

INFORME SEMESTRAL
ESPAÑA

La actual desaceleración no tiene por qué conducir a una recesión

JULIO - DICIEMBRE 2019

Autor: Ángel Martín Oro

trends.ufm.edu

S2 2019 ES

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

ESPAÑA

INDICADOR

Posición liquidez SF	El total de préstamos sigue estancado
Posición liquidez familias	El crecimiento del stock de crédito a las familias se ha desacelerado pero se mantiene en positivo
Posición liquidez empresas	Crece la financiación a las empresas pero no por la vía de los préstamos bancarios
Cantidad dinero	Crecimiento relativamente estable de los agregados monetarios en 2019
Actividad económica	Notable desaceleración al 2% de crecimiento PIB desde el 3% hace dos años
Demanda consumo cíclico	Fuerte desaceleración reciente del sector inmobiliario
Empleo	Marcada desaceleración

INDICADOR

Confianza	Deterioro significativo reciente de la confianza de los agentes económicos
Beneficios empresariales	Estancamiento
Precios	Estabilidad. IPC sin energía crece al 1% como en estos últimos años
Tipos de interés	Fuerte caída en el último año
Curva de tipos	Caída notable del spread, tipos a largo han caído mucho más que los de corto plazo
Déficit público	Leve repunte, riesgo de incumplimiento estimaciones 2019
Sector exterior	Saldo cuenta corriente relativamente estable, incremento déficit saldo comercial no energético

Situación general

Fase de desaceleración ante incertidumbres domésticas y externas. Sector privado saneado. No existen condiciones para una crisis fuerte, excepto el riesgo potencial derivado de la alta deuda pública



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

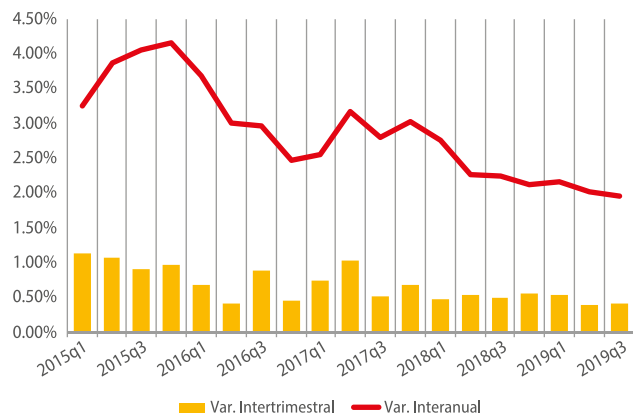
Las proyecciones para el crecimiento global vienen revisándose a la baja en los últimos meses, a medida que se van manifestando los efectos de la creciente incertidumbre global. En este entorno, en 2019 la tasa de crecimiento de la economía española vuelve a desacelerarse respecto al año anterior, pasando del 2.9% en 2017, al 2.4% en 2018 y la proyección del 2% en el actual ejercicio.

Esta tasa estimada del 2% para el conjunto del año es la que registró el PIB en el tercer trimestre según los datos de avance (1.96% para ser exactos). A pesar de la desaceleración, la economía española mantiene tasas de crecimiento superiores al promedio de la eurozona (1.1%).

- Crecimiento PIB intertrimestral (3T 2019): 0.43% (0.50% 3T 2018)
- Crecimiento PIB interanual (3T 2019): 1.96% (2.28% 3T 2018)

Gráfica 1

Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

Conviene comentar un par de detalles acerca de las diferencias en la composición del crecimiento del PIB del 3T 2019 respecto al mismo periodo del año anterior, que quedan ocultas por la poca variación de la tasa del PIB (apenas una diferencia de "solo" 3 décimas en ambos periodos). Así, se observa una caída significativa en la tasa de variación interanual de la formación bruta de capital, pasando del 6.1% al 2.3% en el trimestre más reciente. Con todo, ésta es superior al 1.2% registrado en el 2T 2019. Y dentro de la inversión, el sector de la construcción es el que peor se ha comportado, pasando de crecer el 6.1% hace un año, a contraerse un 0.7%, segmento donde no se ha visto un repunte como en el resto de partidas de la formación bruta de capital, sino todo lo contrario (+2.9% en el segundo trimestre).

Por otro lado, en términos de variación interanual, el gasto final de los consumidores mantiene un crecimiento estable, siendo el gasto de las AAPP donde el crecimiento se ha acelerado.

La comparación con el trimestre anterior muestra un crecimiento del PIB prácticamente igual, pero con un repunte significativo tanto del consumo como de la inversión. Un repunte que fue compensado negativamente por la contribución de la demanda externa.

b. PMIs

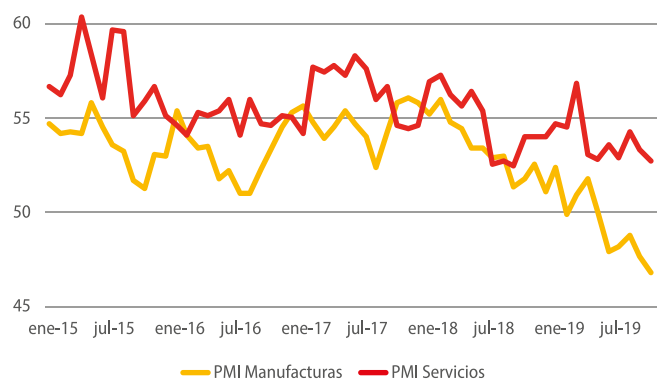
Según los Índices de Gestión de Compras, en el mes de octubre se ha registrado el crecimiento económico más débil del sector privado en casi seis años. Una debilidad particularmente intensa en el sector de las manufacturas. No es de extrañar, dado que a nivel global la debilidad macro se ha dejado sentir particularmente en los sectores industriales. Alemania, por ejemplo, motor industrial de Europa, está experimentando problemas especialmente significativos, con su economía en recesión técnica.

En contraste con el rayo de esperanza que comentábamos en el apartado anterior, los datos de PMIs todavía no han hecho suelo. Aunque el del sector servicios no ha empeorado mucho, está en el rango inferior de los últimos años, y como señal de fragilidad, el crecimiento reciente está apoyando sobre descuentos de precios. Desde Markit apuntan "a la percepción de que es poco probable que se produzca algún cambio notable en el comportamiento del sector (manufacturero) antes de fines de año". En ambos casos, se sugiere que la incertidumbre política, tanto interna como externa, y la incertidumbre económica, están afectando a las decisiones empresariales.

