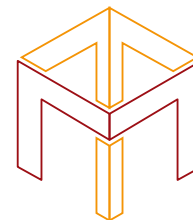


newsletter

ESPAÑA

Número 1 • Enero-Marzo 2015

Por: Ángel Martín Oro



1. Introducción

La economía española parece vivir su momento más dulce, desde que nos golpeará con virulencia la Gran Recesión. El pesimismo generalizado, que ha envuelto a todo lo que tuviera que ver con España, se ha transformado en el último año en optimismo. Las estimaciones de crecimiento de los organismos internacionales y casas de análisis independientes se han revisado y apuntan al alza. Los indicadores adelantados y los recientes datos “macro” parecen apoyar esta visión optimista.

¿Podemos, entonces, dar por hecho el comienzo de una fase duradera de expansión en la economía española? ¿Son los fundamentos de la recuperación suficientemente sólidos para confirmar la sostenibilidad de nuestro crecimiento, o presenciamos un mero rebote transitorio tras la severa recesión?

Pensamos, como lo iremos razonando a lo largo de este informe, que la respuesta es mixta: observamos luces, pero también sombras que nos impiden ser optimistas de cara al mediano plazo.

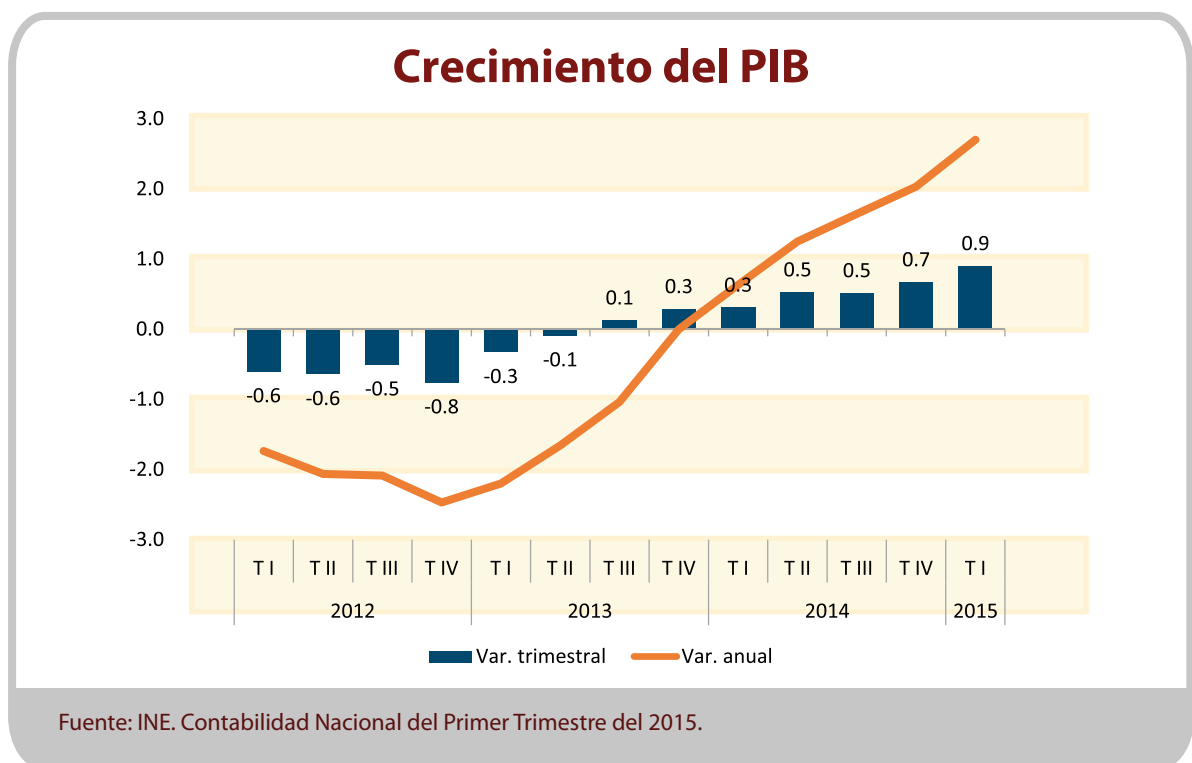
Entre las luces, destacamos el fuerte ajuste que se ha producido en el sector privado, como desapalancamiento, internacionalización y mejora en la estructura de costes de las empresas. También es destacable la limpieza realizada en el sector inmobiliario, y en buena medida en el bancario. Asimismo, la caída de los precios del petróleo ha constituido un shock exógeno muy positivo para nuestra economía.

En las sombras destacamos la falta de un ajuste profundo en el sector público, tanto en tamaño (cantidad) como en eficiencia de las administraciones (calidad). Así, pese a la mejora macroeconómica, el déficit público continúa alto, haciendo que la deuda pública siga acumulándose. A pesar del sobresaliente ajuste del sector exterior, la posición deudora de nuestra economía todavía refleja una gran vulnerabilidad. Además, el tan cacareado cambio de modelo productivo es algo que todavía no acabamos de ver.

El inicio de un programa de expansión cuantitativa por parte del Banco Central Europeo (BCE), durante el primer trimestre del año, ha supuesto un nuevo impulso a los activos financieros de la eurozona, incluidos los españoles, provocando una notable caída en los costes de financiación. Siendo esta una indudable buena noticia de cara al corto plazo, no debería servir al gobierno de excusa (y más en este periodo electoral) para renunciar o posponer los ajustes y reformas necesarios, todavía pendientes. Esta complacencia en el actual contexto de facilidades financieras extremas es un riesgo muy real, que no en vano ha sido destacado en varias ocasiones por el mismo gobernador del BCE.

2. Actividad económica y empleo

Los datos macroeconómicos de la economía española muestran una mejoría apreciable, si bien desde finales del 2012 tras una crisis de enormes dimensiones. Así, en el primer trimestre del 2015 el PIB muestra una tasa de crecimiento anual del 2.7%. Además, las estimaciones de crecimiento se han revisado al alza de forma significativa, colocándose en torno al 3% para el año presente, y situando a España entre las economías líderes del crecimiento en Europa.



En cuanto a la composición del PIB, destacamos cómo desde el primer trimestre del 2014 la demanda nacional ha aportado positivamente al crecimiento: 3 puntos en el primer trimestre del 2015, frente a 2.7 del último trimestre del 2014. En cambio, la contribución negativa de la demanda exterior se redujo desde los -0.7 del anterior trimestre a los -0.3 puntos del primer trimestre del 2015. Recordemos que el sector exterior aportó positivamente al PIB, casi ininterrumpidamente, desde los inicios de la crisis en el 2008, siendo una de las razones por las que las tasas de crecimiento no han sido tan negativas como podrían haberlo sido.

