construcción, en los próximos trimestres.

- Crecimiento interanual visados de obra (mar-may 2021): 60,4% (-30,1% en 2020; 7,5% en 2019)

Gráfico 8

Visados de dirección de obra nueva



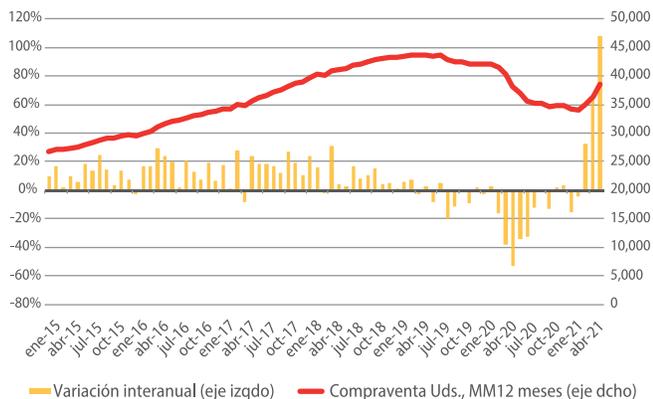
Fuente: Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

³ Ver Boletín de Coyuntura Económica semanal del Ministerio de Economía del 16 de julio de 2021, página 9.

Es el dato actual de compraventa de viviendas el que refleja más fielmente la evolución antes mencionada en cuanto al desagregado del PIB, donde se observa que el número de compraventas todavía está por debajo de las medias pre pandémicas (un 8,5% por debajo de la media mensual de 12 meses a febrero 2020) aunque es cierto que el rebote en 2021 está siendo notable.

Gráfico 9

Compraventa de viviendas



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

El crecimiento de los precios de la vivienda continúa la desaceleración observada desde hace varios trimestres. Esta desaceleración, que ya había comenzado más de un año antes de que golpeará la pandemia, no está yendo de la mano de otros indicadores de evolución de precios que se están acelerando (ver análisis inflación).

- Crecimiento interanual índice precio de la vivienda INE (1T 2021): 0,90% (1,48% 4T 2020; 3,21% 1T 2020)

Volvemos a incluir en esta versión del informe la evolución del turismo. La situación sigue siendo muy mala. La 'Encuesta de ocupación hotelera' del INE de junio refleja una caída del 24% respecto a las pernoctaciones acumuladas a junio de 2020 (cuando ya se acumulaban 3 meses y medio de pandemia, entre los que se incluye el mes de abril 2020 donde hubo 0 pernoctaciones). La caída es muy relevante comparada contra 2019, las cerca de 33,7 millones de pernoctaciones acumuladas hasta junio de 2021 son un 77,5% inferiores al dato de 2019 (149,5 millones). Como nota positiva, esta caída se ha atemperado entre mayo y junio y podríamos ver un verano donde se recortase la tasa, aunque parece que seguiremos muy lejos de los niveles previos.

Asimismo, la tasa de crecimiento de las ventas al por menor, que en términos interanuales llegó a registrar en abril 2020 un descenso del 31,0%, y cerró 2020 con un -1,8% en diciembre, ha mostrado cierta recuperación a partir de marzo. Las estimaciones del INE afirman que la tasa está todavía 3,3 puntos por debajo de los niveles de 2019 en el 2T mostrando una cierta reactivación que invita al optimismo.

Gráfico 10

Evolución Índice de Comercio al por Menor (base 100 = 2015)



Fuente: INE.

2. Empleo

La Encuesta de Población Activa (EPA) del 2T mostró un aumento del número de ocupados de 464.900 personas, creciendo un 2,42% respecto al trimestre anterior (0,82% desestacionalizada) y consolidando la recuperación vivida en los últimos 12 meses. Desde finales de junio 2020, momento en el que se estaban aplicando las medidas restrictivas más duras y estaba cercano el llamado "confinamiento domiciliario", la ocupación ha aumentado en 1.064.400 personas (5,72%). Ahora bien, todavía no se han alcanzado los niveles de 2019 (hay 133.300 ocupados menos).

Es necesario llamar la atención sobre el fuerte papel que ha tenido el Estado en esta creación de empleo: el 80% del empleo creado en los últimos 12 meses se debe al sector público y sólo el 20% al sector privado. Respecto al año 2019, la ocupación en el sector público escala en 245 mil personas mientras que en el sector privado la ocupación está casi 380 mil personas por debajo.

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"⁴. El INE estima que los ocupados que no trabajaron durante la semana de referencia de la EPA en el 2T 2021 fueron 1,49 millones, frente a los 1,96 millones del trimestre anterior. Esta mejoría, unida con el crecimiento de la ocupación intertrimestral del 2,42% mencionado antes, explica que el número de horas trabajadas haya aumentado a una tasa trimestral del 7,73%. Esta tasa se encuentra muy disparada en interanual (34,35%) cuando los ocupados que no trabajaron ascendían a 4,70 millones. No obstante, todavía no se han

⁴ 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".

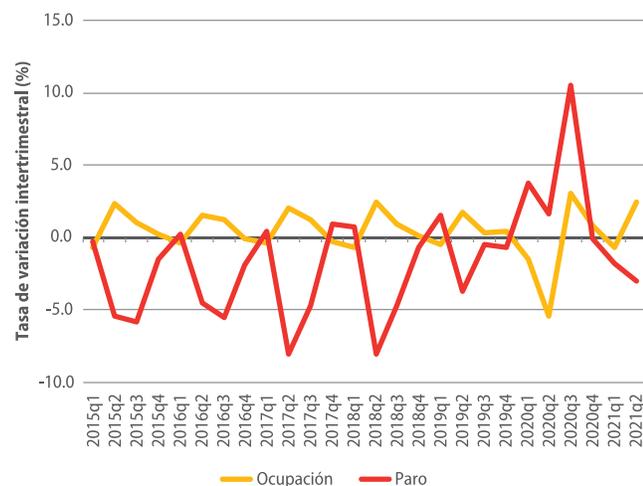
recuperado las horas trabajadas de 2019 (tasa de caída interbiana de -1,41%).