- PMI Manufacturas (promedio 6 últimos meses hasta oct 2019): 48.3 (6M oct 2018: 52.7)
- PMI Servicios (promedio 6 últimos meses hasta oct 2019): 53.3 (6M oct 2018: 53.9)

Gráfica 2

Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit.

c. Demanda de sectores cíclicos

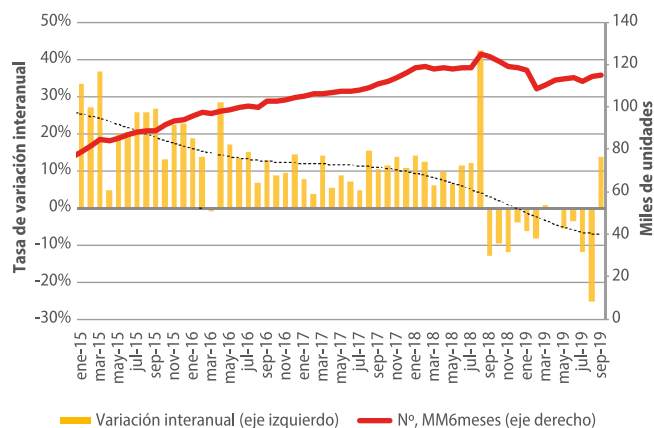
Sectores como el del automóvil o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, son un termómetro adicional de la coyuntura que debe tomarse en cuenta.

Los datos de matriculación de automóviles han continuado siendo volátiles, por los efectos de la introducción de nuevas regulaciones el año pasado, que generaron un dato de agosto del año pasado excepcionalmente alto. Pero la nota más llamativa de estos datos no es la volatilidad, sino la contracción del sector desde, precisamente, agosto de 2018. Las tasas de variación interanuales negativas han sido una constante en los últimos trimestres, alcanzando hasta el -10,6% del 3T 2019, frente al -3,34% y -4,76% del 2T y 1T, respectivamente. Estos datos negativos, no obstante, deben enmarcarse en un entorno complicado para el sector de la automoción en el conjunto de Europa, y en buena parte del globo.

- Crecimiento interanual matriculación automóviles (3T 2019): -10,6% (13,3% 3T 2018)

Gráfica 3

Matriculación de automóviles

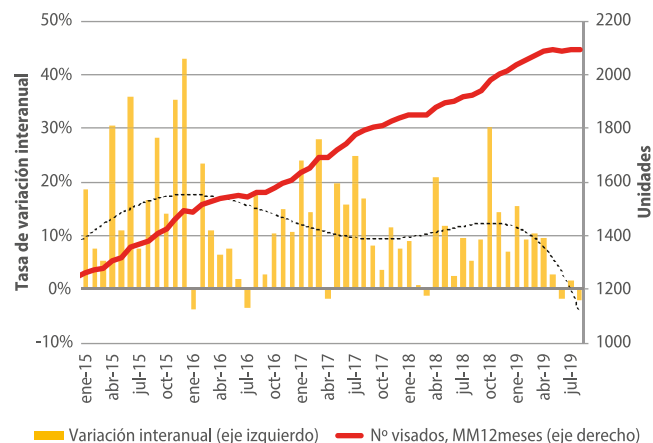


Fuente: Dirección General de Tráfico y Mº Economía. Datos CVEC.

Como decíamos en el apartado del PIB, la actividad del sector inmobiliario se ha ralentizado de forma significativa. Esto lo podemos ver desde varios puntos de vista, pero uno en particular que resulta preocupante por su carácter adelantado de la actividad del sector, es el de los visados de dirección de obra nueva. Como observamos en el gráfico inferior, desde enero de 2015 se habían registrado otros meses de contracción interanual, pero fueron algo puntual. Ahora sin embargo, si cogemos la tasa de variación continua de los 3 últimos meses (con los datos más recientes disponibles, comparando el periodo entre junio y agosto de 2019 con el mismo del año anterior), el último dato muestra que la tasa entra en terreno negativo por primera vez.

Gráfica 4

Visados de dirección de obra nueva

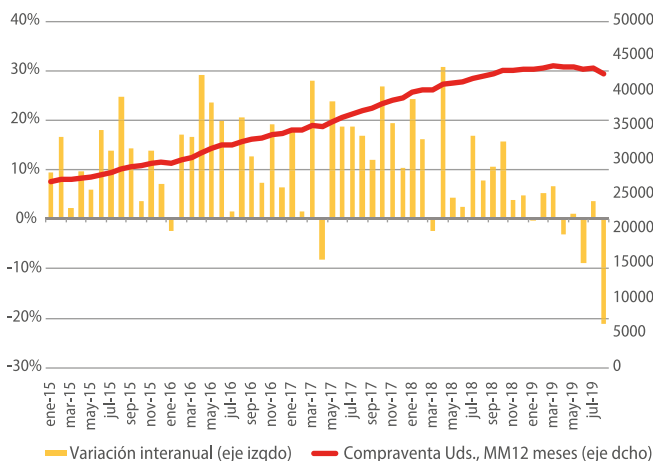


Fuente: Ministerio de Fomento.

Otro ángulo desde el que podemos verlo es a través de las compraventas de viviendas, un dato no adelantado. Aquí, no obstante, se ha podido dejar notar la influencia de la nueva Ley Hipotecaria que entró en vigor recientemente.

Gráfica 5

Compraventa de viviendas



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

A nivel de precios, se han desacelerado en los últimos trimestres, como es de esperar con la coyuntura que hemos visto del sector.

- Crecimiento interanual visados de obra (jun-ago 2019): -0,34% (5,91% jun-ago 2018)
- Crecimiento interanual índice precio de la vivienda INE (2T 2019): 5,29% (6,75% 1T 2019; 6,82% 2T 2018)

2. Empleo

El mercado laboral ha sufrido una marcada desaceleración en los últimos meses, siendo la EPA del 3T 2019 clara demostración del deterioro macroeconómico de la economía española. Un dato que lo ilustra bien es que en el tercer trimestre de 2019 la ocupación se incrementó en apenas 69,400 personas, frente a las 183,900 del mismo periodo del año anterior y las 235,900 de 2017.

De esta manera, la reducción en la tasa de desempleo prácticamente se ha estancado; tan solo se ha reducido en 7 décimas. Y en los datos de variación interanual desestacionalizados también se observa la tendencia claramente.