También hay que destacar el fuerte repunte del gasto de las administraciones públicas en el primer trimestre del 2015, siendo la partida que más aporta al crecimiento del PIB, en términos de tasa de variación intertrimestral (1.6% frente al 0.7% del consumo privado o al 1.3% de la formación bruta de capital fijo), tras un periodo de ajuste.

A nivel sectorial, merece mencionarse especialmente la consolidación de las cifras positivas de la construcción, apoyada por varios factores, como: 1) el aumento del crédito hipotecario, derivado en parte de la mejor posición de la banca y el abaratamiento del crédito; 2) las mejores expectativas de la economía española; y 3) un cambio profundo en el sector, más allá del notable ajuste de precios —que devolvió las valoraciones del inmobiliario español a niveles razonables—. Todo ello en un contexto de tipos de interés mínimos, que lleva a los inversores globales a la búsqueda (a veces desesperada) de rentabilidad.

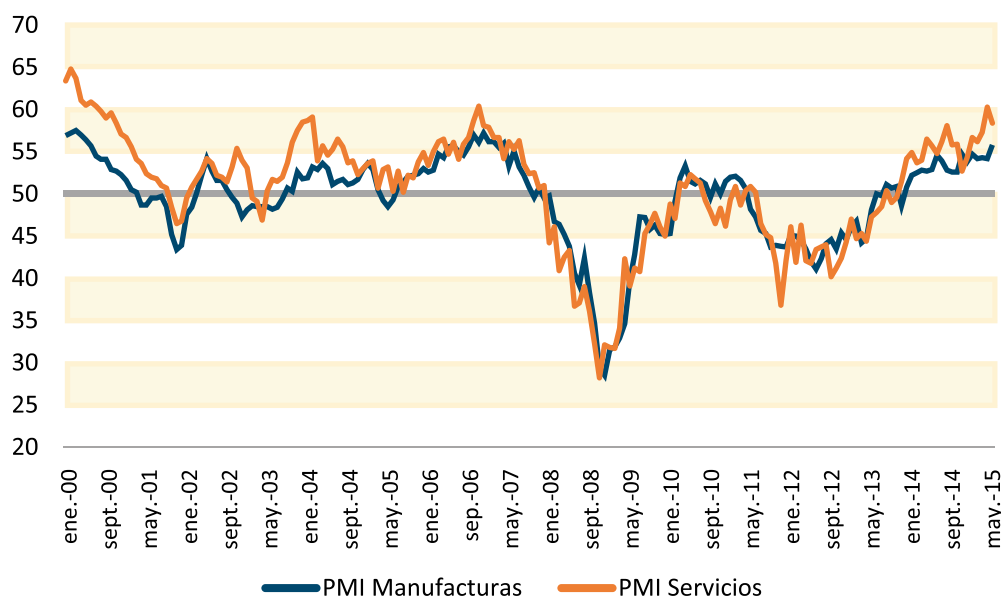
Indicadores adelantados: Los PMI de mayo del 2015

- PMI Servicios: 58.4 (abril: 60.3)
- PMI Manufacturero: 55.8 (abril: 54.2)

Los Índices de Gestión de Compras que elabora Markit Economics (PMI por sus siglas en inglés) también confirman el *momentum* favorable de la economía española. En cuanto a los servicios, Markit destaca cómo en los últimos meses el crecimiento de la actividad se acelera. Asimismo se pone de manifiesto la aceleración en el crecimiento de los nuevos pedidos recibidos por el sector manufacturero, lo que refuerza los buenos datos de la producción industrial en el primer trimestre del 2015¹.

¹ Véase <http://www.ine.es/daco/daco42/daco422/ipi0315.pdf>.

Índices de Gestión de Compras (Markit)



Fuente: Markit, Bloomberg.

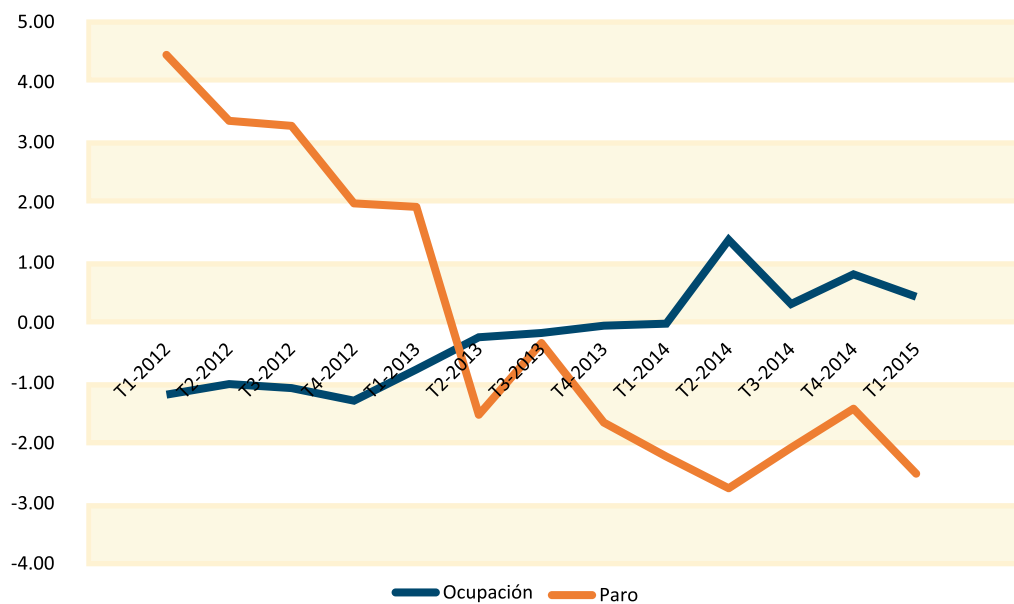
Empleo

- Tasa de Paro (EPA 1.er trimestre 2015): 23.78% (EPA 1.er trimestre 2014: 25.93%)².
- Tasa de Actividad: 59.45% (mismo trimestre año anterior: 59.44%).
- Creación de empleo en los últimos 12 meses: 504,200 personas (468,000 en el sector privado y 36,200 en el público); variación anual del 2.97%.

Esta mejora en la actividad se ha traducido en creación de empleo y reducción del paro. Aún así la situación continúa siendo difícil, con una tasa de desempleo de cerca del 24%, la más alta de toda la Unión Europea, con la excepción de Grecia.