Estos buenos datos de la EPA han venido también acompañados de una mejoría de los datos de afiliados a la Seguridad Social y una reducción de la tasa de paro (-0,34% desestacionalizada), que ha sido algo menor de lo esperado debido al incremento de la tasa de actividad (dato, este último, que se está interpretando con cierto optimismo desde un punto de vista de reactivación de las expectativas individuales de búsqueda de empleo)⁵.

- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (2T 2021): 3,9% (-1,4% 1T 2021; -2,0% 4T 2020)
- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (junio 2021): 4,7% (3,8% may 2021; 3,2% abr 2021)
- Tasa de Desempleo (2T 2021): 15,3% (16,0% 1T 2021; 13,8% 4T 2019).
- Tasa de Actividad (2T 2021): 58,6% (57,7% 1T 2021; 58,7% 4T 2019).
- Variación del empleo últimos 12 meses (2T 2021): 5,7% (-2,4% 1T 2021; -6,0% 2T 2020).

Gráfico 11

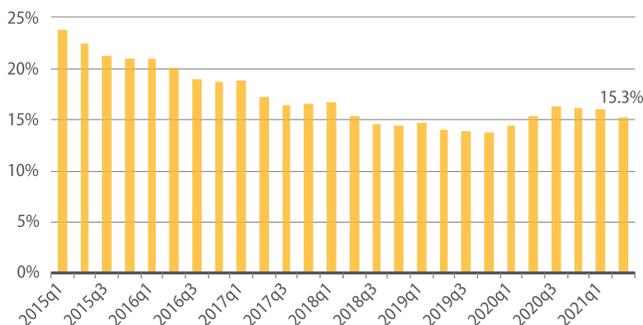
Tasas de variación del empleo



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

Gráfico 12

Tasa de desempleo



Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

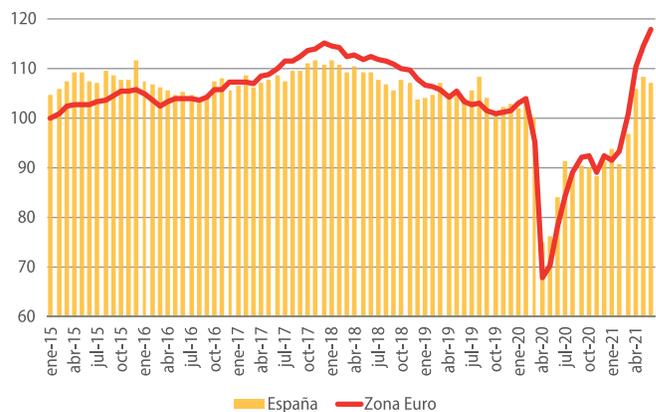
⁵ Los datos de afiliados son la media mensual.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

Atendiendo a la confianza de los agentes económicos tanto en España como en la zona euro invita a cierto optimismo para los meses que están por llegar. La lectura que dan desde las administraciones públicas es que existe cierta confianza de cara a la campaña de verano generada tanto por el avance de la vacunación como el retorno del turismo.

Gráfico 13

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, todos los datos apuntan a una recuperación relevante hacia los niveles de actividad previos a la pandemia, llamando especialmente la atención el optimismo que marcan algunos indicadores adelantados como los PMIs, los datos relacionados con la inversión e, incluso, los datos de empleo (a pesar del fuerte papel del sector público). Ahora bien, España todavía está por debajo de dichos niveles previos, siendo de las grandes economías la que más alejada está de los mismos posiblemente por el mix del PIB patrio dependiente de turismo o automoción, dos métricas que andan todavía muy por debajo de 2019.

El papel del sector público será decisivo en los próximos meses en muchos ámbitos para el devenir de la actividad económica. En primer lugar, por el éxito de la campaña de vacunación. En segundo lugar, por las restricciones a la actividad económica que tardan en levantarse o puedan volverse permanentes, que puedan provocar ajustes a gran escala en distintas industrias que serán lentos en producirse. Todo ello unido al factor trabajo (80% de los empleos creados), el incremento del gasto público a altas tasas y el empuje de los fondos de recuperación de la Unión Europea. No es descartable que los agentes económicos se dejen llevar por este empuje del sector público y del mercado de crédito (ver más adelante) a la hora de impulsar sus expectativas a futuro. No debería sorprendernos un final de 2021 positivo si todos estos factores acaban en estas líneas y la gran área de incertidumbre estará cuando se produzcan los ajustes en el

sector privado para asumir con este mayor peso del Estado en la economía, dado que resulta difícil de pensar que en el medio plazo vaya a producirse ajuste alguno en el gasto público (ver notas sobre el techo de gasto más adelante).

Inflación y precios

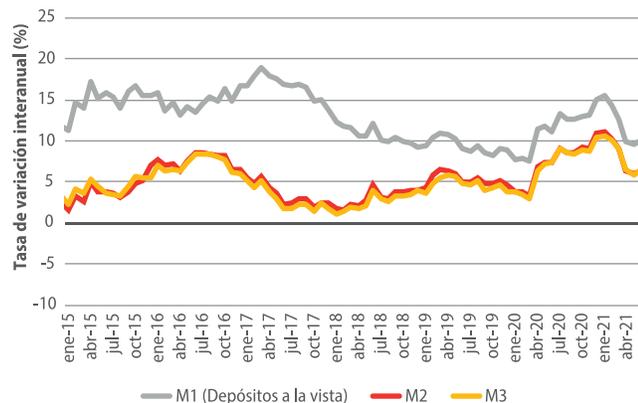
1. Agregados monetarios

La tasa de crecimiento de agregados monetarios, en fuerte crecimiento desde abril de 2020, continúa creciendo a altas tasas en interanual, algo llamativo ya que el efecto base podría haber explicado una minoración de dicha evolución. La M1 (depósitos a la vista) creció un 10% interanual en junio, mientras que la M2 y M3 también crecieron por encima del 6%.