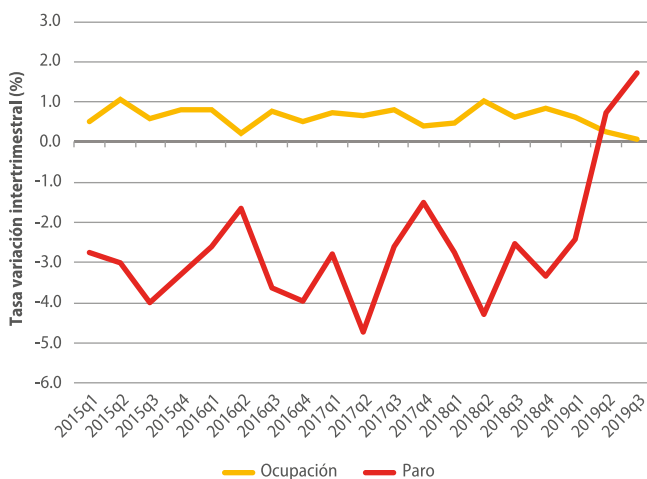
Además, este débil aumento del número de ocupados se ha producido de manera equitativa entre el sector privado y el público, algo que es una rareza. Por ejemplo, en los terceros trimestres de 2018 y 2017 el número de ocupados en el sector privado creció 2.7 y 3 veces más que en el sector público, respectivamente. Con todo, según la EPA del 3T, en los 12 últimos meses el empleo se ha incrementado en 285,200 personas en el sector privado y en 61,100 en el público.

Por su parte, los datos de afiliados a la Seguridad Social también apuntan a esta desaceleración, pero de forma menos marcada. Con los datos disponibles de 2019, el crecimiento interanual de los afiliados se ha desacelerado hasta el 2.7% desde el 3.1% del año anterior. El último mes disponible es septiembre, que registró una tasa del 2.4%, reflejando el continuado deterioro del mercado laboral desde comienzo del segundo trimestre.

- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (3T 2019): 2.5% (2.8% 2T 2019; 2.9% 1T 2019)
- Tasa de Desempleo (3T 2019): 13.9% (14.6% 3T 2018).
- Tasa de Actividad (3T 2019): 58.7% (58.7% 3T 2018).
- Variación del empleo últimos 12 meses (3T 2019): 1.77% (2.38% 2T 2019; 2.8% 3T 2017).

Gráfica 6

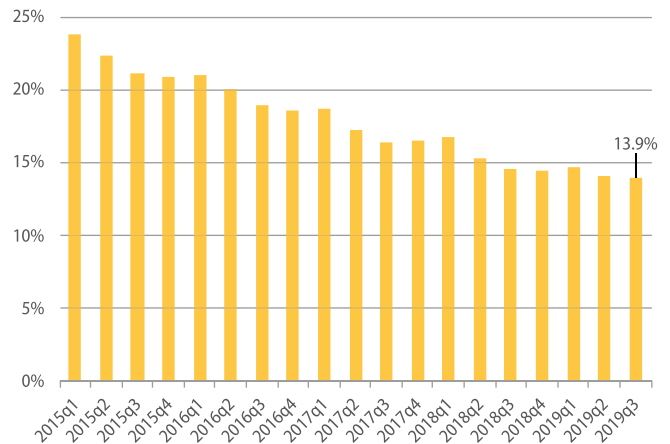
Tasas de variación del empleo



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

Gráfica 7

Tasa de desempleo



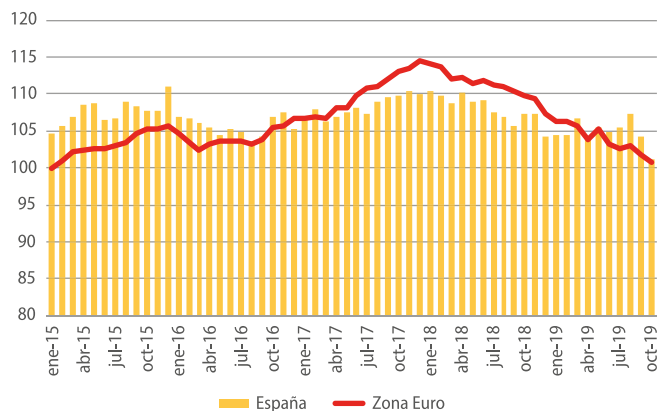
Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

La confianza de los agentes económicos españoles se ha deteriorado muy significativamente en los últimos meses, alcanzando niveles mínimos desde 2014. No es exclusivo de España, puesto que a nivel global la confianza empresarial y de los altos directivos, por ejemplo, también está marcando registros muy bajos. Asimismo, en la zona euro apreciamos una tendencia similar, aunque el comportamiento español ha sido más volátil y la caída mucho más abrupta en los últimos dos meses.

Gráfica 8

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, estamos ante una desaceleración generalizada, que se puede observar en todas las áreas e indicadores económicos. La tasa de crecimiento del PIB ha declinado desde el 2.8% hace dos años al 2% actual. La cuestión fundamental ahora es, por supuesto, tratar de averiguar si va a ir a más, incluso llegando a la temida recesión, o se va a estabilizar en estos niveles. Consideramos muy difícil aventurarnos a dar

una respuesta en este punto, pero a lo largo de las siguientes secciones iremos dando una panorámica mucho más completa del estado de la economía española.

Inflación y precios

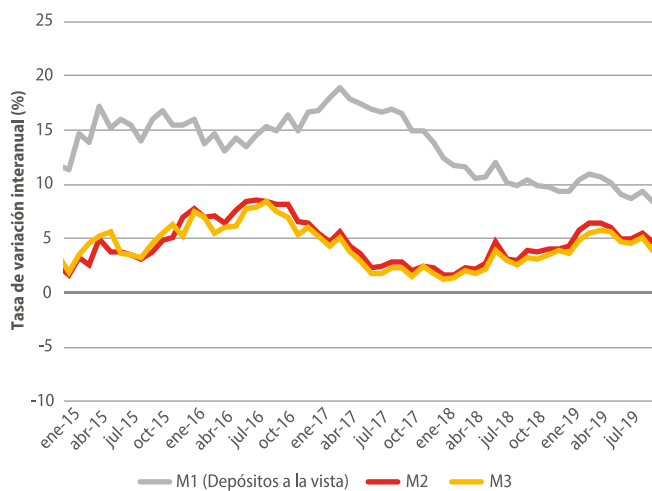
1. Agregados monetarios

En el último año y medio continúa observándose una divergencia en la evolución de los distintos agregados monetarios. Por un lado, las tasas de crecimiento del agregado más estrecho, M1 (depósitos a la vista), han seguido bajando, aunque con menor intensidad. Por otro lado, el crecimiento de las magnitudes más amplias, M2 y M3, repuntó desde los mínimos de principios de 2018 y se ha estabilizado en los últimos trimestres en torno al 5%.

- M1: Promedio variación interanual (3T 2019): +8.86% (+10.0% 2T 2019; 10.1% 3T 2018).
- M2: Promedio variación interanual (3T 2019): +5.02% (+5.79% 2T 2019; 3.29% 3T 2018).
- M3: Promedio variación interanual (3T 2019): +4.52% (+5.36% 2T 2019; 2.90% 3T 2018).

