

REGE CAROLO III  
ANNO  
MDEGLXXVIII

INFORME TRIMESTRAL

# ESPAÑA

El crecimiento económico sobrevive a la crisis política

**ENERO - MARZO 2016**

Autor: Ángel Martín Oro

Asistente de Investigación: Gabriel Colominas

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

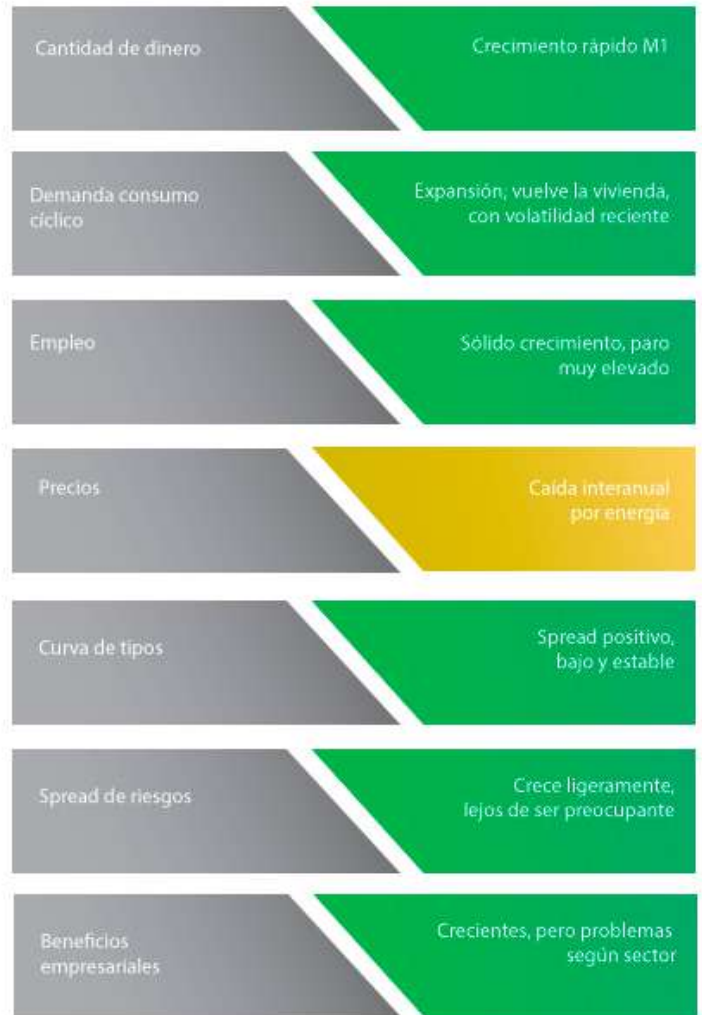
**2016 Q1 ESP**

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO ESPAÑA

INDICADOR



INDICADOR



# Actividad económica y empleo

## 1. Actividad económica

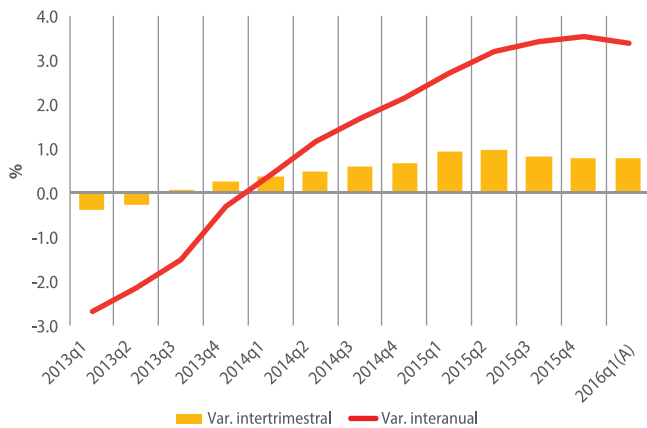
### a. PIB

La economía española mantiene su inercia positiva y crece a tasas muy similares a las de trimestres anteriores.

- Crecimiento PIB intertrimestral (1T 2016) 0.8% (0.8% 4T 2015)
- Crecimiento PIB interanual (1T 2016): 3.4% (3.5% 4T 2015)

Gráfica 1

### Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional. El último dato es la estimación avance del INE.

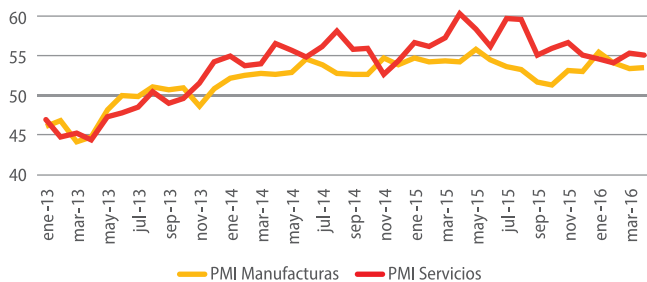
### b. PMIs

Los índices de gestión de compras señalan que hay una estabilización de la expansión económica, con el último dato de abril en 53.5 y 55.1 de manufacturas y servicios, respectivamente. No hay cambios sustanciales en la tendencia más allá de las oscilaciones de corto plazo.

- PMI Manufacturas (promedio 1T 2016): 54.3 (4T 2015: 52.5)
- PMI Servicios (promedio 1T 2016): 54.7 (4T 2015: 55.9)

Gráfica 2

### Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit, Bloomberg.