- M1: Promedio variación interanual (2T 2021): 9,8% (14,2% 1T 2021; 12,9% 2T 2020).
- M2: Promedio variación interanual (2T 2021): 6,2% (10,1% 1T 2021; 7,2% 2T 2020).
- M3: Promedio variación interanual (2T 2021): 6,3% (9,9% 1T 2021; 6,9% 2T 2020).

Gráfico 14

Agregados monetarios España (excluido efectivo)

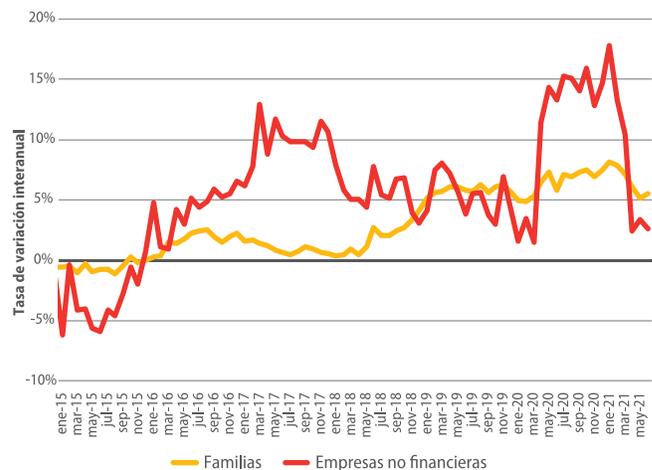


Fuente: Banco de España.

Analizando en detalle los depósitos, observamos que las tasas de crecimiento de las familias continúan siendo elevadas y mostrando cierta estabilidad (tasas de crecimiento interanual de entre el 5 y el 7% desde abril 2020). No hay que olvidar que las familias representan la mayor parte de los depósitos totales (57,8% vs. 18,6% en el caso de las empresas). La ligera reducción de la tasa de crecimiento de los últimos meses está posiblemente vinculada con el aumento del consumo de los hogares que veíamos en el desagregado del PIB. En relación con la tasa de crecimiento de las empresas no financieras, ha alcanzado niveles de entre el 2 y el 3% en el último trimestre tras los fuertes repuntes vividos en el año 2020.

Gráfico 15

Depósitos de familias y empresas no financieras



Fuente: Banco de España.

Esta anomalía en el contexto de crisis económica (recordemos que España mantiene un PIB todavía inferior al de 2019), que como indicábamos en nuestro informe de diciembre está justificada 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, supone también una oportunidad de cara al crecimiento futuro de la economía así como una gran área de incertidumbre en relación con el destino al que acudirá esta mayor liquidez atesorada.

2. Índice de precios al consumidor

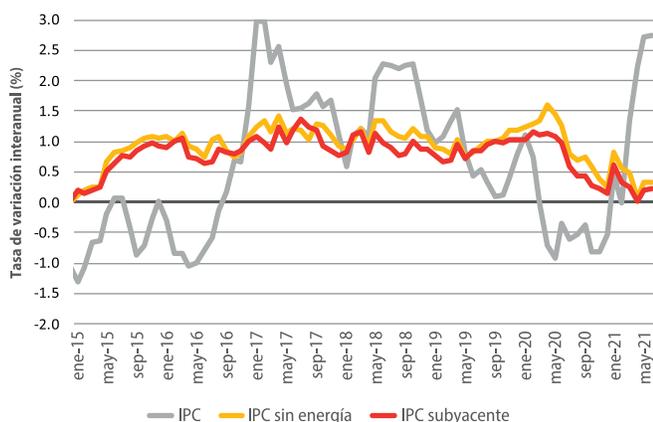
La tasa de inflación general de precios al consumo lleva desde el inicio del segundo trimestre de 2021 por encima del 2% (2,7% en junio, 2,7% en mayo y 2,3% en marzo) algo justificado por efecto base (caídas registradas durante 2020) y por efecto mix debido a la fuerte subida de los precios de la energía. En cualquier caso, es un dato históricamente elevado (no se veían tasas superiores a 2,7% desde 2017) y que no es único de España. Algo que puede ser considerado como un elemento de riesgo en el medio plazo pero que, por el momento, el FMI y otros organismos internacionales están evaluando dichas tasas con prudencia y en el entorno del impacto de la COVID⁶.

Sea como fuere, la desagregación de la variable nos muestra que las presiones inflacionistas son debido a la energía estando el IPC sin energía en tasas del 0,3% (junio) y el subyacente en el 0,2% (junio).

⁶ Ver informe "World Economic Outlook Update" publicado el 27 de julio de 2021 por el Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 16

Índice de precios al consumo



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

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.

Desde los últimos meses del 2020 esta volatilidad ha sido al alza, lo que ha provocado el alza en los precios observado. El barril de Brent cotizando a 75\$ está cerca de máximos de los últimos 5 años (83\$ marcados en septiembre 2018) y se encuentra significativamente por encima del precio pre pandemia (66\$ en diciembre 2019). De seguir la tendencia al alza, continuaremos observando presiones inflacionistas en IPC.