Gráfica 9

Agregados monetarios España (excluido efectivo)



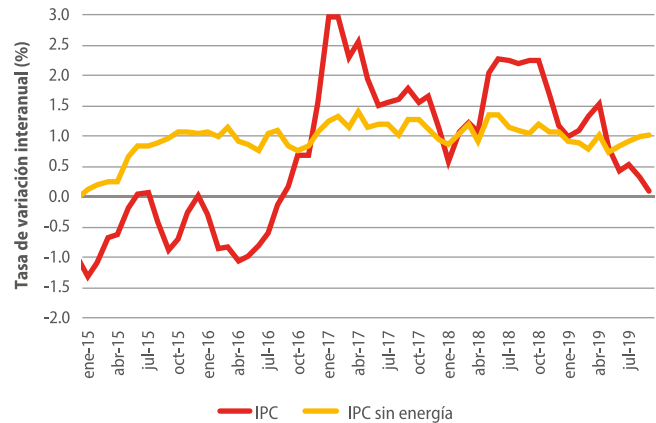
Fuente: Banco de España.

2. Índice de precios al consumidor

La tasa de inflación de precios al consumo ha caído con fuerza en el último año. Puede llamar mucho la atención el dato de que vuelve a acercarse a los niveles del 0%, incluso reavivando los miedos a una deflación. Pero si miramos al crecimiento de los precios al consumo excluyendo el volátil componente energético, tenemos una imagen de estabilidad en torno al 1% desde mitad de 2015.

Gráfica 10

Índice de precios al consumo



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

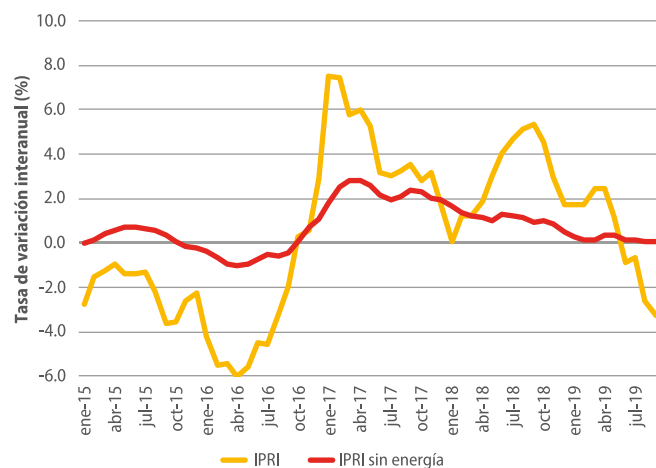
Efectivamente, el componente energético de la inflación continúa siendo muy volátil, en consonancia con la volatilidad que vemos en el precio del petróleo en términos interanuales. El barril Brent hizo máximos a principios de octubre de 2018 por encima de los 85 dólares, mientras que desde septiembre de este año ha oscilado alrededor de los 60 dólares, con la excepción del súbito repunte tras los ataques a las instalaciones petrolíferas de Arabia Saudí. Pero durante los próximos meses, el componente energético pasará de negativo a positivo, a medida que las bases comparativas de 2018 empezarán a recoger el desplome en el precio del petróleo de finales de año pasado, que llevó el barril a mínimos de 50 dólares a final de año.

3. Índice de precios industriales

La tasa de crecimiento de los precios industriales, excluyendo el volátil componente energético, se ha reducido en los últimos trimestres hasta niveles próximos al 0%. La serie que incluye los precios energéticos ha caído de forma significativa y temporal, reflejando los movimientos interanuales del precio del petróleo que comentábamos en el apartado anterior.

Gráfica 11

Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

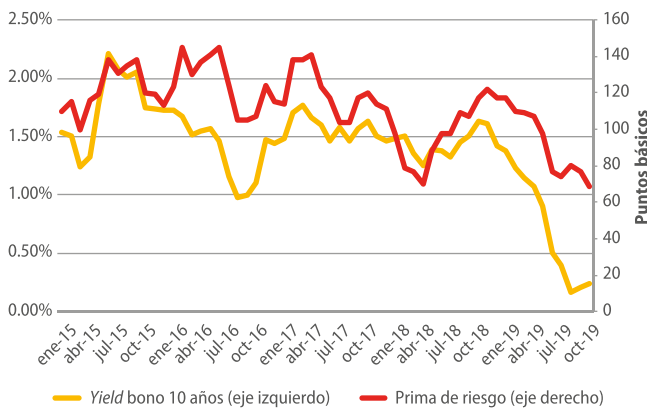
Respecto al resto de rúbricas dentro de los precios industriales, también existen divergencias. La tasa de inflación de los precios de los bienes de equipo viene creciendo al 1% de forma estable durante el último año, mientras que la de los bienes intermedios ha caído del 2.7% al -1% actual y, en cambio, la tasa de los precios de los bienes de consumo ha repuntado desde comienzos de 2019 desde el -0.9% al 0.7% actual.

4. Precios de activos financieros

Los mercados financieros en el último año han experimentado una elevada volatilidad. En general, los índices bursátiles globales han recuperado, al menos, buena parte de las caídas de 2018. Pero esto se ha producido al mismo tiempo que las rentabilidades (precios) de los bonos han caído (subido) con fuerza. Por ejemplo, el tipo de interés del bono alemán a 10 años fue del -0,45% en promedio en el mes de octubre, y la rentabilidad del bono español cayó por debajo del 0,2%.

Gráfica 12

Yield del bono español y prima con Alemania



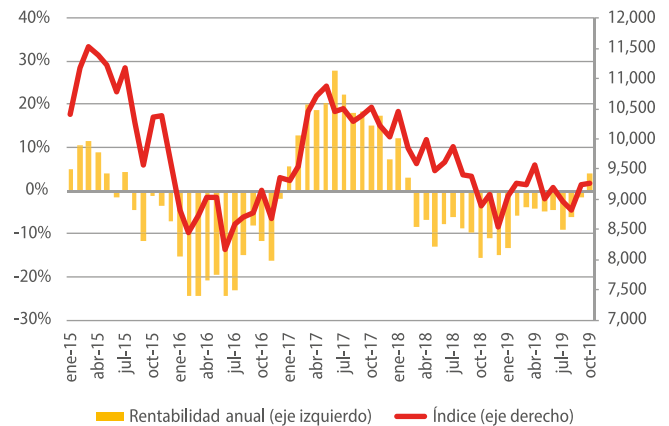
Fuente: Ministerio de Economía.