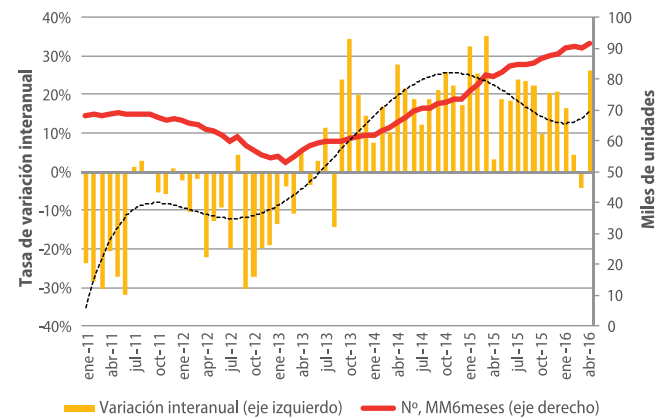
### c. Demanda de sectores cíclicos

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

En el caso de la matriculación de automóviles, observamos una recuperación temprana, posiblemente ligada a las medidas de ayuda pública (plan PIVE). Ello ha podido introducir cierto ruido en este indicador. El buen dato de abril podría estar indicando que la ralentización reciente es algo pasajero.

Gráfica 3

### Matriculación de automóviles

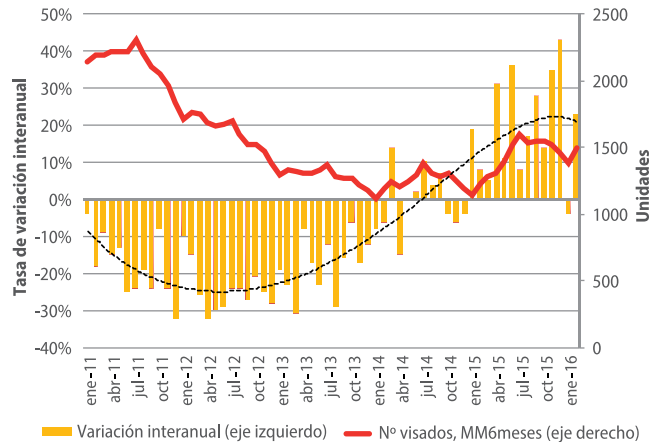


Fuente: Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC).

Los visados de obra nueva, como indicador adelantado de la actividad en el sector, pueden ofrecer buena cuenta de las perspectivas positivas de la economía española.

Gráfica 4

### Visados de dirección de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento.

## 2. Empleo

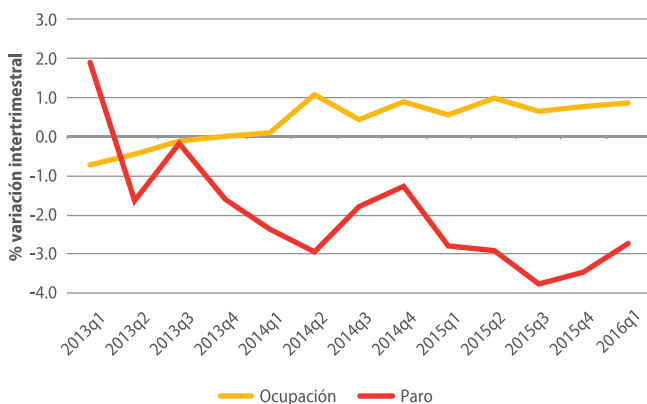
La expansión de la actividad se ha traducido en una mejora en los datos de empleo, que continúa en abril. El descenso de la ocupación en este primer trimestre de 2016 ha sido tan solo de 64,600 personas, frente a las 114,300 del mismo periodo del año anterior, o las 184,600 de 2014.

En los doce últimos meses el empleo ha aumentado en 513,300 personas en el sector privado y en 61,500 en el público. Por su parte, el paro ha caído en 653,200 personas.

- Tasa de desempleo (1T 2016): 21% (23.8% 1T 2015).
- Tasa de actividad (1T 2016): 59.3% (59.5% 1T 2015).
- Variación del empleo últimos doce meses (1T 2016): +3.3% (+3% 4T 2015)

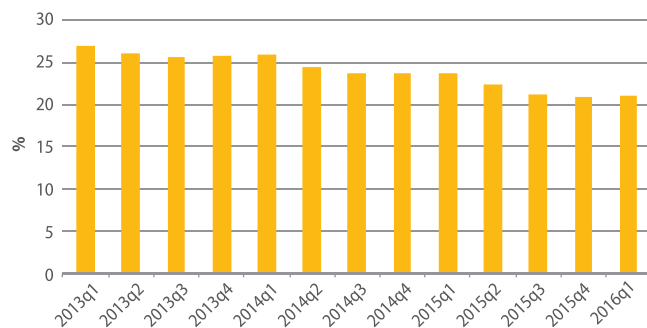
Gráfica 5

### Tasas de variación del empleo



Gráfica 6

### Tasa de desempleo



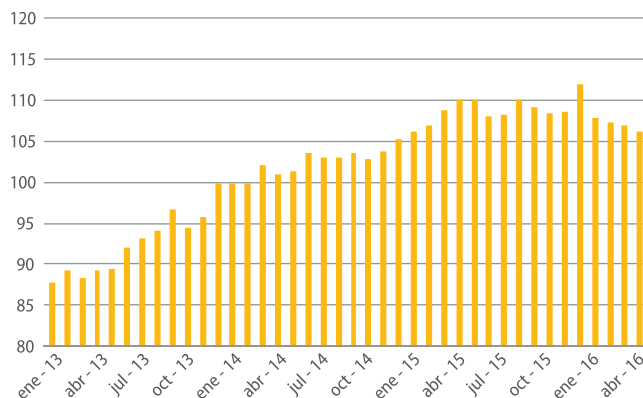
Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

## 3. Tendencias en actividad económica y empleo

La confianza de los agentes económicos, que partía desde niveles elevados, se ha visto afectada en el comienzo del año. El hecho de que también en la [eurozona](#) haya caído la confianza sugiere que la situación política nacional no es el único factor negativo.