3. Índice de precios industriales

Este último punto es también relevante para analizar los precios industriales. Tras registrar las mayores caídas desde 1975 en 2020, este año se están observando crecimientos de doble dígito desde abril debido a este factor energético así como cierto repunte de materias primas que habrá que observar con atención en los meses venideros, ya que si excluimos el factor de la energía el IPRI sin energía cerró junio en una tasa del 7,6% (vs. 7,1% en mayo y 5,4% en abril). Según el INE, esta es la tasa más alta registrada desde julio de 1995.

Este incremento, sobre el que ya informamos en diciembre ya que el 4T de 2020 arrojó cierta inflación industrial, está influido por cierta presión alcista en materias primas, como comentábamos, que empieza a reflejarse en fuertes incrementos en precios de productos básicos de hierro o acero así como en precios de procesados de alimentación. Hay episodios coyunturales que explican esta alza, relacionados con cuellos de botella en contenedores de transporte marino⁷ o

⁷ Véase, por ejemplo: [Shortage of new shipping containers](#), Bloomberg (16 marzo 2021)

escasez de chips para la industria⁸. Todo ello está influyendo en una reducción de márgenes de la industria manufactureras que previsiblemente se continuará trasladando a precios al consumo en los próximos meses.

Gráfico 17

Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

Si incluimos los precios energéticos (línea azul), en cambio, es donde observamos lo fuertemente disparado que está el indicador. Los efectos estadísticos mencionados en el apartado anterior respecto al petróleo también podrán provocar un repunte en los próximos meses en las tasas de variación interanuales de los precios industriales.

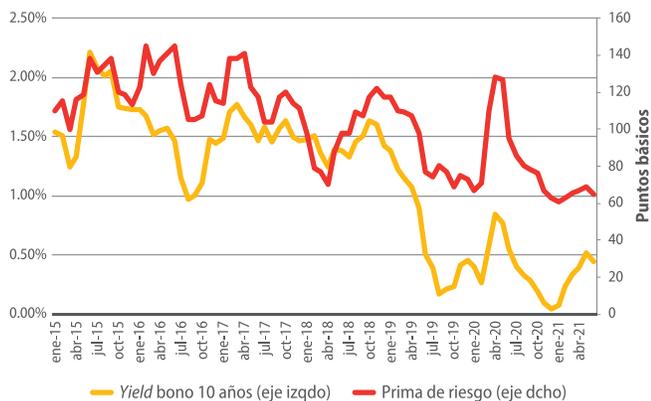
4. Precios de activos financieros

La potencia de la respuesta de la banca central en 2020 y la persistencia de los mensajes de apoyo a los programas de déficits públicos y gasto a desplegar en los próximos años, unido este apoyo verbal con las compras de bonos, ha mantenido los tipos de interés de la deuda española por debajo del 0,5% durante prácticamente todo el primer semestre de 2021. Por su lado, la prima de riesgo también está en mínimos (por debajo de 70 puntos) toda vez que el bono alemán ha mostrado un comportamiento parejo y se ha mantenido estable en tipos negativos. Esta anomalía, que persiste desde el segundo trimestre de 2020, dado el deterioro absoluto y relativo que venimos advirtiendo desde hace tiempo de las finanzas públicas en España y en Europa, parece no estar siendo corregida por los mercados.

⁸ Véase, por ejemplo: [Chip Shortages Force Automakers To Slash Production](#), Forbes (14 enero 2021).

Gráfico 18

Yield del bono español y prima con Alemania

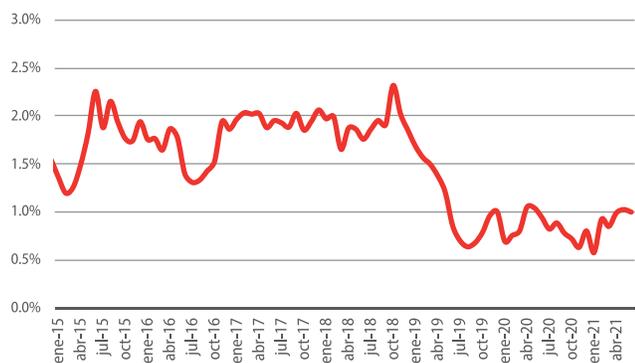


Fuente: Ministerio de Economía. Nota: Los datos son un promedio del mes.

Esta falta de correlación entre los fundamentales y las cotizaciones está, a nuestro juicio, indicando un mayor apetito por el riesgo de los agentes económicos, lo que se ha visto reflejado a su vez en el spread de rendimientos de corto y largo plazo, que si bien ya está en niveles previos a la pandemia (tras la fuerte bajada registrada en 2020) sigue en niveles históricamente bajos.

Gráfico 19

Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo

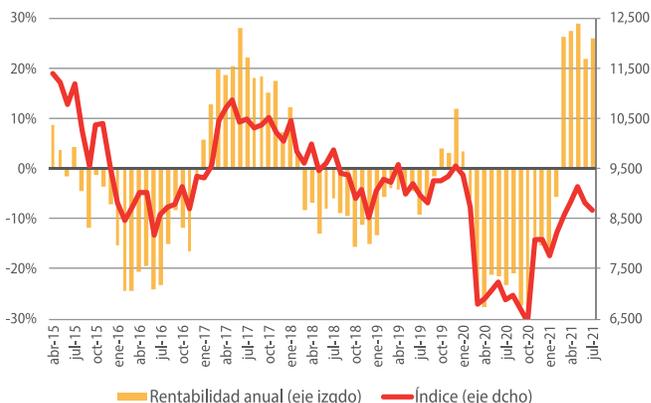


Fuente: Investing. Spread calculado con los datos de rendimiento de deuda pública española a 10 años menos los rendimientos de la deuda a 3 meses.