Aunque tratar de explicar estos movimientos puede ser una tarea fútil, observamos que los inversores mantienen una expectativa negativa de la economía global (esperan un crecimiento y una inflación muy débiles) en un entorno geopolítico y económico muy incierto. Pero ante las actuaciones de los bancos centrales y los tipos de interés de la renta fija tan bajos, los inversores pujan por las acciones manteniéndolas en precios elevados. Esta demanda de acciones, en cambio, ha sido muy dispar, creándose grandes divergencias según el tipo de empresas. Así, aquellos sectores más sensibles al incierto ciclo económico, o percibidos de mayor riesgo (industrial, energía, banca), han sido penalizados; mientras los sectores más estables y percibidos como seguros (*utilities*, consumo básico) han gozado en general de un mejor desempeño.

La bolsa española, muy expuesta al sector bancario, ha sufrido un peor comportamiento relativo que las bolsas globales en general, y las europeas en particular. El Ibex 35 sube apenas un 8,4% en lo que va de año hasta cierre de octubre, frente al 20% del Eurostoxx.

Gráfica 13

IBEX 35



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

La imagen del gráfico debe matizarse por el hecho de que no se incluyen los dividendos, que son una parte importante de la rentabilidad de la bolsa española. Si los incluyéramos (Ibex Total Return), en lugar de una pérdida del 11% desde enero 2015 a cierre de octubre, veríamos una apreciación de casi el 18%.

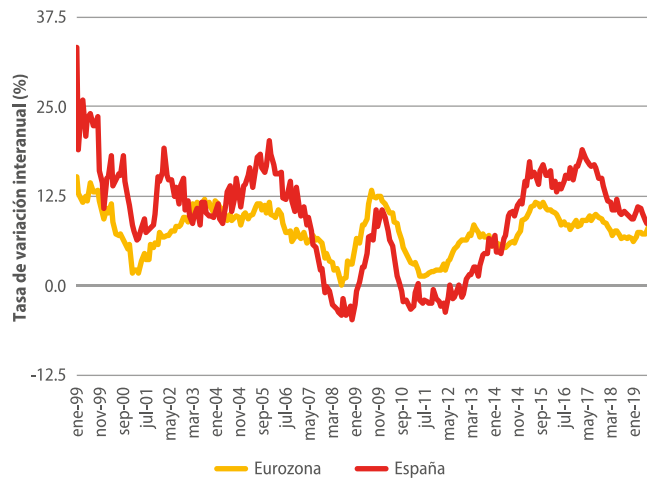
5. Tendencias en la evolución de precios

Nuevamente, la evolución de la inflación de precios al consumo general viene marcada por la volatilidad de los precios energéticos. Excluyendo eso, no hay grandes cambios en el panorama de los precios al consumo. Pero sí observamos que los precios industriales han dejado de crecer (excluyendo el componente energético), quizás por los problemas que vive la industria global en este momento.

De los agregados monetarios, volvemos a destacar que históricamente, la variación interanual de M1 ha sido un buen indicador adelantado de alerta de recesiones cuando se ha acercado a terreno negativo. En las últimas dos recesiones (2008-2009 y 2011-2012) la M1 registró varios meses de contracción. Si bien la desaceleración que vemos es algo a vigilar, por el momento es prematuro hablar de alerta de recesión. Básicamente lo que nos indica es consistente con lo que ya hemos visto en los datos de actividad del anterior apartado. Además, en el lado positivo, el crecimiento de M1 de la eurozona ha repuntado desde enero 2019, lo que podría señalar un suelo en el deterioro macro de la región europea que ya deberíamos empezar a ver en los datos de actividad.

Gráfica 14

Evolución histórica del agregado M1 en España y la eurozona



Fuente: Banco de España.

Crédito

1. Préstamos totales del sector financiero ¹

Pocas novedades en esta rúbrica. El total de préstamos sigue prácticamente estancado en los últimos años, bastante cerca aún de los mínimos marcados a principios de 2017.

- Crecimiento interanual del total de activos (agosto 2019): 0.25% (0.38% agosto 2018)

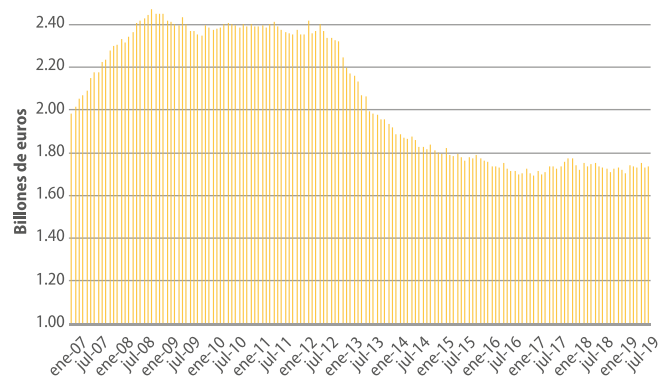
Creemos necesario volver a recordar el contexto histórico reciente, para saber de dónde venimos: de un fortísimo despalancamiento del sector financiero desde 2012 hasta finales de 2016. Esto es todo lo contrario de lo que suele suceder en episodios previos a recesiones fuertes, donde los desequilibrios macroeconómicos se crean y crecen hasta hacerse insostenibles. Como se observa en el gráfico inferior, el crédito total todavía no ha empezado siquiera a recuperarse tras la enorme resaca fruto de la borrachera crediticia de la década de los 2000.

¹ En esta sección hemos introducido un cambio en las variables utilizadas. En lugar de medir el total de activos del sector financiero, hemos optado por coger solo la parte de préstamos y créditos, que es el grueso del total de activos (concretamente, el 64%), pero creemos que es más preciso y refleja mejor el área de estudio de esta sección.

² Los datos no son comparables con los de anteriores informes, dado que, como comentamos en la nota anterior, han cambiado las variables utilizadas, pasando de "activos" a "créditos", tanto en el total como en los de dudoso cobro.

Gráfica 15

Total préstamos y créditos sector financiero



Fuente: Banco de España.

a. Activos de dudoso cobro ²

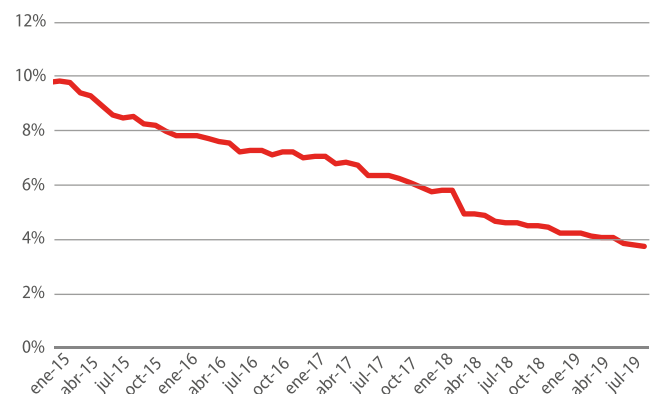
Los datos muestran que la reducción de los créditos de dudoso cobro del sector financiero se mantiene a buen ritmo en los últimos trimestres. El porcentaje sobre el total de créditos ha bajado del nivel del 4%.