Gráfica 7

### Indicador de clima económico



Fuente: Comisión Europea. Indicador compuesto que agrega cinco indicadores de confianza sectoriales con diferentes pesos: industria, servicios, construcción, consumidores y comercio minorista.

Pese a este complicado entorno político y global, la desaceleración que se preveía y la rebaja en las estimaciones de crecimiento están siendo muy moderadas.

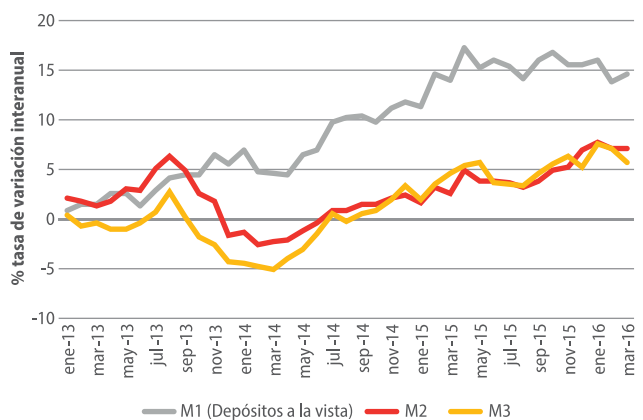
## Inflación y precios

### 1. Agregados monetarios

Los agregados monetarios han moderado ligeramente su crecimiento en el primer trimestre del año, pero el dinamismo continúa. Destacamos que el crecimiento interanual en los depósitos a la vista se ha estabilizado en tasas cercanas al 15% desde hace un año.

Gráfica 8

### Agregados monetarios España (excluido efectivo)



Fuente: Banco de España.

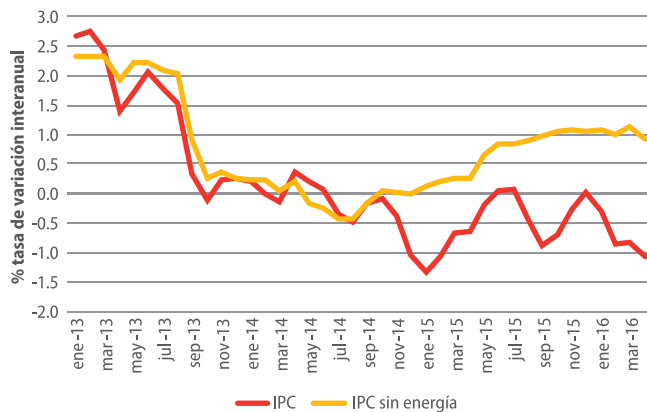
## 2. Índice de precios al consumidor

La tasa de variación anual del IPC ha vuelto a caer en terreno negativo en los primeros meses de 2016, situándose en el -1.1% en abril. Esta aceleración en la caída de precios contrasta con la relativa estabilidad de la evolución excluyendo la energía, que se mantiene en positivo en el entorno del 1%.

El repunte del precio del petróleo, de mantenerse, debería empujar las tasas de inflación hacia arriba en próximos trimestres.

Gráfica 9

### Índice de precios al consumo



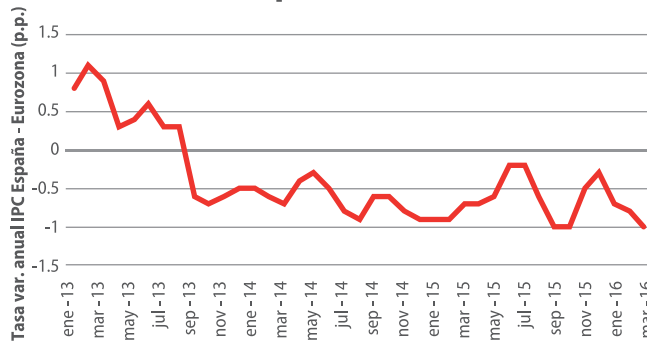
Fuente: INE y Ministerio de Economía y Competitividad.

En los últimos meses el diferencial en la evolución de los precios al consumo entre España y la eurozona se ha ampliado a más negativo. (Nota: negativo, en el actual contexto de caídas de precios en ambas regiones, indica que los precios están cayendo más en España que en la eurozona).

Es interesante observar que este diferencial correlaciona con el IPC español de los últimos años. En la notable caída de la tasa de inflación de 2013 (de más del 2.5% al 0%), el diferencial pasó del +1% al -0.5%. Y, desde entonces, ambas variables se han mantenido en un rango lateral con ciertas similitudes.

Gráfica 10

### Diferencial IPC España con la eurozona



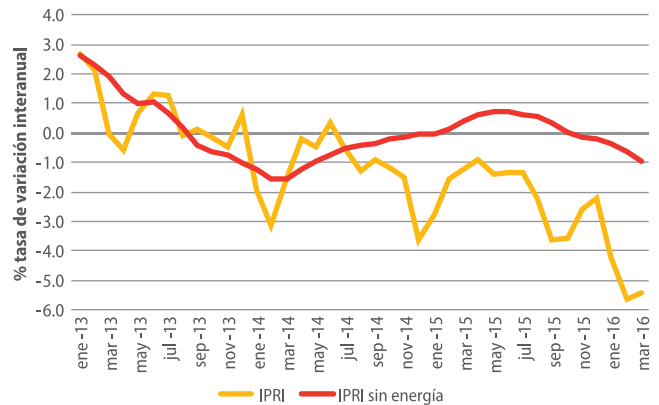
Fuente: Eurostat.