La bolsa española, en cambio, no ha recuperado por entero la fuerte caída sufrida a finales de febrero y durante marzo de 2020. De hecho, en octubre 2020 se alcanzaron niveles inferiores del Ibex 35 comparados con el cierre de marzo. A medida que el avance de la vacunación y la previsible reducción de medidas restrictivas se iba anunciando, el IBEX-35 ha crecido con fuerza en interanual (27% en abril, 29% en mayo y 22% en junio). Ahora bien, se observa cierto retroceso desde el máximo alcanzado en mayo (9.148 puntos), cerrando julio en 8.676 puntos tras registrar dos meses consecutivos de caídas mensuales (-3,6% en junio y -1,7% en julio). El dato de cierre de julio todavía está un 9% por debajo de los niveles de diciembre 2019.

Gráfico 20

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

Estamos viviendo unos meses con claras presiones inflacionarias apoyada por factores monetarios (reflejado en crecimiento de agregados tras la expansión de balances de bancos centrales y la subida del ahorro), energéticos (petróleo) y de consumo. Además, el efecto base de comparación contra un inicio de 2020 con ciertos factores deflacionarios relacionados con la pandemia magnifica las tasas que se están registrando.

Los indicadores de inflación podrían consolidarse al alza durante los próximos meses y los organismos más optimistas sitúan en 2022 la recuperación de niveles de inflación "normales" (conocido como una tasa interanual del IPC del 2%). Sin embargo, existe también una lectura contraria: la aceleración de inflación de costes industriales y de materias primas, junto con una no descartada subida salarial a aprobar por el gobierno español durante 2021, podría consolidar esta presión inflacionaria durante el año 2022 también en cuanto al IPC.

Lo que desde luego no parece que vaya a revertirse es la llamada inflación monetaria por incremento de los balances de la banca central. La lectura que estos organismos están haciendo de la presión inflacionaria actual es temporal tanto por efecto base como por la volatilidad del petróleo, habiendo expresado en repetidas ocasiones que su política expansiva no se verá interrumpida por estos datos de IPC.

Crédito

1. Préstamos totales del sector financiero

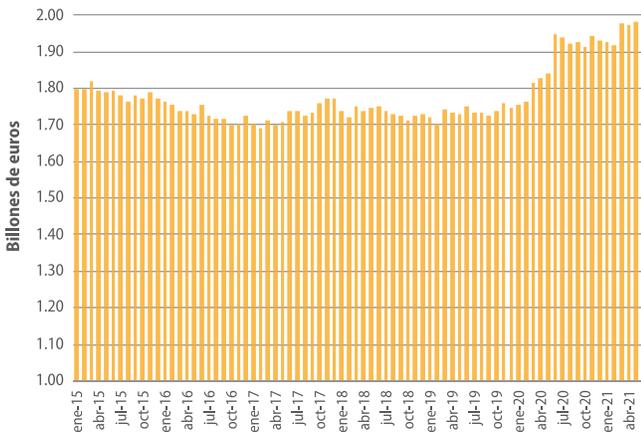
El proceso de expansión crediticia que vimos el año pasado, cerrando los bancos el ejercicio con activos totales por 2,89 billones de euros impulsados por crecimientos históricamente altos de los préstamos y créditos (10% de crecimiento interanual, la mayor tasa desde 2008), ha continuado en 2021. Si bien a una tasa menor, los activos bancarios totalizan ya casi los 3 billones (2.975.725 millones de euros en junio) y han crecido a una tasa interanual del 6,64% en el 2T 2021 (7,73% en 1T 2021 y 7,67% en 2T 2020).

Los programas de apoyo al endeudamiento que se han venido impulsando para favorecer a los agentes privados, tales como la extensión de plazos hipotecarios (como política comercial de los bancos) o la refinanciación avalada a través del ICO impulsada por el Estado han servido como cobertura ante la caída de ingresos sufrida por muchas empresas no financieras.

- Crecimiento interanual del total de préstamos (2T 2021): 6,6% (7,7% 1T 2021; 7,7% 2T 2020)

Gráfico 21

Total préstamos 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, han continuado su caída en los últimos meses si bien a menores tasas, pasando del doble dígito que se mantuvo entre diciembre 2014 hasta junio 2020, a caídas del 4% durante el año 2021. Esta evolución, anómala en comparación con otras situaciones económicas de shock en la demanda y en la oferta, ha sido analizada por extenso por el Banco de España. Así, el Gobernador del Banco de España concluía en una reciente conferencia el 6 de julio de 2021 a los alumnos del IESE que “Las medidas de apoyo público a empresas y a hogares explicarían en gran medida la menor sensibilidad de las tasas de dudosos a la evolución de la actividad durante esta crisis. Estas medidas tendrían la capacidad

de absorber un porcentaje significativo del potencial impacto de la crisis sobre la solvencia de las entidades bancarias, limitando los riesgos sobre esta.” En un informe amplio publicado en marzo, aseguraba el Banco de España que el 30% de la pérdida de crédito esperada como consecuencia del incremento temporal del desempleo o la caída de facturación de las empresas sería amortiguada por los avales estatales, lo que, asimismo, estaría mejorando la ratio de capital CET1 de los bancos españoles entre 1,5pp y 1,75pp en el medio plazo de la banca española.

Esta situación, de reducción de la morosidad unida a una mayor amortiguación de posibles impagos por la refinanciación avalada, supone cierto riesgo de mutualización de deudas en caso de crisis de balances similares a las de 2008, asumiendo las arcas públicas una parte importante del impacto.

- Crecimiento interanual créditos dudosos (mayo 2021): -4,7% (-14,7% mayo 2020)
- Porcentaje de créditos dudosos respecto al total (mayo 2021): 2,9% (3,3 % mayo 2020)

Gráfico 22

Créditos de dudoso cobro sobre total créditos del sector financiero



Fuente: Banco de España.

