

INFORME SEMESTRAL

ESPAÑA

La economía española ante el *shock* causado por la COVID-19 y el confinamiento

ENERO - JUNIO 2020

Autor: Ángel Martín Oro

trends.ufm.edu

S1 2020 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 en abril
Actividad económica	Colapso sin precedentes durante el confinamiento
Demanda consumo cíclico	Fuerte contracción de los sectores auto e inmobiliario

INDICADOR

Empleo	Marcado aumento del desempleo a partir de marzo
Beneficios empresariales	Contracción significativa
Precios	Estabilidad de la variación del IPC subyacente, caída del petróleo positiva
Tipos de interés	Ligero repunte desde mínimos
Déficit público	Disparado, expectativa de superar el 10% para 2020
Sector exterior	El desplome del turismo amenaza la mejora del saldo por cuenta corriente

Situación general
 Fase de recesión, 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



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

La desaceleración de la economía española y global a la que habíamos hecho referencia en anteriores informes tenía preocupados a diferentes agentes. Pero obviamente, nadie esperaba lo que ha ocurrido. Un *shock* económico de una magnitud sin precedentes, que ha cambiado casi completamente el panorama de la coyuntura económica que teníamos antes de la pandemia.

Las proyecciones para el crecimiento global, que ya venían revisándose a la baja a lo largo de 2019 por los efectos de la creciente incertidumbre global (con la guerra comercial en primera plana), apuntan a una contracción del 3% del PIB global, que será del doble en las economías desarrolladas (-6.1%) y muy inferior en las economías emergentes (-1%), ateniéndonos a las estimaciones del World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional (abril 2020).

La región más afectada sería la eurozona, con una contracción esperada del 7.5% en 2020, donde destaca el -8% estimado para España (el más reciente escenario macroeconómico del gobierno español, a fecha del 30 de abril, prevé una contracción del 9.2%). 2021 se proyecta como un año de recuperación, en el que la economía global crecería al 5.8% por el empuje de la región de Asia emergente, pero en las principales economías desarrolladas estaría muy lejos del escenario de recuperación en V.

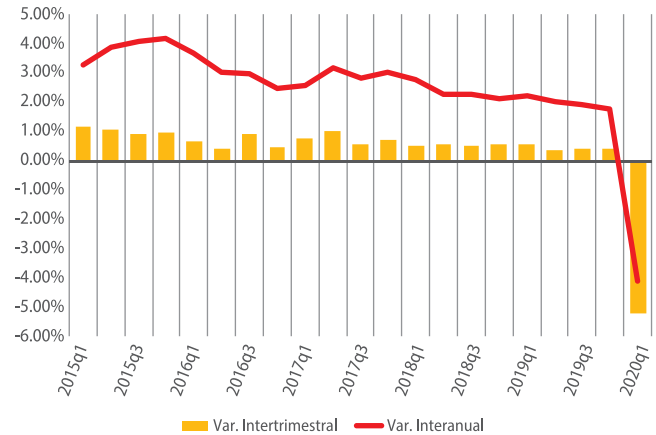
En este contexto, en el primer trimestre de 2020 la tasa de crecimiento de la economía española ha sido del -4.1% interanual según el avance de la contabilidad nacional trimestral, frente a la caída del 3.2% del conjunto de la eurozona¹. Es interesante notar que la economía española ha pasado de estar creciendo por encima de la zona euro de forma consistente en los últimos años a sufrir un *shock* mayor (de corto y medio plazo), en parte por la mayor virulencia de la pandemia, pero también por las medidas adoptadas y su particular estructura económica. Además de estimarse que la contracción de la economía española será mayor en este 2020 que en el conjunto de la eurozona, la recuperación del año que viene también se espera sea menos intensa.

- Crecimiento PIB intertrimestral (1T 2020): -5.24% (0.41% 4T 2019)
- Crecimiento PIB interanual (1T 2020): -4.10% (1.78% 4T 2019)

¹ El Instituto Nacional de Estadística destaca las dificultades a las que se ha enfrentado para llegar a una estimación de los datos dadas las anómalas circunstancias y advierte que las futuras revisiones de los datos serán probablemente más grandes de lo habitual. Es importante tener esto en cuenta y tomar los datos como lo que son: estimaciones de una realidad particularmente cambiante y compleja en este entorno.