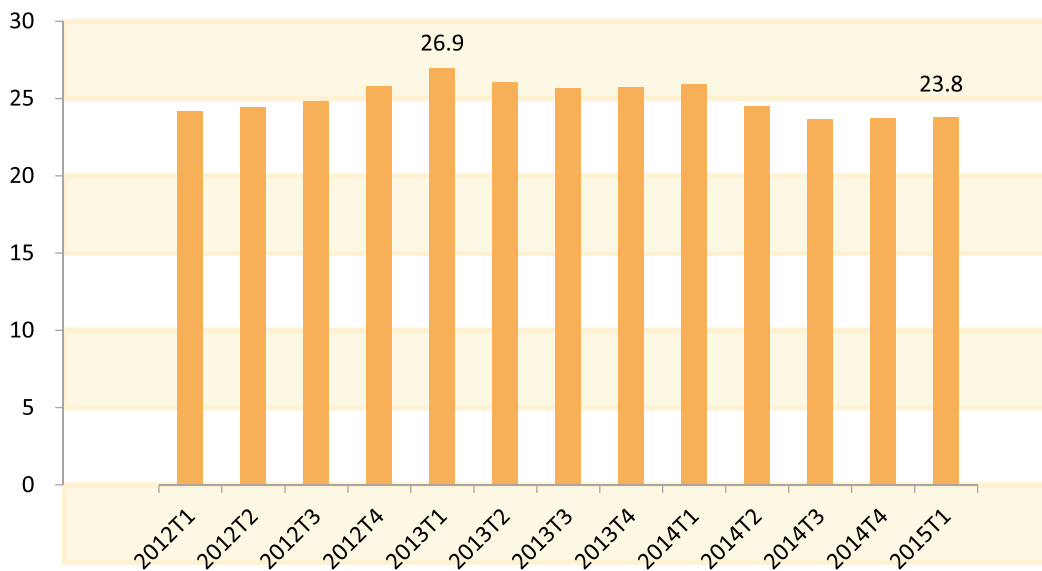
² Dado el carácter estacional del empleo, preferimos comparar los datos con los del mismo trimestre del año anterior, en lugar de hacerlo con los del trimestre pasado.

Tasas de variación intertrimestral del empleo



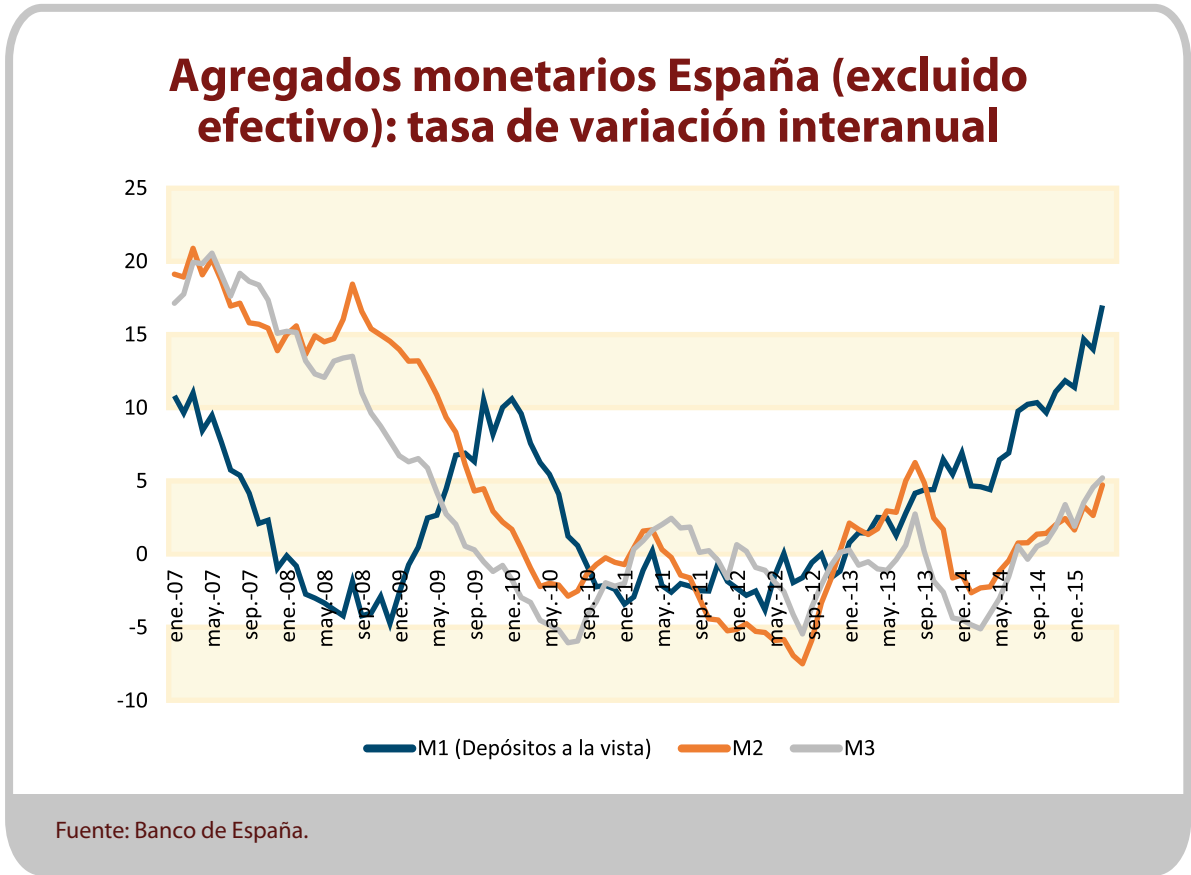
Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

Tasa de paro



Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

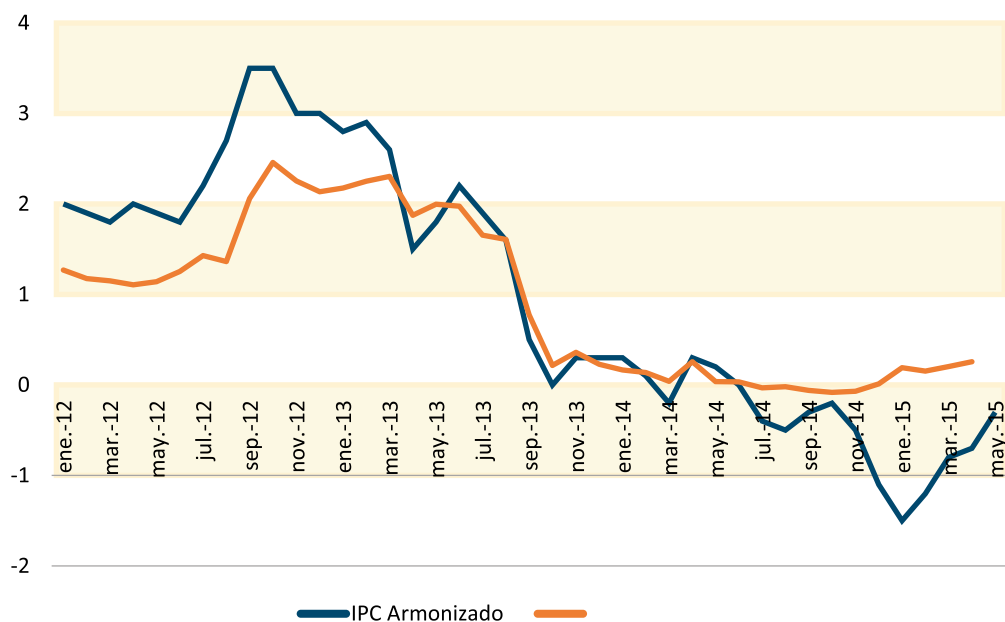
3. Inflación y crédito



Los agregados monetarios se muestran en fase expansiva. Debe destacarse el fuerte crecimiento que están experimentando los depósitos a la vista, mientras los otros agregados más amplios crecen a tasas más modestas.