## 3. Índice de precios industriales

Los precios industriales han profundizado sus caídas en el último trimestre, incluso si excluimos la energía. Los precios de los bienes intermedios caen en términos anuales un -2.7% en marzo, frente al -17.7% de la categoría de energía, que ha moderado su caída en el último mes.

Gráfica 11

### Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía y Competitividad.

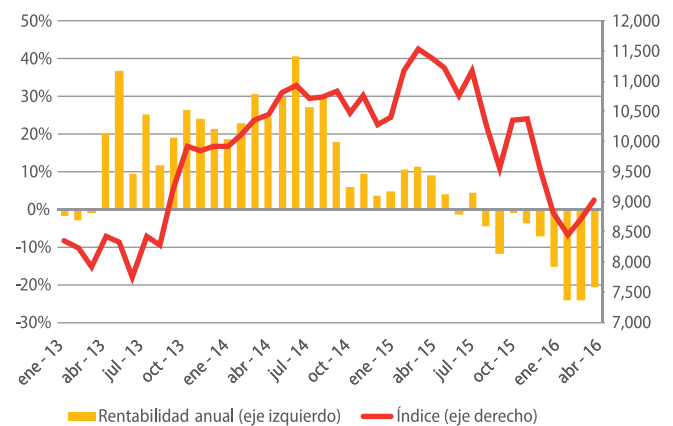
## 4. Precios de activos financieros

Durante el último trimestre han continuado las fuertes turbulencias en los mercados financieros. El comienzo de año fue uno de los peores que se recuerdan para las principales bolsas del mundo, siguiendo la estela del mal mes de diciembre. La recuperación llegó a mediados de febrero. Marzo y abril han cerrado positivamente para el IBEX 35, que aun así registra una rentabilidad en términos anuales del -20.7% a cierre de abril.

La rentabilidad del bono a diez años ha continuado su caída, reiniciada en el verano de 2015. La prima de riesgo ha repuntado por el fuerte descenso en la rentabilidad del bono alemán, en un contexto de mayor aversión al riesgo.

Gráfica 12

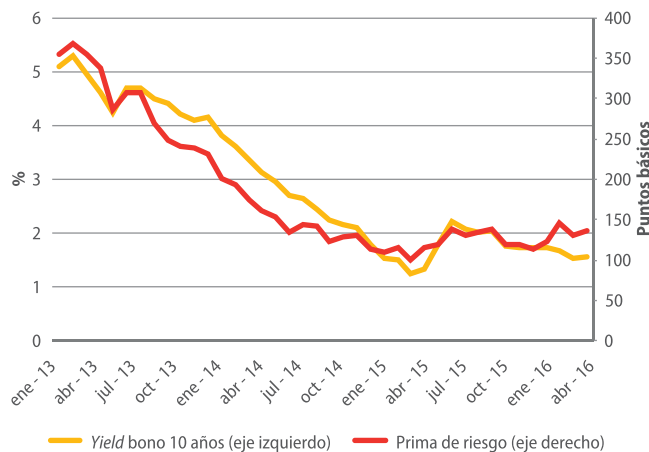
### IBEX 35



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad. Datos mensuales.

Gráfica 13

## Yield del bono español y prima con Alemania



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad. Datos mensuales.

## 5. Tendencias en la evolución de precios

Los precios de la economía española continúan registrando tasas anuales negativas, mayores que en el caso de la [eurozona](#). Se da un ajuste mayor de los precios en España, al mismo tiempo que crece más del doble que la eurozona (3.4% vs. 1.6% en el primer trimestre de 2016 en términos interanuales).

# Crédito

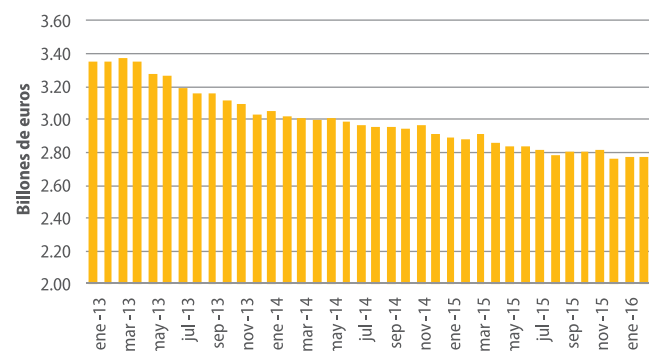
## 1. Activos totales del sistema bancario

En los últimos meses se ha estabilizado el total de activos del sector bancario. En el [anterior informe](#) ya apuntamos que la banca podría encontrarse en la última fase de desapalancamiento. El ligero repunte desde mínimos a cierre de 2015 no permite confirmar nuestra hipótesis, pero tampoco rechazarla. Pese a las turbulencias que ha sufrido el sector bancario europeo en el primer trimestre, el total de activos se ha mantenido relativamente estable.

En nuestro escenario base, pensamos que se producirá un crecimiento muy gradual del balance del sector bancario, a pesar de los posibles problemas derivados de la baja remuneración del pasivo.