Gráfica 1

Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

Respecto a la desagregación de los datos, la contracción del PIB liderada por el consumo privado y la formación bruta de capital se ha visto suavizada por el repunte en el gasto público, que en el primer trimestre de 2020 ha crecido un 3.6% interanual frente a poco más del 2% en trimestres anteriores.

En la inversión la peor partida se la ha llevado la relacionada con el sector inmobiliario con una contracción interanual del 12%. Aquí además debemos apuntar que ya en el cuarto trimestre de 2019 esta rúbrica registró una tasa de crecimiento negativa del 2.2% después de haber crecido sostenidamente en los años anteriores.

Si nos vamos a la perspectiva del PIB desde la oferta, observamos también diferencias significativas entre sectores, como no podía ser de otra forma dado que algunos sectores han tenido que cerrar completamente mientras otros han registrado incluso aumentos de actividad. Así, de entre los grandes sectores el más perjudicado ha sido la construcción, contrayéndose un 8.6% interanual en el primer trimestre de 2020. El sector primario y la industria se contrajeron un 2.5% y 2.2%, respectivamente. Por su parte, en los servicios es donde han existido más divergencias. Mientras que en su conjunto el sector cayó algo más del 4%, por el lado negativo destacan las fuertes contracciones del comercio, transporte y hostelería (-9.7%) y de las actividades artísticas, recreativas y otros servicios (-10.7%) mientras que por el lado positivo tenemos las actividades financieras y de seguros (+6.9%, que aun así representa una desaceleración respecto de los anteriores trimestres) y la actividad de la administración pública, educación y sanidad (+2%, repuntando levemente frente a los dos trimestres anteriores).

b. PMIs

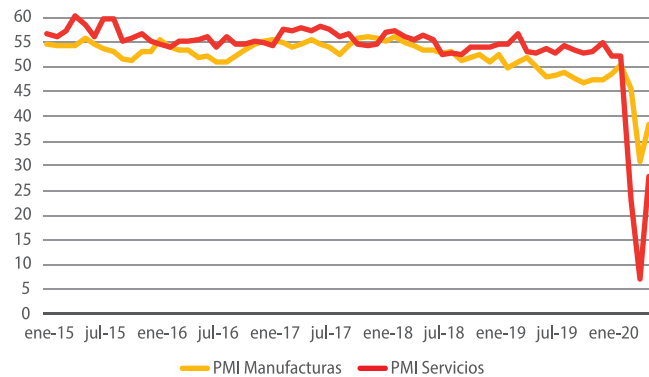
Los Índices de Gestión de Compras proporcionan información más actualizada del desplome de la actividad económica, que se ha desacelerado tras el levantamiento de parte de las restricciones.

El PMI del sector servicios marcó el mínimo de 7.1 en abril, repuntando a 27.9 en mayo. Por su parte, el sector manufacturero bajó hasta 30.8 en abril y repuntó a 38.3 en mayo. Como sugerían los datos de PIB desde la oferta, los servicios se han visto más afectados que la industria.

- PMI Manufacturas (promedio 3 últimos meses hasta mayo 2020): 38.3 (49.9 hasta mayo 2019)
- PMI Servicios (promedio 3 últimos meses hasta mayo 2020): 19.3 (53.2 hasta mayo 2019)

Gráfica 2

Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit.

c. Demanda de sectores cíclicos

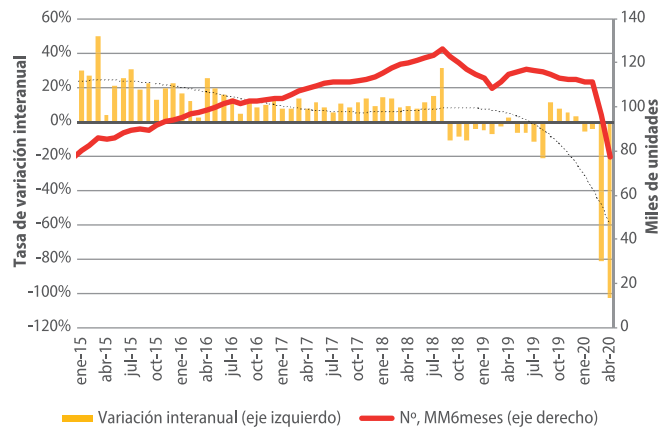
Sectores como el del automóvil o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, son un termómetro adicional de la coyuntura que debe tomarse en cuenta. Además en las actuales circunstancias mencionaremos al sector del turismo y del comercio minorista.