Esta aceleración de los agregados monetarios del último año ha coincidido con caídas de la tasa de inflación de los precios al consumo. (Lo interpretamos como estabilidad, si excluimos los elementos más volátiles, particularmente la energía).

Evolución anual de los precios al consumo (%)

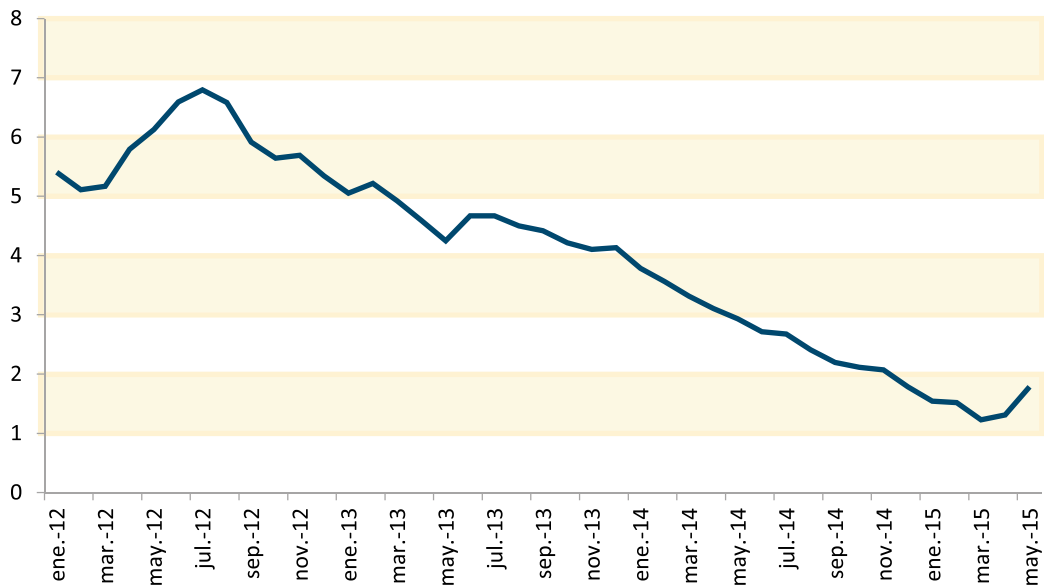


Fuente: INE y Ministerio de Economía. El último dato correspondiente a mayo del 2015 del IPCA es un avance.

El avance de la tasa de variación anual del IPCA en mayo del 2015 ha sido del -0.3%, acercándose así un mes más a un contexto positivo, tras marcar el mínimo en enero (-1.5%). Recordemos la preocupación que estos datos suscitaron entre analistas y autoridades, que temían por los efectos de entrar en una profunda deflación. Sin embargo, si observamos el IPC subyacente, vemos cómo buena parte de esta aceleración de la caída en la tasa del IPC se debió a la caída de los precios energéticos.

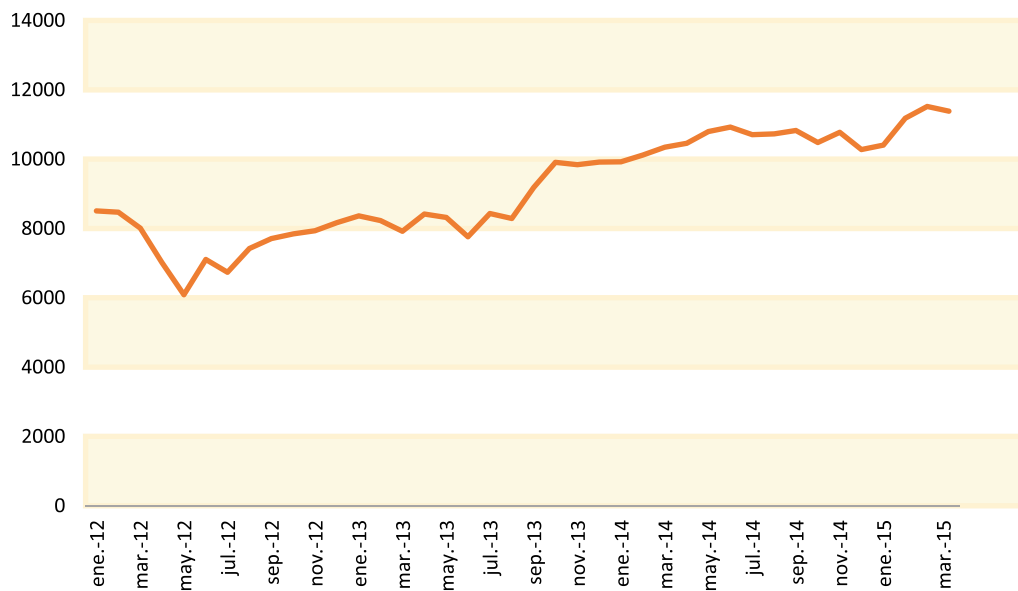
Donde sí se han producido importantes aumentos de los precios ha sido en los mercados financieros, tanto de renta fija como de renta variable. El punto de inflexión en los dos gráficos siguientes lo encontramos en el verano del 2012, con la "intervención verbal" de Mario Draghi.

Tipo del bono español a 10 años



Fuente: Banco de España.

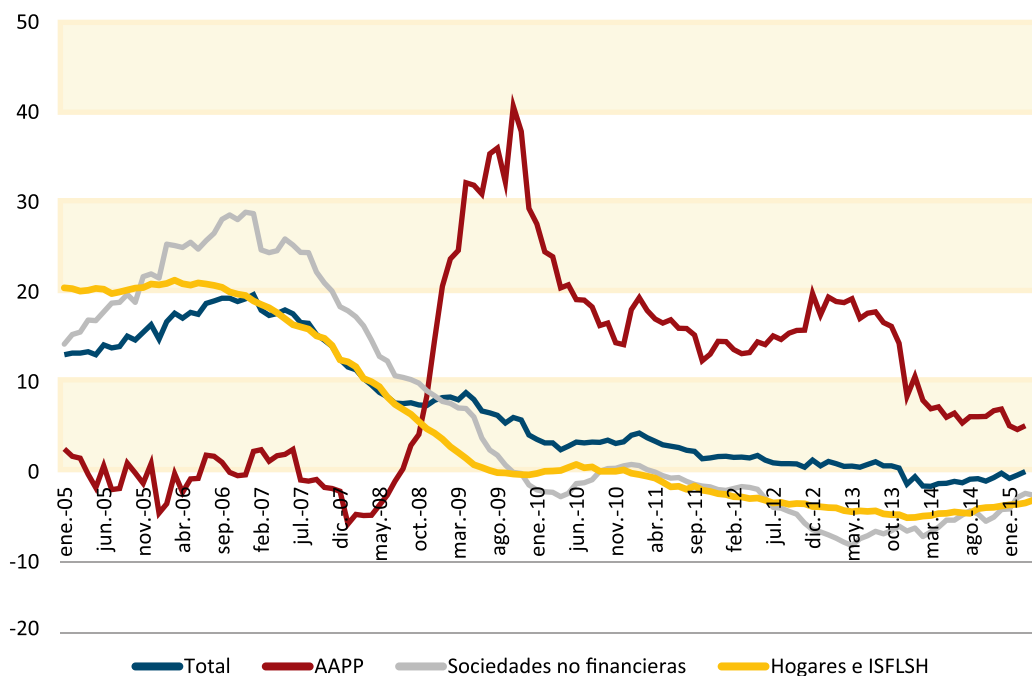
Ibex 35 (datos mensuales)