Todavía queda un amplio margen para reducir los niveles actuales. Tengamos en cuenta que durante toda la década de los 2000s el porcentaje de créditos dudosos sobre el total no llegó a superar el 1% hasta abril de 2008.

- Crecimiento interanual créditos dudosos (agosto 2019): -18.2% (-27.2% agosto 2018)
- Porcentaje de créditos dudosos respecto al total (agosto 2019): 3.76% (4.62% agosto 2018)

Gráfica 16

Créditos de dudoso cobro sobre total créditos del sector financiero



Fuente: Banco de España.

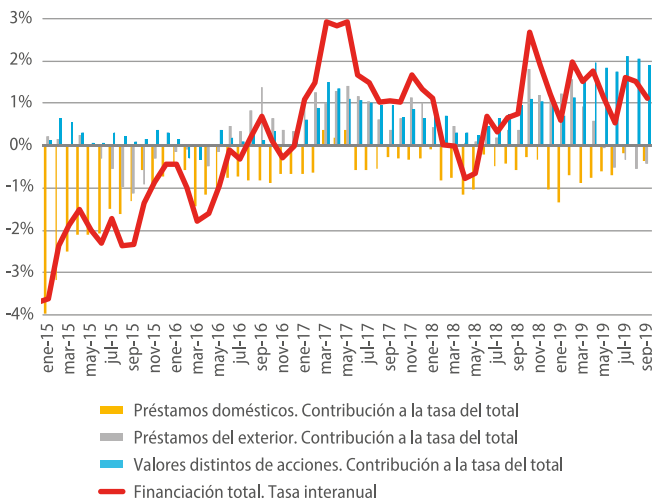
2. Financiación a empresas no financieras

La financiación a las empresas no financieras viene creciendo en torno al 1-2% interanual durante el último año. Pero es de destacar que la contribución positiva está marcada por la partida de los valores distintos de acciones (que apenas representa el 13% de la financiación total), mientras que el stock de préstamos sigue en contracción, si bien ya muy moderada.

- Crecimiento interanual de la financiación a empresas (septiembre 2019): 1.13% (0.76% septiembre 2018)

Gráfica 17

Evolución de la financiación a empresas según procedencia



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

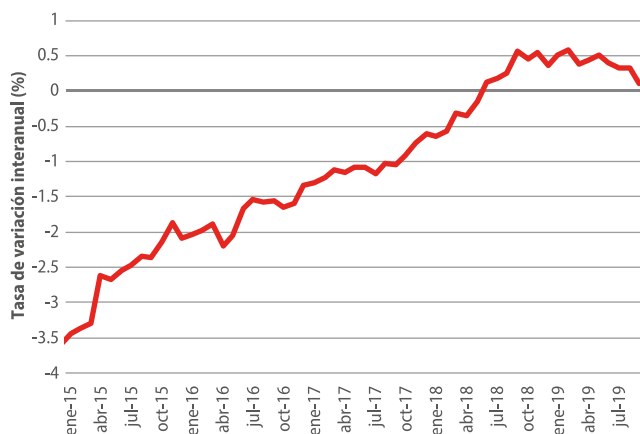
3. Crédito a familias

A diferencia del crédito a empresas, el stock de crédito a las familias entró en crecimiento hace algo más de un año, pero en los últimos meses se ha desacelerado, desde el 0.5% al 0.11%.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (septiembre 2019): +0.11% (+0.57% septiembre 2018)

Gráfica 18

Evolución del crédito a familias



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

a. Distribución del crédito a las familias

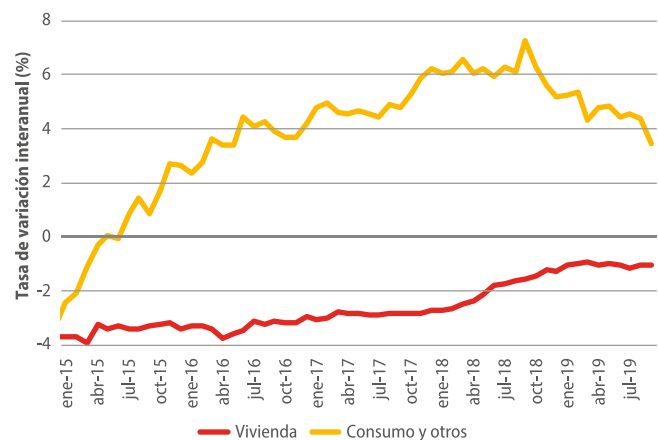
Esta desaceleración se ha debido tanto por los préstamos dedicados al consumo, como por el estancamiento en la reducción de la tasa de contracción del stock de crédito para vivienda que se estaba produciendo desde hace varios años. En este sentido, es llamativo el negativo comportamiento reciente de la concesión de hipotecas inmobiliarias. Más allá del ruido del corto plazo por los efectos de la entrada en vigor de la nueva Ley Hipotecaria, es coherente con los datos que mostrábamos acerca de la debilidad del sector inmobiliario.

Recordemos que la evolución del crédito a los hogares viene principalmente determinada por el componente de vivienda, que pesa actualmente alrededor del 73% del total.

- Crecimiento interanual stock crédito a vivienda (septiembre 2019): -1.05% (-1.58% septiembre 2018)
- Crecimiento interanual nuevas hipotecas inmobiliarias 3 últimos meses, capital prestado (jun-ago 2019): -6.50% (15.74% jun-ago 2018)
- Crecimiento interanual stock crédito al consumo y otros (septiembre 2019): 3.43% (7.24% septiembre 2018)

Gráfica 19

Desagregación del crédito a familias



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

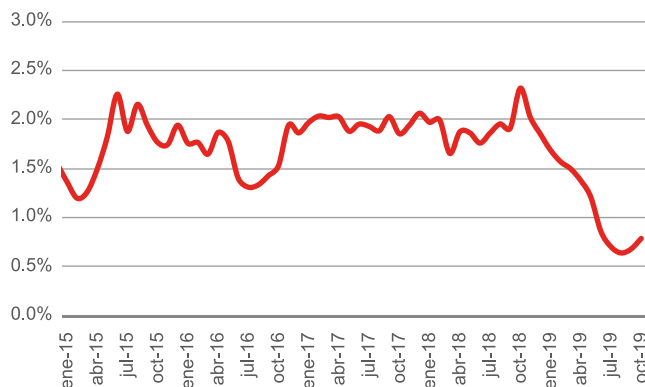
4. Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo

El indicador del *spread* de la curva de rendimientos (10 años - 3 meses) pretende ser una medida de la magnitud del descalce de plazos (por el que los bancos invierten recursos a largo plazo mediante deuda de corto plazo).