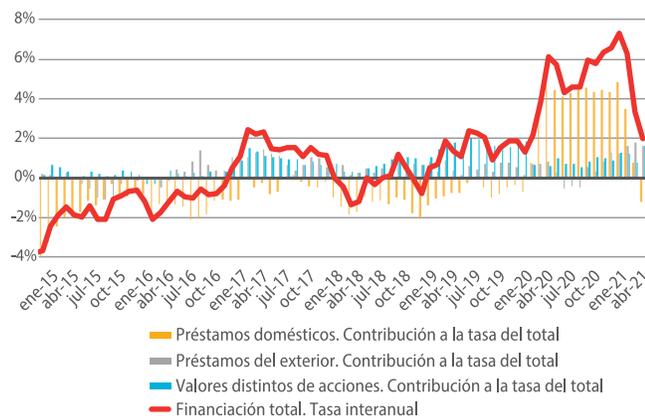
2. Financiación a empresas no financieras

La financiación a las empresas no financieras ha continuado creciendo, registrando subidas del 2% en mayo 2021. Ahora bien, se observa una moderación en los altos ritmos experimentados durante 2020 y los tres primeros meses de 2021 (tasas interanuales superiores al 5% de promedio entre mayo 2020 y marzo 2021), debido a una ligera reducción en los préstamos domésticos de las entidades de crédito (contribución negativa al crecimiento total achacada a un efecto base al comparar con el mes de mayo de 2020 donde se desplegaron las líneas ICO con mayor intensidad).

- Crecimiento interanual de la financiación a empresas (mayo 2021): 2,0% (6,1% mayo 2020)

Gráfico 23

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.

Gráfico 24

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.

Recuperamos el mismo comentario que hicimos en nuestro informe de diciembre, al considerar que sigue siendo aplicable: "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

Tras las caídas del stock de crédito a las familias (e ISFLSH, aunque esta partida es residual) registrada en 2020, a partir de marzo la tasa interanual ha retornado al crecimiento moderado.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (mayo 2021): 0,2% (-0,7% mayo 2020)

Gráfico 25

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. Habrá que estar pendiente de la tasa a futuro para evaluar un posible retorno al apalancamiento de las familias.

Gráfico 26

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

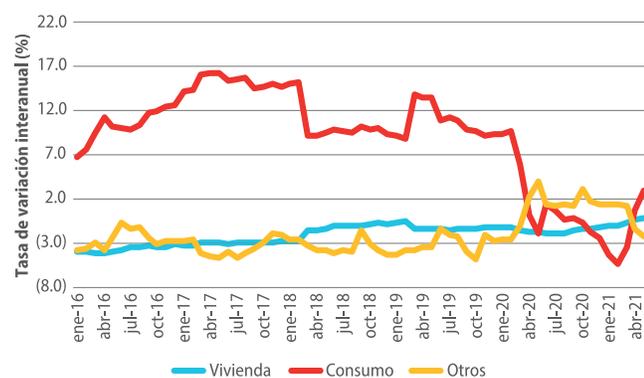
El comportamiento negativo reciente del stock de crédito a las familias se ha debido a los préstamos dedicados al consumo, que, tras haber experimentado una evolución muy favorable en los últimos 5 años, la ratio muestra una caída con tasas negativas mantenidas entre agosto 2020 (-0,3% en interanual) y marzo 2021 (-3,5%), para volver a recuperar cierto crecimiento en mayo 2021. Por su parte, el stock de crédito para vivienda ha moderado la caída experimentada desde 2019 y se acerca a tasas positivas, tras un fuerte crecimiento de las nuevas hipotecas (+34% en el interanual trimestral contra un 2020 históricamente deprimido, pero creciente también a doble dígito respecto a 2019).

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 (mayo 2021): -0,2% (-1,8% mayo 2020)
- Crecimiento interanual nuevas hipotecas inmobiliarias 3 últimos meses, capital prestado (mar-may 2021): +33,9% (-17,1% mar-may 2020)
- Crecimiento interanual stock crédito al consumo (mayo 2021): 3,0% (-2,0% mayo 2020)

Gráfico 27

Desagregación del crédito a familias



Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período. Nota: desde 2021, Banco de España desagrega Vivienda, Consumo y Otros préstamos, por lo que ampliamos el análisis en relación con otros informes.

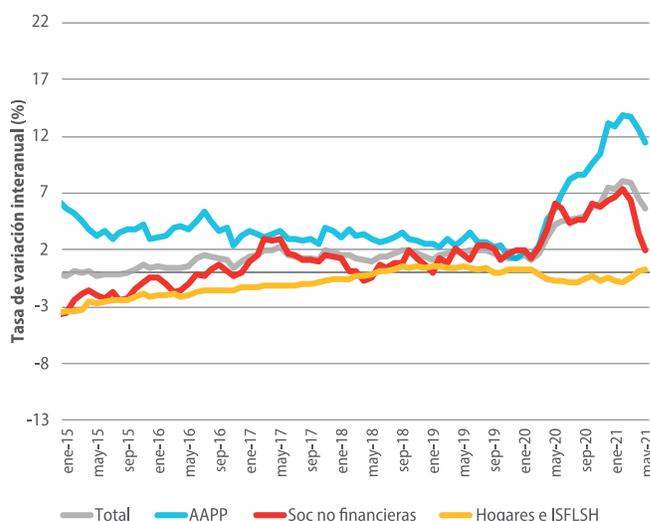
4. Tendencias en la concesión de crédito

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 mayo de 2021.