Fuente: Banco de España.

Por lo que se refiere a la evolución del crédito, si bien el *stock* permanece en tasas de contracción (aunque cada vez menores), las nuevas operaciones de crédito muestran cierto dinamismo³. Igualmente observamos una reducción en los tipos de interés, aplicados a estas nuevas operaciones. La mejora del entorno macroeconómico español, unida a los desarrollos en la eurozona, invitan a pensar que el saldo vivo del crédito podría dejar de caer en los próximos trimestres.

Financiación a los sectores no financieros (tasa de variación interanual)



Según se desprende de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE, este giro de tendencia en la evolución del crédito responde claramente más a cambios en la demanda de crédito que a cambios en los criterios de aprobación de los bancos⁴.

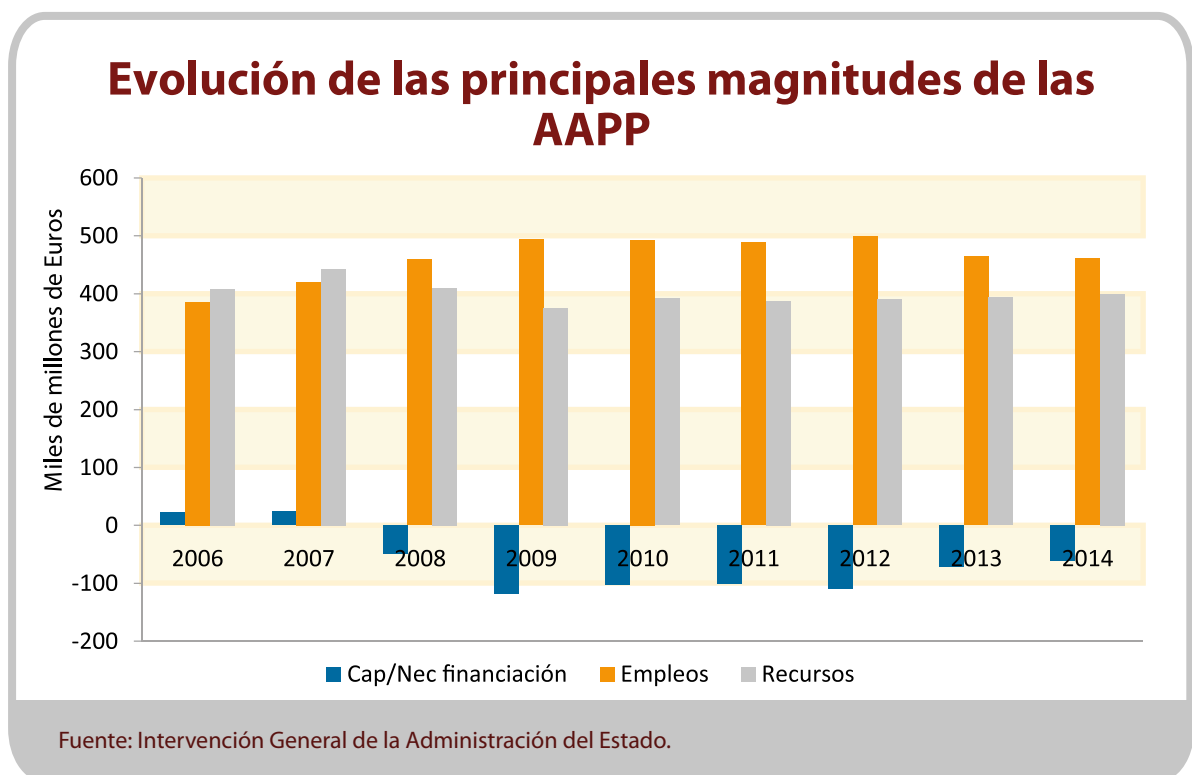
³ Según BBVA Research, el total de nuevas operaciones de crédito mostró un crecimiento del 6.2% interanual en el primer trimestre del 2015.

⁴ Véase http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/articulo_epb.pdf.

4. Sector público

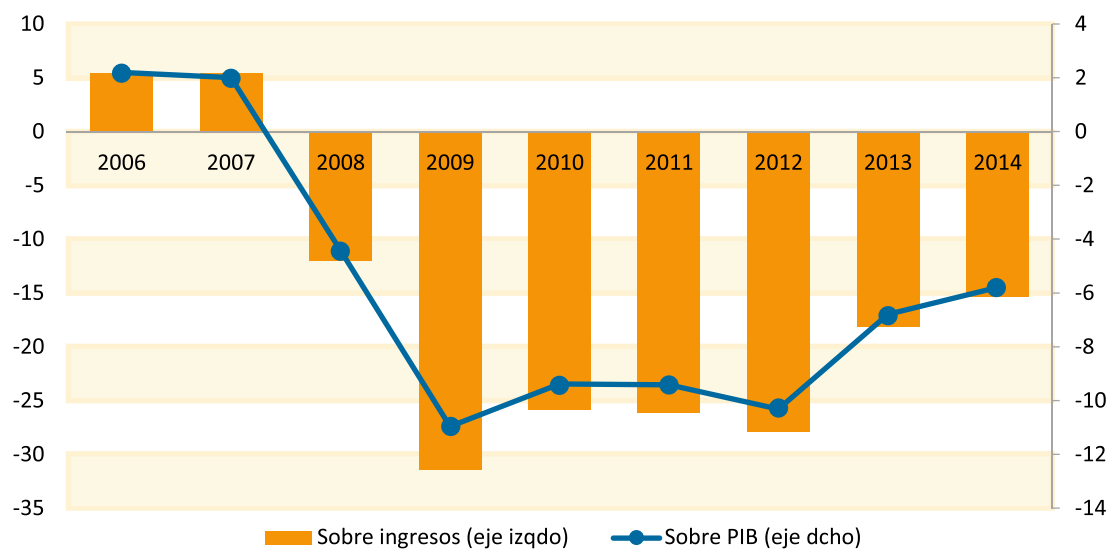
Pese a la recuperación, la salud de las finanzas públicas sigue siendo una fuente de desencuentros con la Comisión Europea. La Comisión ha advertido recientemente al gobierno español sobre el riesgo de incumplir nuevamente los objetivos de déficit para el 2015 y el 2016, siendo del 4.2% y 2.8% respecto al PIB, respectivamente. De hecho, la Comisión estima que el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas será del 4.5% en el 2015 y del 3.5% en el 2016.