Si el sector del automóvil ya venía sufriendo por una serie de circunstancias tanto coyunturales (menor demanda por desaceleración económica, particularmente de China e India) como estructurales (disrupción tecnológica o amenazas regulatorias), el *shock* reciente ha mostrado tasas de contracción sin precedentes. En el mes de abril del presente ejercicio apenas se matricularon 4,764 turismos frente a los 130,254 del mismo mes del año anterior (contracción del 96% interanual). Si tomamos los últimos tres meses incluyendo abril, observamos una caída del 64% respecto al mismo periodo de 2019.

- Crecimiento interanual matriculación automóviles (feb-abr 2020): -63.95% (-2.60% feb-abr 2019)

Gráfica 3

Matriculación de automóviles



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

Es muy complicado prever cuál será el perfil de la recuperación de este sector, pero sí queremos apuntar a la rápida recuperación producida en el mercado chino, el primero en sufrir los efectos del coronavirus. Así, las ventas de automóviles en China en abril registraron un aumento interanual del 4.4% tras haberse contraído casi un 80% en febrero (fue además el primer aumento desde junio de 2018). Esto puede deberse a las particulares dinámicas que se están dando en términos de movilidad, al percibirse los medios de transporte público como una forma muy arriesgada de infectarse.

Aunque por el momento solo tenemos datos que cubren hasta el mes de marzo, como decíamos en el apartado del PIB, la actividad del sector inmobiliario se ha visto significativamente golpeada.

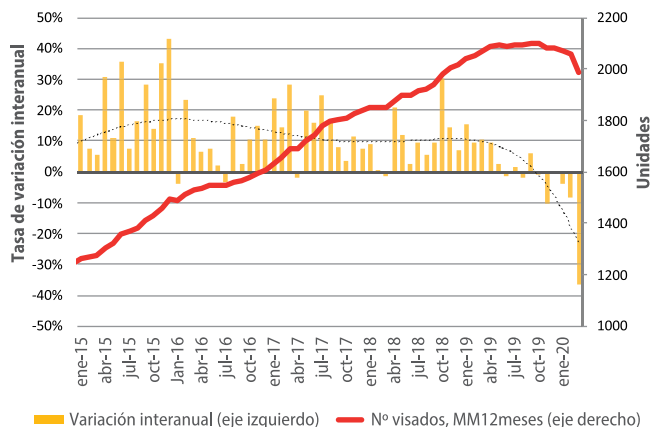
Pero antes de repasar los datos más recientes, queremos recordar que en el anterior informe ya alertamos de un deterioro en la evolución de los visados de dirección de obra nueva, que tienen un carácter adelantado de la actividad del sector. Evidentemente, la actual situación ha tenido un impacto negativo muy considerable: locales comerciales que han permanecido cerrados durante algunos meses y que cuando abran su aforo deberá estar limitado, oficinas vacías o semi-vacías bien porque las empresas han parado o porque han optado por el teletrabajo, rentas agregadas que se ven muy disminuidas en un contexto de recesión económica y que reducen la demanda de vivienda y la capacidad de pagar altos alquileres.

En este contexto, los visados de dirección de obra nueva descendieron un 36.3% en el mes de marzo respecto al mismo mes del año anterior. En términos del primer trimestre de 2020, la caída interanual ha sido de casi el 17%.

- Crecimiento interanual visados de obra (1T 2020): -16.90% (-4.16% 4T 2019; 11.64% 1T 2019)

Gráfica 4

Visados de dirección de obra nueva

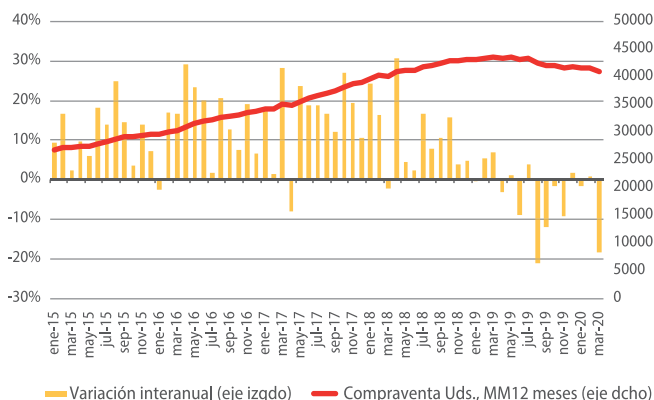


Fuente: Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

Otro ángulo desde el que podemos ver este *shock* es a través de las compraventas de viviendas, un dato no adelantado. Pero debemos esperar a contar con datos de abril y mayo al menos para ver mejor el impacto.