Gráfica 14

## Total activos sector bancario



Fuente: Banco de España.

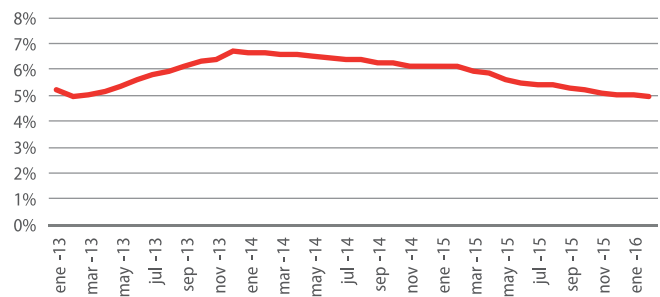
## a. Activos de dudoso cobro

El ritmo de reducción de los activos dudosos de las entidades de crédito se ha estabilizado en los últimos meses. Desde agosto de 2015, la tasa de contracción interanual ha estado por encima del 20%. El porcentaje de activos dudosos respecto al total ha descendido hasta el 4.95%, frente al 6.11% de un año atrás.

- Crecimiento anual activos dudosos (febrero 2016): -22% (-12.4% febrero 2015)

Gráfica 15

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



Fuente: Banco de España.

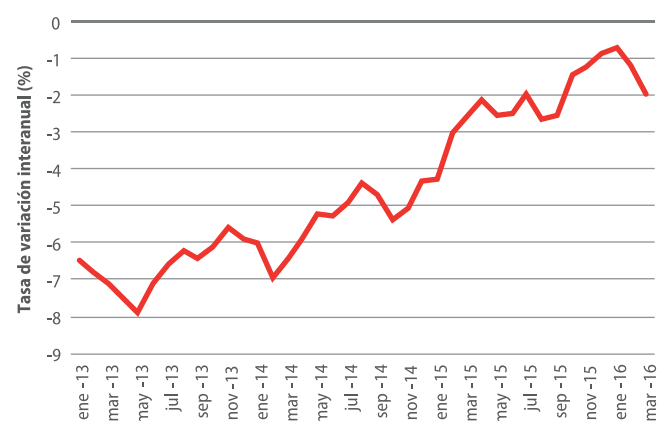
## 2. Crédito a empresas

La evolución del crédito a empresas ha presentado una importante corrección en los últimos dos meses. La aceleración de la contracción del crédito empresarial, si bien pensamos que no continuará los próximos meses, nos ha puesto en alerta respecto a la evolución futura de la tendencia.

- Crecimiento anual del crédito a empresas (marzo 2016): -1.98% (-2.59% marzo 2015)

Gráfica 16

## Evolución del crédito a empresas



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

### 3. Crédito a familias

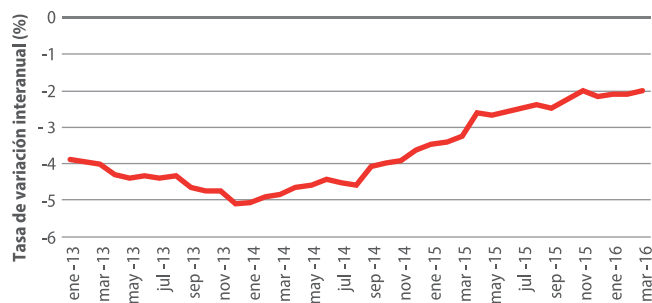
El stock de crédito a las familias se encuentra todavía en fase de contracción. La tendencia de rápida desaceleración de la contracción de trimestres pasados se ha detenido, y lo que vemos es una estabilización en los últimos meses en el -2% interanual.

Como en el caso anterior, pensamos que la tendencia positiva se reanudará en próximos meses, apoyada en el dinamismo del empleo.

- Crecimiento anual crédito a las familias (marzo 2016): -1.99% (-3,24% marzo 2015)

Gráfica 17

#### Evolución del crédito a familias



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

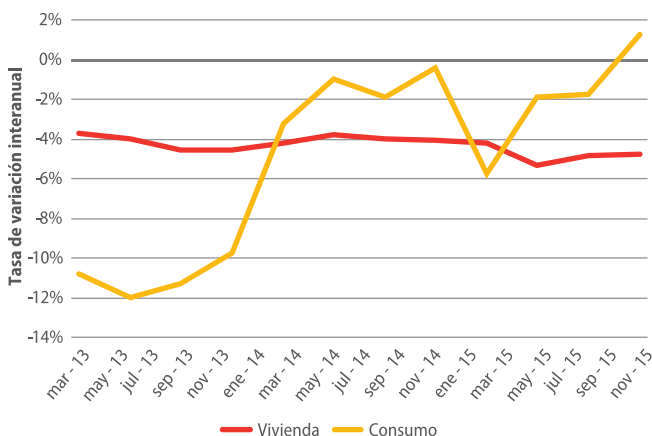
#### a. Distribución del crédito a las familias

La evolución de los dos principales componentes del crédito a las familias continúan, trimestre tras trimestre, ampliando sus diferencias. Destacamos cómo el crédito al consumo ha pasado a registrar un crecimiento interanual positivo por primera vez desde antes del inicio de la crisis (3T 2008). Por otro lado, la tasa de crecimiento de los préstamos para vivienda sigue estancada, con caídas interanuales del 4%.