En este contexto, desde Bruselas han alertado al gobierno español del crecimiento en el gasto público —tan tentador en un año electoral, como puede verse en los datos de Contabilidad Nacional del primer trimestre del 2015 referidos arriba—, lo que podría dificultar los cumplimientos sobre el déficit⁵.



⁵ Véase “Europa alerta del aumento del gasto público debido a la contratación de funcionarios en año electoral”.
<http://www.elmundo.es/economia/2015/05/06/55491046ca474157148b456c.html>
y <http://www.elmundo.es/economia/2015/05/13/5553202322601d96178b457e.html>.

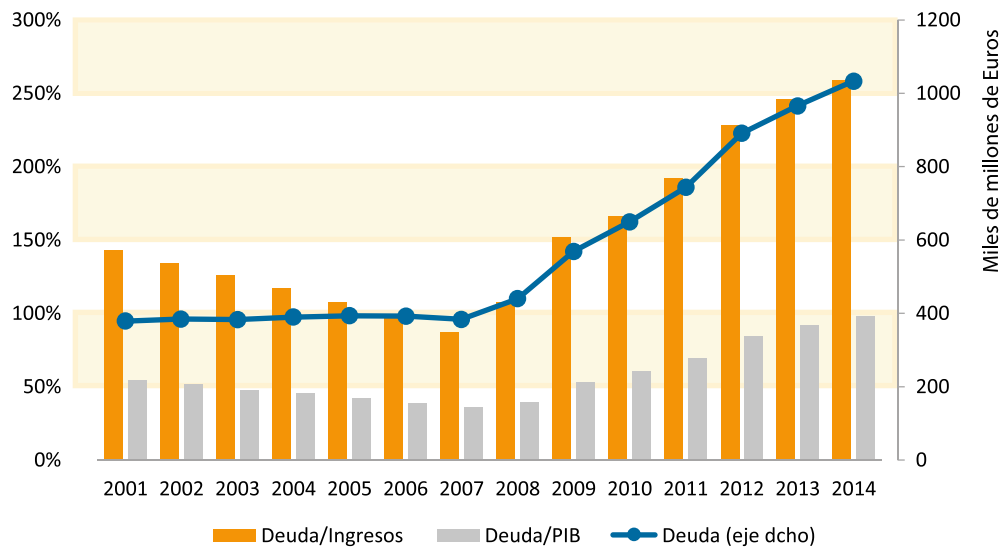
Capacidad o necesidad de financiación de las AAPP (en %)



Fuente: Intervención General de la Administración del Estado.

Pensamos que existe el riesgo de confiarse frente al compromiso de reducir el déficit, ante la expectativa de una aceleración sostenida del crecimiento, perdiendo así la oportunidad de hacer mayores recortes del gasto público y nuevas reformas que aligeren la estructura de las administraciones, para robustecer las finanzas públicas. Bástenos recordar el espectacular aumento de la deuda de las administraciones públicas españolas —en 600,000 millones de euros— desde el 2008.

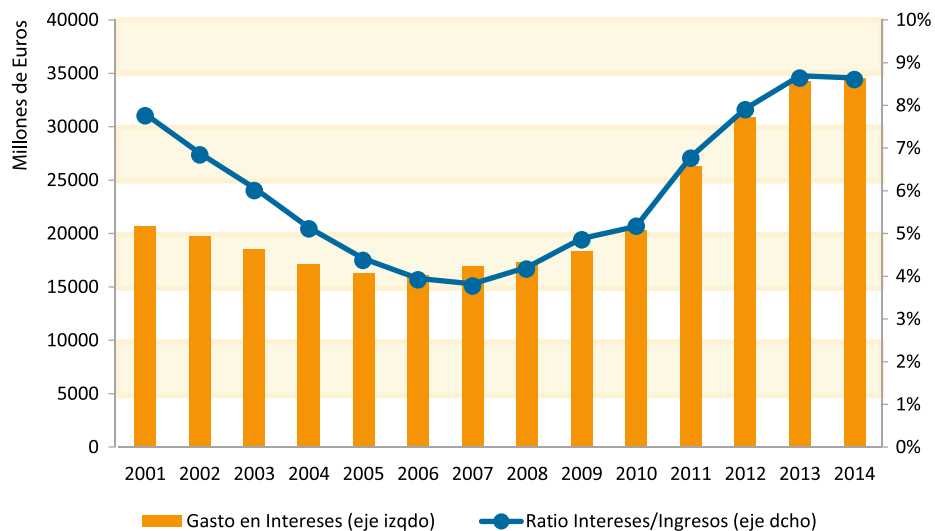
Evolución de la Deuda de las AAPP



Fuente: Banco de España. Deuda según el Procedimiento de Déficit Excesivo.

Una de las consecuencias de este brutal endeudamiento ha sido el notable incremento de la carga de los intereses en el presupuesto público, que se ha duplicado desde el 2008.

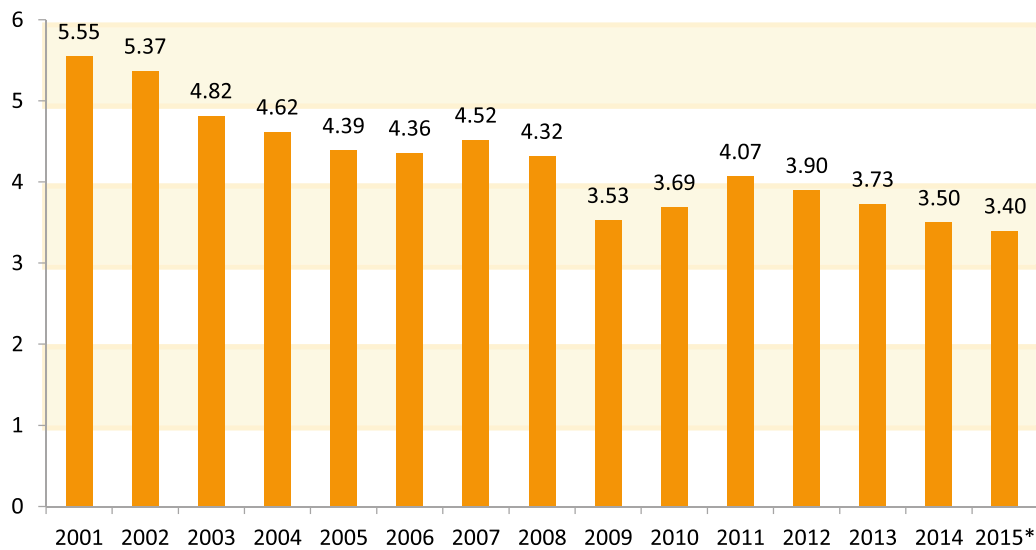
Gasto en intereses de la deuda



Fuente: Intervención General de la Administración del Estado.