Gráfica 5

Compraventa de viviendas



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

A nivel de precios, hacia finales de 2019 continuó la desaceleración que comenzó en el cuarto trimestre de 2018. Aunque aún no tenemos datos oficiales, podemos utilizar los que proporciona el portal especializado Idealista. Según estos, el precio de la vivienda en venta creció en abril interanualmente el 2.6%, reduciéndose solo levemente en los últimos meses. Pensamos que el impacto se dejará ver en los próximos meses.

- Crecimiento interanual índice precio de la vivienda INE (4T 2019): 3.61% (4.68% 3T 2019; 6.61% 4T 2018)

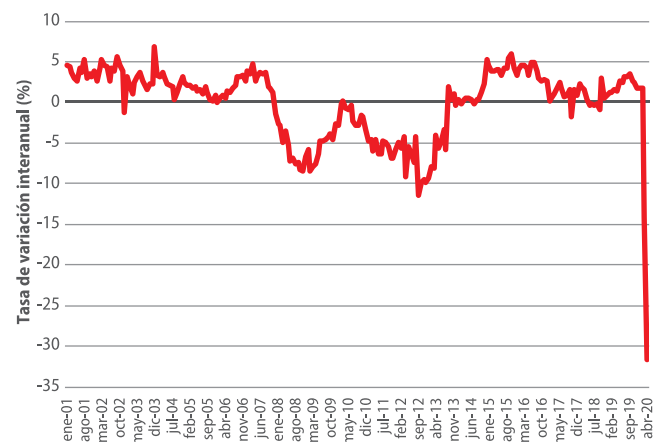
En esta edición del informe merece hacer una mención al turismo, como otro de los sectores cíclicos importantes para la economía española. Aquí ha ocurrido algo sin precedentes: la actividad turística en los hoteles durante el mes de abril fue nula, literalmente (0 pernотaciones), según la 'Encuesta

de ocupación hotelera' que publica el INE. Esta publicación será un importante termómetro que vigilar en los próximos meses que nos dará información acerca de la recuperación del turismo tras el gran *shock*.

Asimismo, queremos dejar constancia gráfica de la histórica caída en las ventas al por menor, que en términos interanuales registraron en abril un descenso del 31.6%. La máxima tasa de contracción en la crisis de 2008-09 fue del 8.5% y en la de 2012 fue del 11.4%. Claramente, el actual episodio tiene poco que ver con aquellos.

Gráfica 6

Ventas al por menor



Fuente: INE.

2. Empleo

En primer lugar, debemos tener en cuenta que ya en anteriores informes habíamos señalado la desaceleración de los indicadores de empleo. La Encuesta de Población Activa del primer trimestre de 2020 solo recogió una pequeña parte de los efectos devastadores de la epidemia y las medidas adoptadas. Con todo, fue una muestra evidente del grave deterioro del mercado laboral, que además ha sido infraestimado por la EPA debido a cuestiones metodológicas².

El dato quizá más ilustrativo es que la tasa de variación intertrimestral de la ocupación en términos desestacionalizados fue negativa por primera vez desde 2013. El número de ocupados descendió en el primer trimestre de 2020 en 285,600 personas, prácticamente todos pertenecientes al sector privado, frente a la caída de solo 93,400 personas en el mismo periodo del 2019 (en el primer trimestre del año siempre desciende el número de ocupados por un motivo estacional). Además, el volumen de horas de trabajo descendió un 4.25% respecto al trimestre anterior, la mayor caída en un primer trimestre desde 2009.

² El INE advierte de que como consecuencia del estado de alarma decretado por la COVID-19 y la situación excepcional experimentada en muchos frentes (con el auge de los ERTes, por ejemplo, cuyos trabajadores afectados se clasifican como ocupados en esta EPA), la precisión de los datos de la EPA ha podido verse afectada negativamente, así como su interpretación variado respecto a entornos normales.