- Crecimiento interanual financiación total a sectores no financieros (mayo 2020): 5,7% (4,2% mayo 2020)

Gráfico 28

Evolución del crédito a empresas



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 julio 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 a empresas por endurecimiento de condiciones, mientras que avisan de la mejora de condiciones para las familias, lo que estamos observando también en los indicadores anteriores de nuevas hipotecas y de crédito a familias. A modo de anécdota, si bien significativa del estado de la banca española, existen ya al menos 3 grandes entidades con programas de financiación hipotecaria por encima del 90% del valor de tasación, tras haberse mantenido el condicionante en un 80% de máximo durante la década 2010-2020.

De cara a los próximos meses, las entidades aseguran que se endurecerán las condiciones de concesión de crédito a empresas y anticipan "un aumento generalizado de las solicitudes" de crédito en relación a la demanda, sin mostrar preocupación alguna ni por la ratio de dudoso cobro ni por una posible reducción de la oferta crediticia en los préstamos avalados por el Estado. Como nota negativa, y contrastando con las condiciones de concesión a las grandes empresas que las entidades esperan mantener favorables, las entidades esperan un "leve endurecimiento de las condiciones aplicadas tanto en este segmento como en el de la financiación a las pymes y a los autónomos".

Sector público

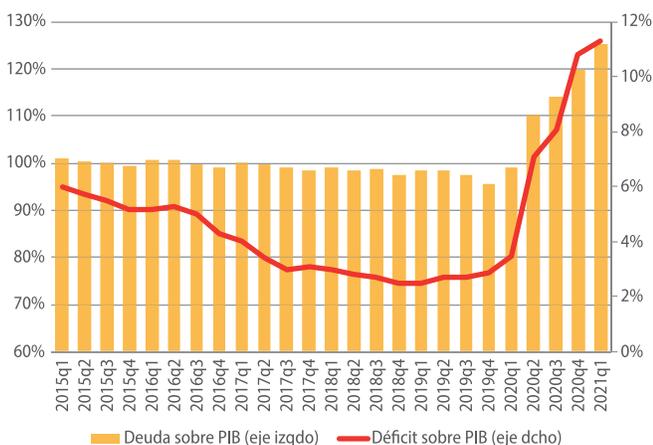
Como comentábamos en el análisis del PIB, el sector público es el principal protagonista de la evolución económica desde la irrupción de la pandemia y seguramente lo seguirá siendo en los trimestres que están por venir. Recordemos que, tras cosechar casi 2 años de déficits inferiores al 3,5% del PIB entre 2017 y 2019, en 2020 el déficit cerró en el 10,8% del PIB. Este incremento ha continuado en el primer trimestre del año, cerrando marzo con un 11,3%.

El déficit acumulado hasta mayo (sin incluir Corporaciones Locales) ha registrado cierto descenso frente a mayo 2020 (por efecto base) toda vez que decrece un 6,3% y se sitúa en el 2,53% del PIB (vs. 2,91% en mayo 2020). Los datos del Ministerio de Hacienda de mayo desagregan esta reducción del déficit entre un mayor incremento de los ingresos estatales en tasa interanual (11,1%) que de los gastos (5,1%). El fuerte crecimiento de ingresos, impulsado por la alta tasa de variación interanual de los impuestos (16,8%, alcanzando los 8.400 millones) se debe al efecto base y ha de leerse con suma cautela, toda vez que las cotizaciones sociales han registrado un crecimiento muy moderado (0,4%) a pesar del mencionado incremento de la ocupación que vimos en la EPA del 2T.

Esta situación, que refleja el doble impacto de la COVID-19 en las arcas públicas (por inmovilización de recursos por parte de las administraciones y por la pérdida de ingresos ante el retroceso de la actividad) sigue afectando por su lado a los Fondos de la Seguridad Social, que ha visto cómo los empleos totales de sus fondos se han incrementado hasta abril a una tasa interanual del 2,5% motivado, fundamentalmente, por el incremento del gasto en pensiones.

Gráfico 29

Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

Toda esta situación justifica el notable incremento de la deuda pública que hemos visto desde los mínimos quinquenales del 4T de 2019 (95,5% del PIB). En el 1T de 2021, la deuda pública se sitúa en el 125,2% del PIB. Los 1,39 billones de deuda pública de marzo ya registran un crecimiento del 17% en relación con la cifra de diciembre 2019 (1,18 billones).

- Déficit acumulado sobre PIB excluyendo Corporaciones Locales (mayo 2021): 2,5% (2,9% mayo 2020)
- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (1T 2021): 11,3% (10,8% 4T 2020; 3,5% 1T 2020)
- Deuda sobre PIB (1T 2021): 125,2% (119,9% 4T 2020; 99,1% 1T 2020)

Pese a este 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 1,63% en junio 2021, que compara con el 1,97% del mismo mes del año anterior.

Gráfico 30

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.

De cara a los próximos meses, no se espera ningún tipo de moderación en el gasto público y ya se ha aprobado por parte del Consejo de Ministros, en su sesión de finales de julio de 2021, el mantenimiento del actual techo de gasto de 2021 para el año 2022, manteniendo por tanto la capacidad del Estado de implementar los mismos estímulos fiscales de respuesta a la pandemia durante el año 2022. Algunos organismos, como la AIREF, están reclamando la necesidad de comenzar a establecer un objetivo de reducción de déficit a la mayor brevedad y alertando de lo tremendamente gravoso

que puede resultar para las arcas públicas una ligera subida de los tipos de interés con el volumen tan relevante de deuda en circulación que mantienen las administraciones públicas.