Esta partida equivale a cerca del 9% de los ingresos públicos totales. Todo ello pese a la importante caída en el coste de financiación de la deuda del sector público en la última década y media, en plena crisis de la eurozona.

Tipo de interés medio de la deuda del Estado en circulación



Fuente: Tesoro Público español. Nota: el dato del 2015 corresponde al mes de marzo.

Así, en el 2001 el tipo de interés medio de la deuda en circulación del Estado español estaba en el 5.55%, desde donde caería hasta el 3.53% en el 2009. El episodio de la crisis de la eurozona y los miedos suscitados en torno a España elevaron el tipo medio por encima del 4% en el 2011, para luego descender y cerrar el 2014 en el 3.5%.

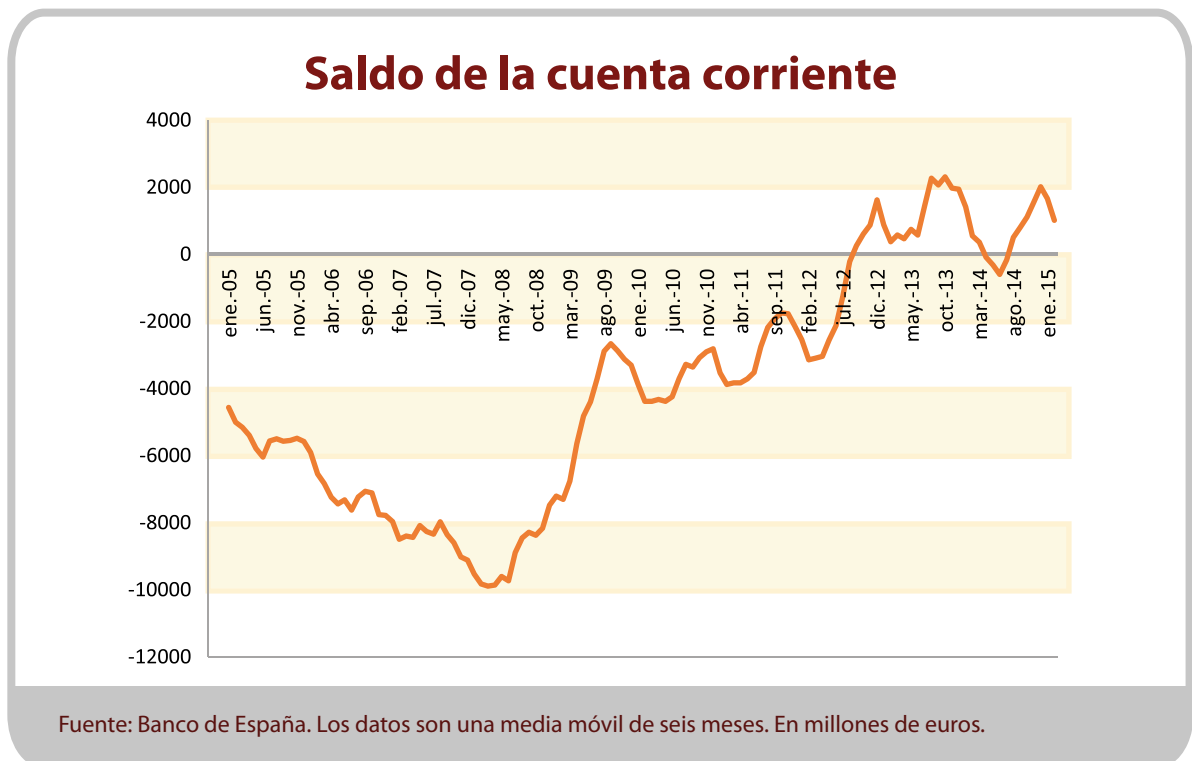
Es una tendencia a la baja, que ha continuado en los primeros meses del presente año, pero que no debería hacer creer al gobierno español que continuará para siempre. Dada la enorme deuda que acumulan nuestras administraciones —debido a los abultados déficits públicos anuales desde el 2008—, un repunte considerable del tipo de interés medio, por las razones que fueren, podría tener un gran impacto sobre las cuentas públicas. Desde luego, sustancialmente mayor que el que pudo tener en los años 2010 al 2012.

5. Sector exterior

La economía española tiene en la actualidad una balanza por cuenta corriente superavitaria, tras un ajuste exterior muy notable, desde un déficit del 10% sobre el PIB del 2007-2008.

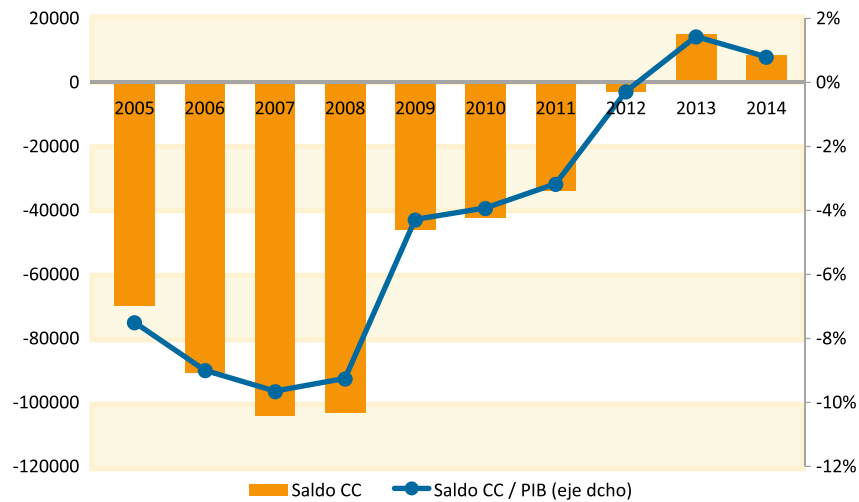
Comenzó el primer trimestre del año con un comportamiento sólido de las exportaciones, que ha ayudado a reducir en un 15% el déficit comercial respecto al primer trimestre del 2014. Un factor adicional muy importante ha sido la caída de los precios de la energía, lo que ha permitido reducir el déficit energético en un 36.4% interanual.

Debe destacarse que el 51.2% de las exportaciones totales del periodo se han producido dentro de la eurozona. Esta importante exposición a los mercados de la moneda única han limitado los efectos positivos sobre las exportaciones españolas de la depreciación del euro. En contraste, Alemania, más expuesta a los mercados de fuera del euro, se ha visto más beneficiada⁶.