- Crecimiento anual crédito al consumo y otros (4T 2015): 1.29% (-0.38% 4T 2014)
- Crecimiento anual crédito a vivienda (4T 2015): -4.78% (-4.07% 4T 2014)

Gráfica 18

#### Desagregación del crédito a familias



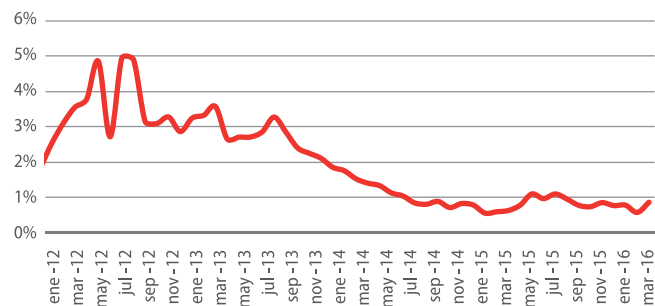
Fuente: Banco de España.

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

El indicador del *spread* de la curva de rendimientos pretende medir la cuantía del descalce de plazos. Este se acercado de nuevo a los niveles mínimos alcanzados a principios de 2015. La política de expansión cuantitativa llevada a cabo por el BCE ha tenido un mayor efecto sobre los tipos a largo plazo, situándose los tipos a cinco años al 0.58% (abril 2016). Los tipos a tres meses se han mantenido ligeramente por debajo del -0.30%.

Gráfica 19

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



Fuente: Elaboración propia a partir de datos recopilados por Bloomberg.

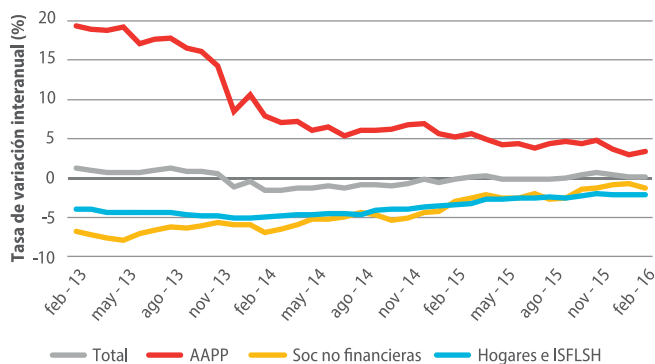
### 5. Tendencias en la extensión de crédito

La tasa de crecimiento interanual de la financiación total a sectores no financieros encadena más de seis meses en terreno positivo. En febrero de 2016 el crecimiento ha sido del 0.23%, frente a la caída del 0.16% en el mismo mes del año anterior.

Los dos primeros meses del año han registrado cierta desaceleración respecto al cuarto trimestre de 2015, quizá asociada al deterioro de las expectativas de los agentes económicos. Esta desaceleración, de hecho, habría sido mayor de no haber sido por el repunte de enero a febrero en la extensión de crédito al sector público. Este sigue siendo quien absorbe los fondos del sector bancario (3.39% en tasa interanual en febrero 2016), aunque a tasas inferiores que hace un año (5.23% en febrero del año anterior).

Gráfica 20

#### Financiación a los sectores no financieros



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

En cambio, el sector privado es cauteloso y prefiere no degradar su posición de liquidez pese al bajo coste de endeudarse. Las sucesivas medidas del BCE no han generado un aumento superior de la concesión de nuevo crédito privado respecto al que se viene amortizando. Mientras que por el lado de la oferta se han suavizado las condiciones —como analizamos en el siguiente apartado—, la demanda de crédito solvente todavía no se ha recuperado lo suficiente como para sostener una expansión del crédito importante.

Pensamos que esto último debería suceder paulatinamente. Despejar la incertidumbre política sería importante para que este proceso se llevara a cabo.

### a. Evolución en los criterios de aprobación de préstamos

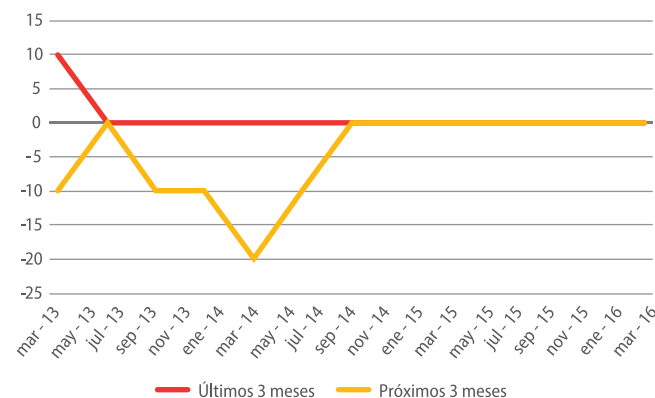
Los criterios de aprobación de los préstamos han sido, en los últimos años, uno de los mayores focos de atención de agencias reguladoras y de los propios bancos. Desde nuestro punto de vista, centrar los problemas de crédito de la pasada década en los criterios de aprobación elaborados por los comités de riesgo de los bancos es soslayar un problema estructural mayor: el descalce de plazos.

En el caso de la concesión de préstamos a empresas, podemos comprobar cómo no se ha producido ningún cambio ni en los criterios aplicados (*Cambios últimos tres meses*) ni en las expectativas sobre los futuros criterios en el corto plazo (*Cambios próximos tres meses*) desde septiembre de 2014.

Esta estabilidad muestra que el cada vez menor descenso de los préstamos a empresas proviene principalmente de una mejora del entorno económico.