Sector exterior

1. Balanza por cuenta corriente

En términos acumulados de 2021 hasta abril, España presenta cierto déficit por cuenta corriente como consecuencia de la fuerte caída del turismo que hemos comentado. Tras el fuerte crecimiento del superávit por cuenta corriente que vino en la recuperación de la crisis económica de 2008 de la mano de un incremento de exportaciones, desde 2014 España no había tenido déficits por cuenta corriente en los primeros 4 meses del año. Ahora bien, el dato mejora respecto a 2020 (-17% de reducción), aunque creemos que el comparable contra el periodo de enero a abril 2020 no refleja una tendencia real debido a que, en abril de 2020, como vimos, se produjo el llamado “confinamiento domiciliario”.

Gráfico 31

Saldo de la cuenta corriente

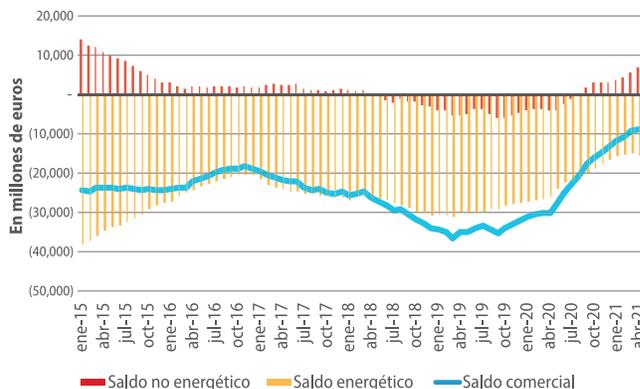


Fuente: Banco de España. Los datos son la suma de los últimos 12 meses.

Este desplome en el saldo superavitario de los servicios continúa siendo compensado por la reducción en el déficit comercial, que se sitúa en 8.787 millones, impulsado por la mejora de exportaciones. Ahora bien, esta tendencia es posible que se vea revertida en los próximos meses si la tendencia de los precios energéticos continúa al alza, algo que ya se refleja en el saldo energético que tras reducirse a 14.888 millones en marzo 2021 (vs. 16.463 en diciembre 2020 y vs. 26.951 en marzo 2020), se está incrementando a gran velocidad ante la evolución de los precios del petróleo y la reactivación del consumo interno y ya alcanza los 17.221 millones en mayo 2021.

Gráfico 32

Descomposición del saldo comercial



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

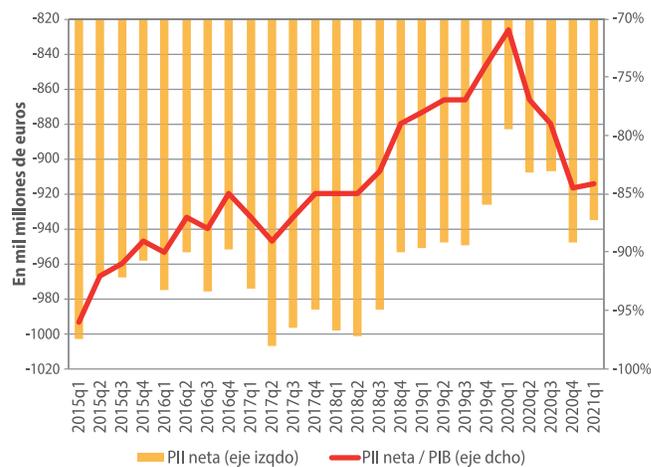
2. Posición financiera internacional

Como ya advertimos en 2020, la posición deudora de la economía española se ha agravado con creces como consecuencia del mayor endeudamiento público en 2020 y en 2021. La ratio se encuentra en el 1T 2021 en el 84% del PIB y aunque ha presentado cierta mejoría respecto al cierre de 2020 (85% del PIB) creemos que la misma ha de ser mirada con cautela. La economía española sigue siendo frágil en cuanto a dependencia externa de financiación a episodios de inestabilidad financiera internacional y, por tanto, muy dependiente de la política del BCE.

- Posición financiera internacional neta/PIB (1T 2021): -84% (-85% 4T 2020; -71% 1T 2020)

Gráfico 33

Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

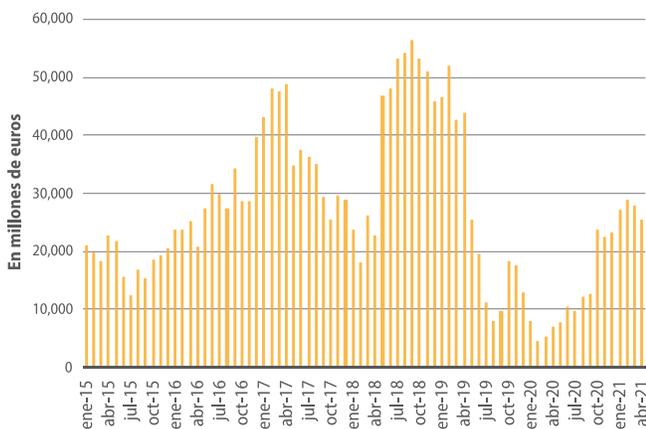
3. Balanza financiera

En términos acumulados de 12 meses, en mayo de 2021, la capacidad de financiación fue de 13.400 millones (vs. 24.500 millones acumulado a mayo 2020). La reducción está relacionada con la reducción de la balanza por cuenta corriente mencionada arriba. Excluyendo el Banco de España, la salida de capitales de España acumulada a mayo asciende a 43.200 millones, que compara con el mismo dato de saldo neto de la cuenta financiera hasta mayo 2020 de 53.200 millones.

La inversión directa en mayo arrojó un saldo de 2.800 millones y ya acumula un saldo de 14.900 millones en lo que va de año, estando cerca de un 40% por encima del mismo dato del año pasado y confirmando el repunte que vimos ya a finales de 2020.

Gráfico 34

Entradas netas por inversión directa en España



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

UFM MARKET  TRENDS