Este permaneció relativamente estable alrededor del 2% en los últimos dos años, pero eso cambió en verano del año pasado. Primero vimos un repunte muy puntual en el dato de octubre 2018, pero desde entonces la curva se aplanó de forma muy significativa hasta el mínimo de agosto. Mes que ha marcado el suelo, al igual que en el caso de la rentabilidad del bono a 10 años.

Gráfica 20

Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo



Fuente: Elaboración propia a partir de Investing.com. Datos a cierre de mes.

No es sencillo dar una interpretación clara del porqué de este movimiento, pero quizá es parte del fenómeno global de aplanamiento de las curvas de tipos, que incluso ha significado la inversión de algunas curvas, como la estadounidense, en algunos momentos. Existe debate acerca de las implicaciones de esto. Para unos es una señal de alerta roja de una recesión inminente, para otros se puede explicar por motivos técnicos y de los efectos de la política monetaria, y es neutral en términos de predecir una recesión.

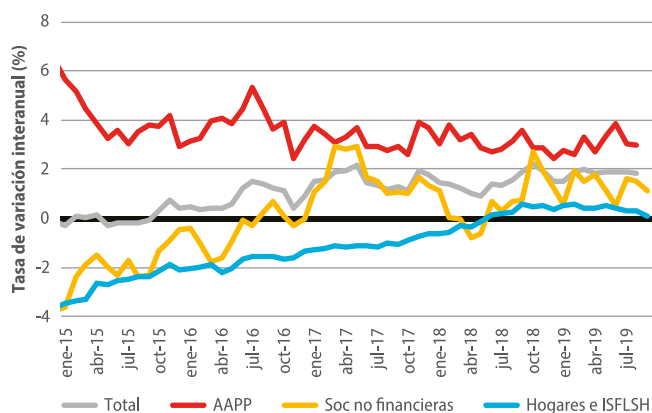
5. Tendencias en la concesión de crédito

Consecuencia de todo lo anterior es que el crecimiento de la financiación agregada a los sectores no financieros se ha mantenido muy estable en el último año. Las notables necesidades de financiación de las Administraciones Públicas hacen que esta partida sea la que más crecimiento registra, como viene sucediendo desde 2009.

- Crecimiento interanual financiación total a sectores no financieros (agosto 2019): 1.84% (1.58% agosto 2018)

Gráfica 21

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.

La última *Encuesta sobre Préstamos Bancarios* relativa a octubre 2019 puede dar algo de luz sobre las dinámicas comentadas en esta sección. Por el lado de la oferta crediticia, se observa bastante estabilidad en general, con la excepción de un nuevo endurecimiento (y ya es el cuarto trimestre consecutivo que sucede) en los criterios de concesión de préstamos para consumo y otros fines, que las entidades achacan a un deterioro de la solvencia de los prestatarios.

Pero es en el lado de la demanda de crédito donde más cambios recientes ha habido. Así, los datos señalan que ésta se ha reducido de forma generalizada en el tercer trimestre del año (cosa que no sucedía desde 2013), y particularmente en el caso de empresas y hogares para adquisición de vivienda. Curiosamente, según la encuesta, la demanda de crédito no se ha reducido en el conjunto de la zona euro, por lo que este es un elemento específico de España. Los datos cualitativos apuntan a las menores necesidades de financiación de las empresas como principal factor explicativo, además de la caída en la confianza de los consumidores y al uso de otras fuentes de financiación.

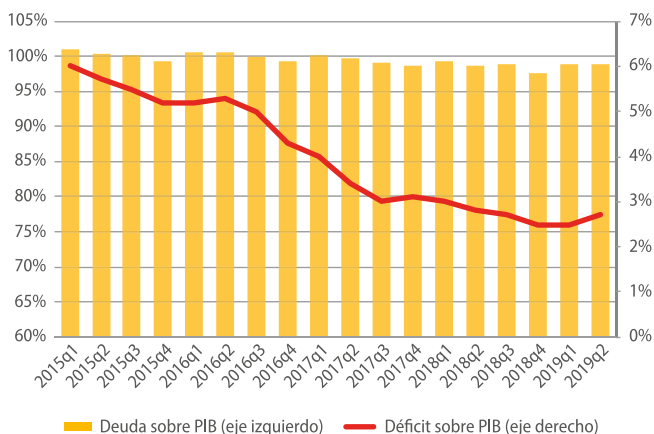
Sector público

En el acumulado de 2019 hasta agosto, el déficit de las Administraciones Públicas (sin incluir las Corporaciones Locales) ha subido en un 8.9% interanual hasta el 2.07% frente al 1.98% del año anterior en términos de PIB. Esta evolución se explica por un aumento interanual del 4.4% de los recursos no financieros, frente al crecimiento del 4.7% de los gastos, liderado por la remuneración de asalariados y las prestaciones sociales.

Este ascenso del déficit es una mala noticia que pone en riesgo el cumplimiento de las estimaciones del propio Banco de España. En su último boletín económico preveía un déficit sobre el PIB del 2.4% para el conjunto de 2019 frente al 2.5% del ejercicio anterior.

Gráfica 22

Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

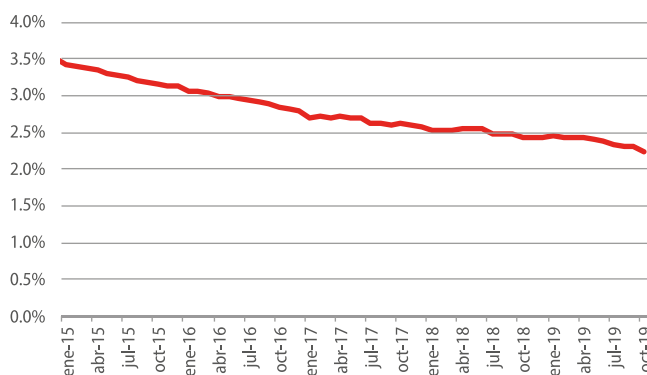
Esto representa un problema para la economía española y las finanzas públicas, dado el elevado cociente de deuda pública sobre PIB, que aun se sitúa cerca del 100%. La caída en esta variable en los últimos años ha sido testimonial, pese al crecimiento económico (aumento del denominador) que se ha experimentado. ¿Hasta qué nivel ascenderá cuando la economía entre, no ya en la próxima recesión, sino en una desaceleración significativa?