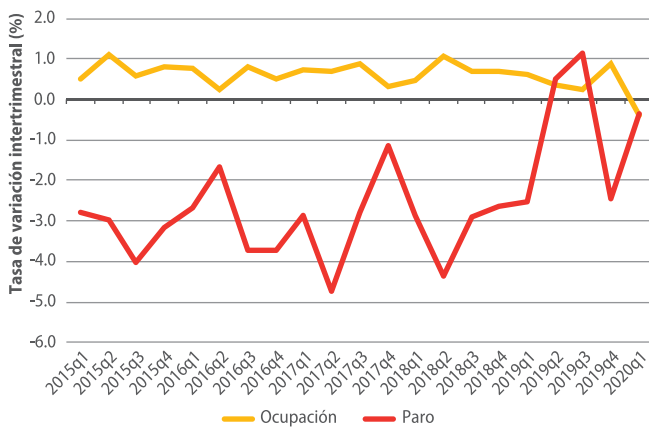
El impacto de la crisis actual en los datos del mercado laboral lo podremos visualizar de forma más precisa en los próximos meses. El escenario macroeconómico del gobierno español, a fecha del 30 de abril, trabaja con una estimación de tasa de paro del 19% para 2020, que se reduciría al 17.2% en 2021.

Aun así, los datos de afiliados a la Seguridad Social, particularmente si tomamos los datos a fin de mes, ofrecen una imagen más actual, dado que tenemos los datos de abril. En este mes observamos una caída interanual del 4.1%, frente a la caída del 3.4% de marzo y al aumento del 0.2% durante el primer trimestre de 2020.

- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (1T 2020): 0.2% (2.3% 4T 2019; 2.6% 3T 2019)³
- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (abril 2020): -4.1% (-3.4% marzo 2020; 2.3% feb 2020)
- Tasa de Desempleo (1T 2020): 14.4% (14.7% 1T 2019).
- Tasa de Actividad (1T 2020): 58.2% (58.4% 1T 2019).
- Variación del empleo últimos 12 meses (1T 2020): 1.1% (2.1% 4T 2019; 3.2% 1T 2019).

Gráfica 7

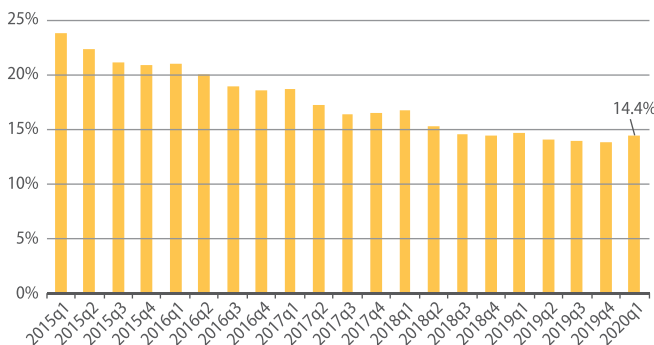
Tasas de variación del empleo



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

Gráfica 8

Tasa de desempleo



Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

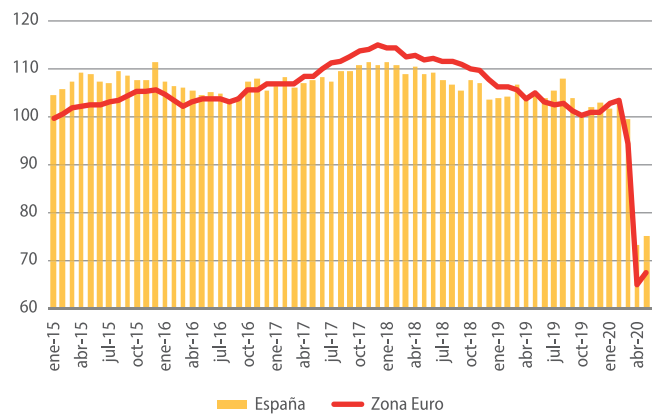
³ Los datos de afiliaciones se han tomado a fin de mes, en lugar de la media mensual, con el fin de reflejar de mejor manera el impacto del shock dado que todavía a la fecha de realización del informe no contamos con el dato de mayo.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

Como no podía ser de otro modo, la confianza de los agentes económicos se ha desplomado desde febrero. Curiosamente, a pesar de haber sido España uno de los países más afectados del mundo por la crisis sanitaria del coronavirus y estimarse que su economía también se verá particularmente afectada, el indicador de sentimiento económico ha caído menos que el del conjunto de la eurozona.