Gráfica 21

### Cambios criterios de aprobación préstamos a empresas

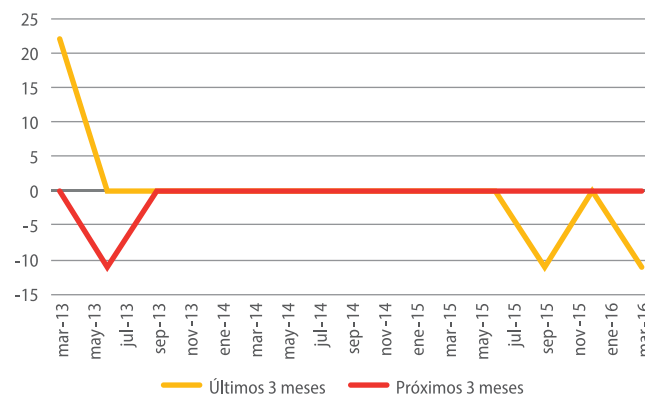


Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del periodo / saldo al principio del periodo.

En cuanto a los préstamos a hogares para vivienda sí se han flexibilizado los criterios de aprobación en los últimos trimestres.

Gráfica 22

### Cambios criterios préstamos a hogares: adquisición vivienda

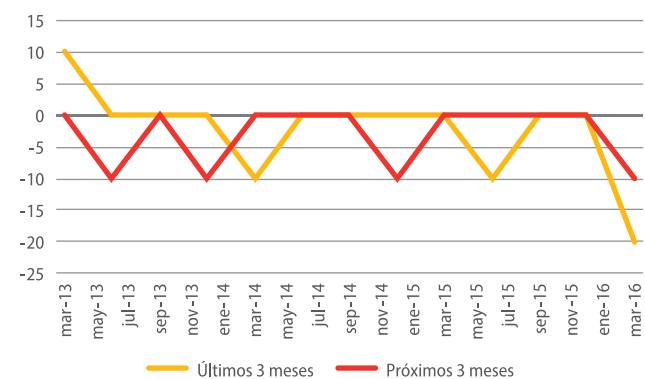


Fuente: Banco de España. Encuesta sobre préstamos bancarios, abril 2016.

Finalmente, en el crédito al consumo, el descenso de las exigencias ha coincidido con un aumento interanual de su stock, como veíamos arriba. No le damos causalidad directa al fenómeno, ya que los criterios se han ajustado repetidas veces desde 2013 sin que ocasionara un cambio en la tendencia de concesión de crédito al consumo.

Gráfica 23

### Cambios criterios préstamos a hogares: consumo



Fuente: Banco de España. Encuesta sobre préstamos bancarios, abril 2016.



## Sector público

Los ingresos de las Administraciones Públicas en 2015 han crecido más que los gastos respecto al año anterior (2.9% frente a 1.2%).

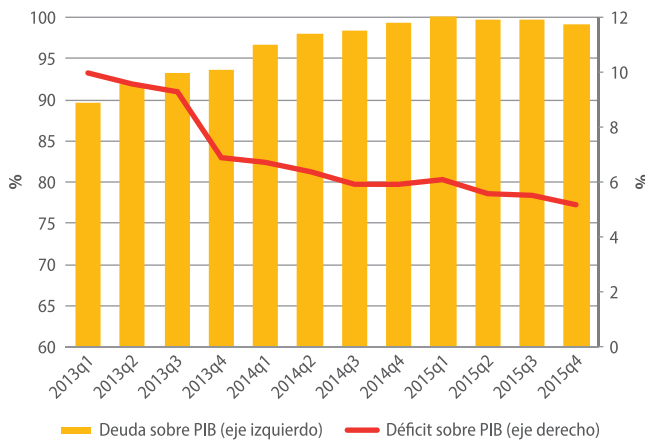
Sin embargo, esto no es suficiente, ni mucho menos, para reducir el déficit de forma sustancial, que ha cerrado el año en el 5.1%, frente al 4.2% al que se comprometió inicialmente el gobierno. Este sigue siendo uno de los principales desequilibrios macroeconómicos pendientes de atajar. Los datos de los primeros meses de 2016 que conocemos no ofrecen mucha esperanza de que esto esté en camino de solucionarse.

Por su parte, el cociente de deuda pública sobre PIB se ha estabilizado en el entorno del 100%, gracias al crecimiento económico.

- Déficit sobre PIB (2015): 5.1% (5.9% 2014)
- Deuda sobre PIB (4T 2015): 99.2% (99.3% 3T 2015)

Gráfica 24

### Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Intervención General de la Administración del Estado.

El gasto en intereses de la deuda sobre el total de ingresos públicos continúa reduciéndose: desde el 8.8% en el acumulado de 2014 hasta el 8% de 2015.

Esta caída viene provocada por el descenso en el coste de financiación, tendencia que ha continuado en el primer trimestre de 2016. El tipo de interés medio total de la deuda en circulación del Estado ha caído del 3.15% en que cerró 2015 al 3.04% de marzo 2016.

## Sector exterior

### 1. Balanza por cuenta corriente

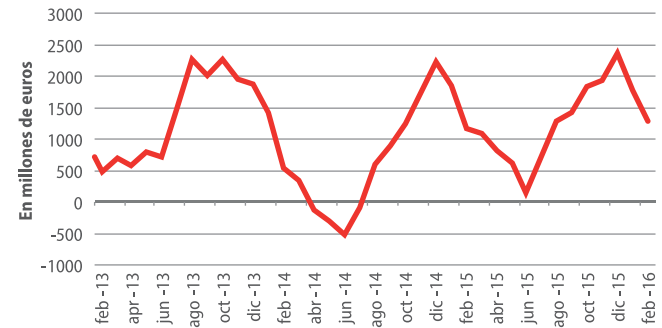
En los últimos meses se ha moderado el superávit de la cuenta corriente, pero este sigue siendo notablemente superior en términos acumulados anuales en febrero 2016 frente al mismo periodo del año anterior (1.4% vs. 1% PIB).