⁶ Un reciente estudio de Credit Suisse Research muestra cómo, en episodios de apreciación del euro, la periferia —más expuesta a los mercados de la eurozona que países como Alemania— presenta en la bolsa un mejor comportamiento relativo.

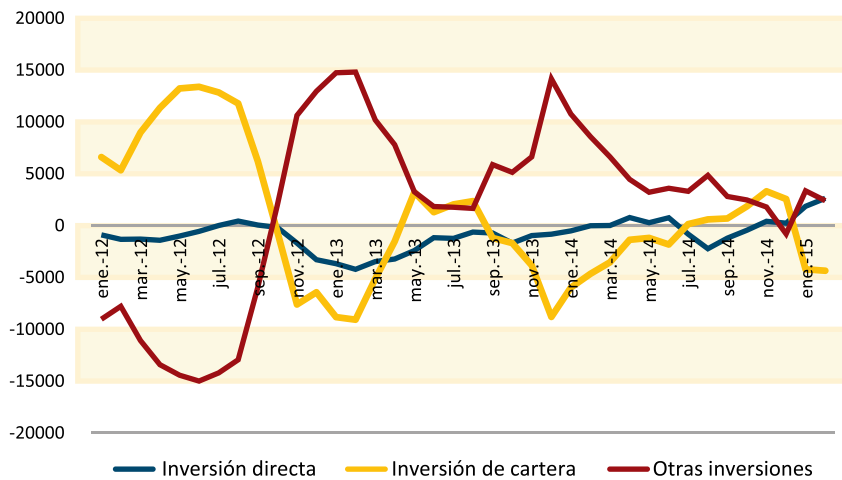
Saldo de la cuenta corriente



Fuente: Banco de España. En millones de euros.

En cuanto a la balanza financiera, la economía española ha pasado de una cuenta financiera en negativo (indicando necesidad de financiación) de 100,000 millones de euros en el 2008, a una en positivo (capacidad de financiación) de más de 30,000 millones de euros en el 2014.

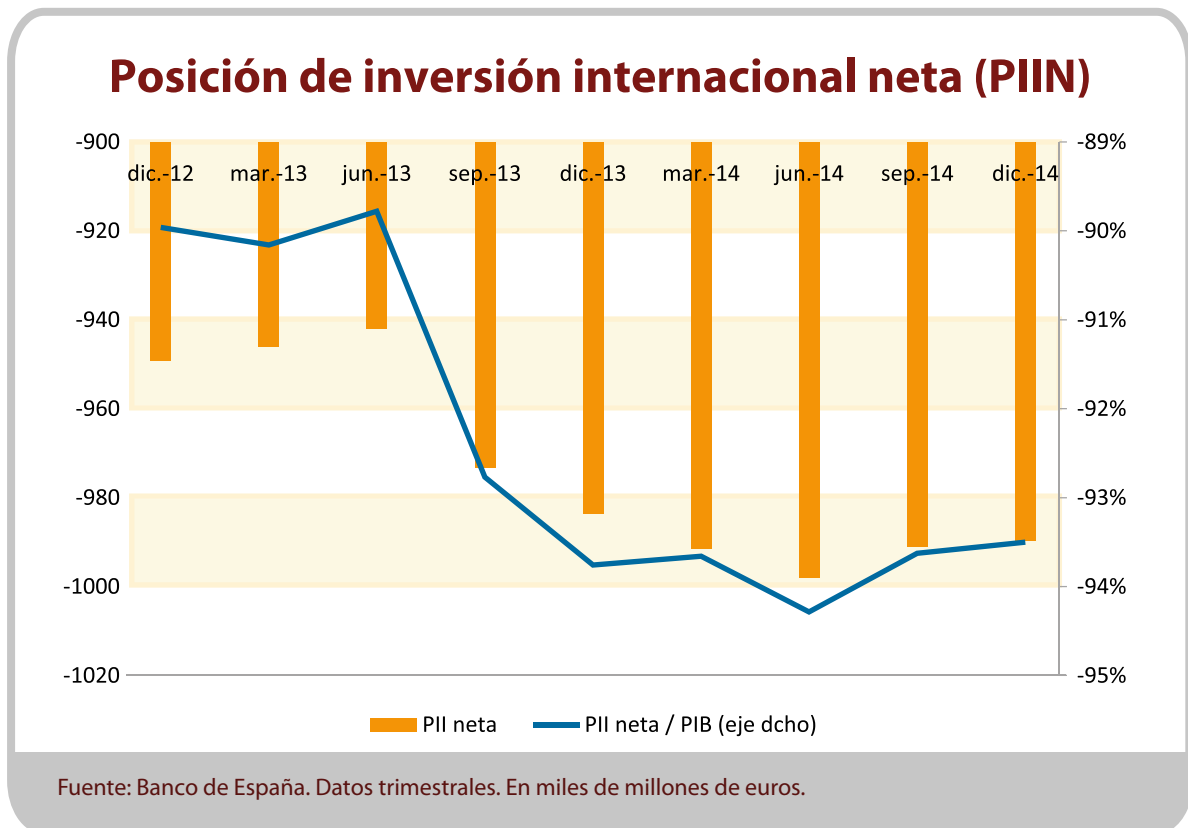
Balanza financiera desagregada



Fuente: Banco de España. Los datos son medias móviles seis meses, en millones de euros⁷.

⁷ Las 'otras inversiones' incluyen principalmente préstamos, depósitos, operaciones simultáneas y con pacto de recompra, créditos comerciales y otras cuentas por cobrar y pagar.

Pese a este ajuste, la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) nos muestra una economía masivamente deudora con el exterior, resultado de los años de burbuja de la década pasada, en los que se disparó el endeudamiento externo. La evolución más reciente nos muestra una muy ligera reducción tras el deterioro en el 2013. El hecho constituye un indicador que nos muestra la fragilidad de la economía española, ante nuevos posibles episodios de inestabilidad financiera internacional⁸.



⁸ Queremos llamar la atención en esta nota sobre la divergente imagen que transmiten los datos de la Balanza de Pagos, por un lado, frente a los de la PIIN, por el otro. Esto se debe en parte a la gran magnitud (positiva) de la partida de 'errores y omisiones' en estos dos últimos años, que en el 2014, por ejemplo, fue considerablemente superior al saldo de la cuenta corriente, más la cuenta de capital. Este elevado margen de error se debe a la sustitución reciente de las fuentes de información y a la reciente adopción del Sexto Manual de Balanza de Pagos del FMI. Asimismo, existen diferencias notables a causa de los cambios en la valoración de los activos y pasivos —en concreto en el epígrafe 'Valores representativos de deuda'— y, en menor medida, otros ajustes, que provocan este descuadre entre una medida y otra. Esperamos aportar algo más de luz sobre este asunto en futuras publicaciones.

Agradecimientos a

Manuel Sarachaga

Rafael Galán (www.perpe.es)

Javier Santacruz

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.