- Déficit acumulado sobre PIB del año excluyendo Corporaciones Locales hasta (agosto 2019): 2.07% (1.98% agosto 2018)
- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (2T 2019): 2.7% (2.8% 2T 2018)
- Deuda sobre PIB (2T 2019): 98.9% (98.6% 2T 2018)

El tipo de interés medio total de la deuda del estado ha continuado su imparable y gradual descenso, hasta registrar el 2.24% en octubre 2019, desde el 2.44% del mismo mes del año pasado. Recordemos que esta caída de los costes de financiación del estado es un elemento significativo que sigue favoreciendo las cuentas públicas españolas, pero que no durará eternamente (aunque sí está durando más de lo previsto, y probablemente seguirá en niveles bajos por bastante más tiempo). Eso hace todavía más acuciante la necesidad de reducir de manera más vigorosa el déficit público.

Gráfica 23

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



Fuente: Tesoro Público

Sector exterior

1. Balanza por cuenta corriente

En el acumulado de 2019 hasta agosto incluido, el superávit por cuenta corriente ha caído un 8.5% interanual. En términos de los últimos 12 meses hasta agosto 2019, el superávit ha bajado al 1.8% sobre el PIB, desde el 2.3% del año anterior.

Gráfica 24

Saldo de la cuenta corriente

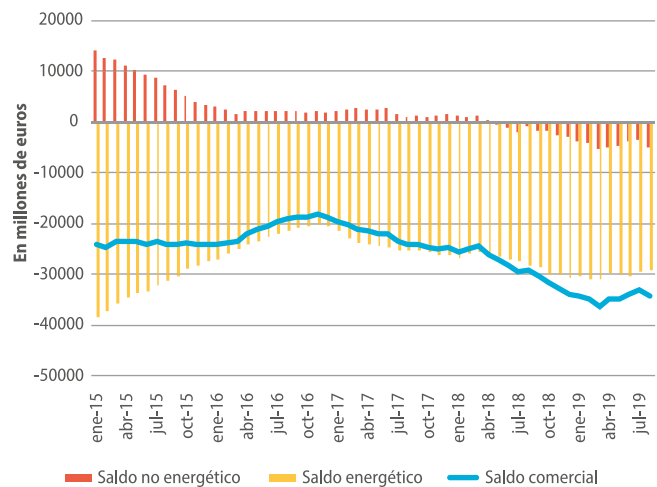


Fuente: Banco de España. Los datos son la suma de los últimos 12 meses.

En términos del saldo comercial, en el último año el déficit energético se ha mantenido relativamente estable, pero el no energético se ha incrementado. Recordemos que se ha pasado de un superávit no energético de unos 10.000 millones de euros anuales a un déficit de 5.000.

Gráfica 25

Descomposición del saldo comercial



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

Además, los ingresos por turismo, principal partida superavitaria de la balanza de servicios, han ralentizado su crecimiento en los últimos dos años. En el verano (junio, julio y agosto) de 2019 crecieron al 3.5% interanual y en 2018 al 1.8% respecto al año anterior, frente al 11.6% y el 6.9% del verano de 2017 y 2016, respectivamente. En cambio, los pagos por turismo (salidas de residentes españoles al extranjero) han crecido en los dos últimos veranos al 12% y 17%.

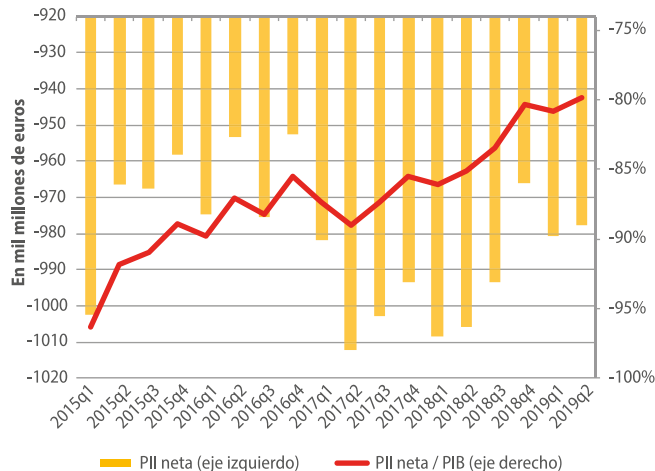
2. Posición financiera internacional

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

- Posición financiera internacional neta/PIB (2T 2019): -79.9% (-85.1% 2T 2018)

Gráfica 26

Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

3. Balanza financiera

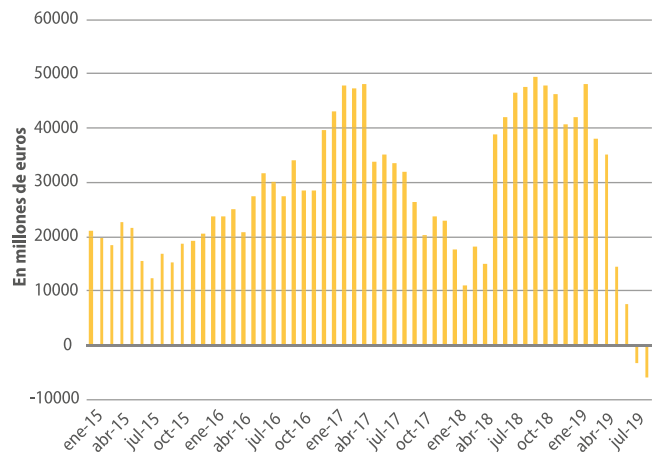
En la cuenta financiera del acumulado de enero a agosto de 2019 la diferencia (positiva) entre la variación neta de activos y la de pasivos ha aumentado, lo que implica un mayor crecimiento en los activos netos frente al exterior (es decir, salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior).

El elemento más importante cuantitativamente ha sido el papel de los préstamos, repos y depósitos (catalogado como "otra inversión"), que han contribuido positivamente en 53,000 millones de euros, compensado por la inversión de cartera, restando 43,000 millones. En este segundo epígrafe se destacan las inversiones netas de los no residentes en valores de cartera españoles.

Por su lado, la inversión directa también ha registrado una contribución positiva a la cuenta financiera de 13,900 millones. Visto de otra manera, las entradas netas por inversión directa en España han disminuido significativamente e incluso ha entrado en negativo el acumulado de los últimos 12 meses hasta agosto.

Gráfica 27

Entradas netas por inversión directa en España



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

UFM MARKET  TRENDS