Los efectos beneficiosos para España del desplome del precio del petróleo siguen notándose en este apartado, como hemos destacado en informes anteriores.

- Saldo cuenta corriente sobre PIB (4T 2015): 3% (3.1% 4T 2014)
- Saldo cuenta corriente últimos 12 meses (Febrero 2016): 1.4% PIB (1% PIB, Febrero 2015)

Gráfica 25

### Saldo de la cuenta corriente



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

### 2. Posición financiera internacional

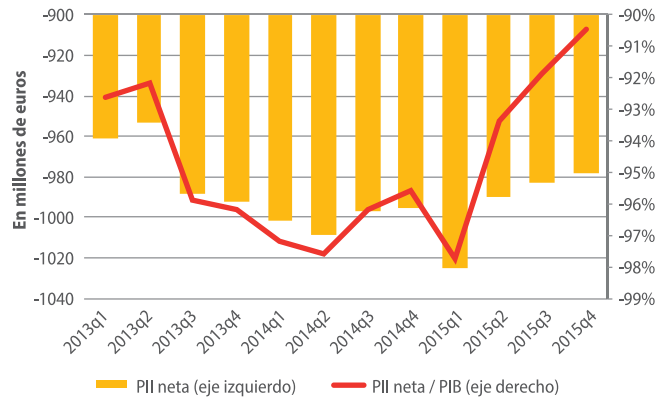
En el cuarto trimestre de 2015 la economía española ha continuado reduciendo muy ligeramente su posición deudora respecto al exterior. Pese a ello, la enorme magnitud de este indicador nos muestra la fragilidad de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional.

Este panorama contrasta con la envidiable situación de la eurozona, que podría acabar 2016 registrando una posición acreedora neta, como señala el [último informe](#) de UFM Market Trends para la región.

- Posición financiera internacional neta/PIB (4T 2015): -90.5% (-91.8% 3T 2015)

Gráfica 26

### Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

### 3. Balanza financiera

El reverso de la capacidad de financiación generada por las operaciones no financieras de la economía española (aproximada por el saldo agregado de las cuentas corriente y de capital), fue el de una cuenta financiera positiva (variación neta de activos > variación neta de pasivos).

En concreto, el saldo registró un aumento de los activos netos frente al exterior (salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior) de 31,300 millones de euros en el cuarto trimestre de 2015, excluido el Banco de España, frente a un saldo negativo de 22,200 millones del cuarto trimestre del año anterior.

Estos datos se han visto por parte de diversos medios como reflejo de una fuga de capitales importante, derivada –se decía– de la incertidumbre política. Esta es una interpretación equivocada de los datos. Las salidas netas de financiación, lejos de ser equivalente a una huida de inversores de España por miedo, son síntoma de un sano desendeudamiento con el exterior, que, como hemos visto, está siendo muy modesto y gradual.

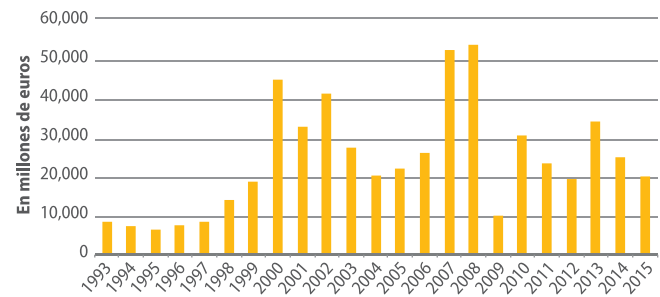
Por su parte, la partida del Banco de España ha sido el reverso, teniendo un papel relevante. Así, la posición neta del Banco de España frente al Eurosistema registró entradas de financiación por 23,000 millones de euros (saldo negativo), frente a las salidas de 26,000 en el cuarto trimestre de 2014. El programa de compras de activos del BCE estaría detrás de estos datos.

### a. Inversión directa

Para analizar si es cierto que la inversión está huyendo de España, hemos querido representar las entradas netas por inversión directa, que es la que está más orientada al largo plazo.

Gráfica 27

### Entradas netas por inversión directa en España



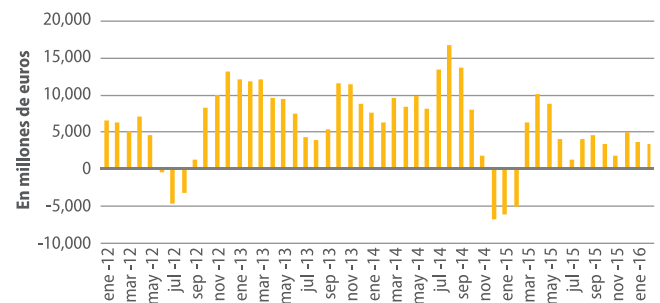
Fuente: Banco de España.

Observamos cómo es probable que, de haber existido un panorama de mayor certidumbre, 2015 hubiese cerrado con cifras mayores de inversión directa, dada la inercia positiva de la economía española.

Reduciendo la perspectiva temporal, el acumulado de los últimos tres meses indica un bajo dinamismo reciente en las entradas netas de inversión directa, pero lejos de ser alarmante.

Gráfica 28

### Entradas netas por inversión directa en España (acumulado 3 últimos meses)



Fuente: Banco de España.

Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.