Gráfica 9

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 severa y abrupta contracción de la actividad económica y el empleo, donde la incertidumbre es todavía muy elevada dado el carácter inédito de la situación. Entre otras cuestiones, no sabemos cómo evolucionará el virus y sus efectos (¿habrá rebrotes y/o una gran segunda oleada de infecciones? ¿se reducirá su tasa de letalidad?), existen efectos de segundo orden todavía por ver (por ejemplo, en el sector bancario) y resulta muy complicado estimar cómo serán los hábitos de los agentes económicos una vez desaparezcan gran parte de las medidas del confinamiento (¿cómo reaccionará el turismo a nivel general y en particular en España?).

A estas alturas no queremos descartar por completo ningún escenario: ni una recuperación rápida y sorprendente ni un estancamiento desde niveles muy bajos con graves daños en el tejido productivo y el sector bancario. Un escenario a medio camino de ambos extremos sería nuestro escenario más probable, con la esperanza de que la política económica no desemboque en el peor escenario.

Inflación y precios

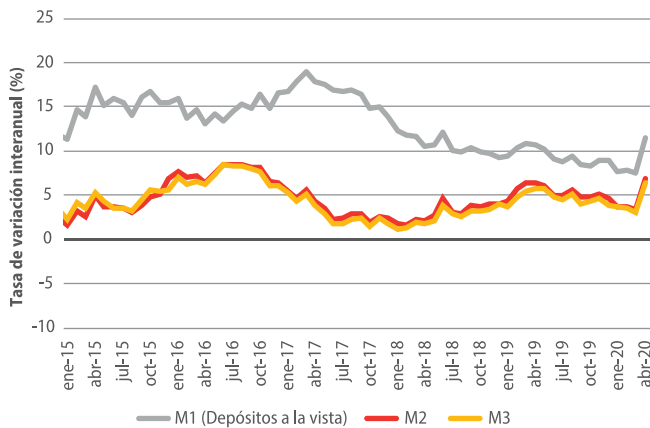
1. Agregados monetarios

El mes de abril ha visto un fuerte repunte en la tasa de crecimiento de los diferentes agregados monetarios. La M1 (depósitos a la vista) creció un 11.5% interanual en abril frente al 7.6% de marzo y la M3 creció al 6.4% en abril frente al 3% del mes anterior.

- M1: Promedio variación interanual (3 últimos meses, feb-abr 2020): 8.97% (8.73% 4T 2019).
- M2: Promedio variación interanual (3 últimos meses, feb-abr 2020): 4.66% (4.88% 4T 2019).
- M3: Promedio variación interanual (3 últimos meses, feb-abr 2020): 4.30% (4.24% 4T 2019).

Gráfica 10

Agregados monetarios España (excluido efectivo)



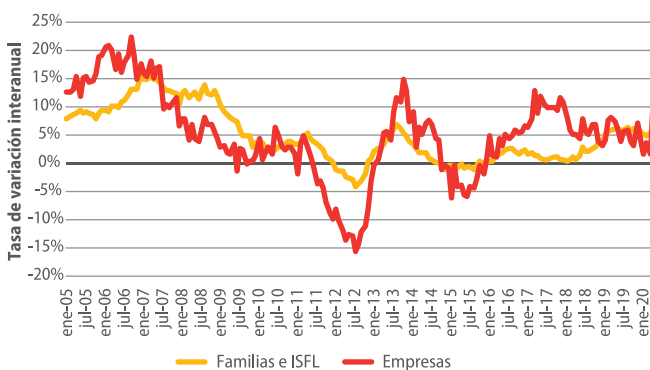
Fuente: Banco de España.

Si vamos un poco más allá, observamos que los depósitos de las empresas no financieras crecieron en abril a una tasa interanual del 11.4% frente al promedio del 2.2% en el primer trimestre de 2020. En el caso de las familias, que acumulan la mayor parte de los depósitos totales (cerca del 60% vs. menos del 20% en el caso de las empresas), también repuntó la tasa de crecimiento, pero mucho menos, creciendo en abril un 6.5% frente al 5.1% del primer trimestre.

Para ver estas cifras en contexto histórico y su comportamiento ante las dos últimas grandes crisis, hemos querido incorporar el gráfico de la tasa de variación interanual de ambas variables desde 2005.

Gráfica 11

Depósitos de familias y empresas no financieras



Fuente: Banco de España.

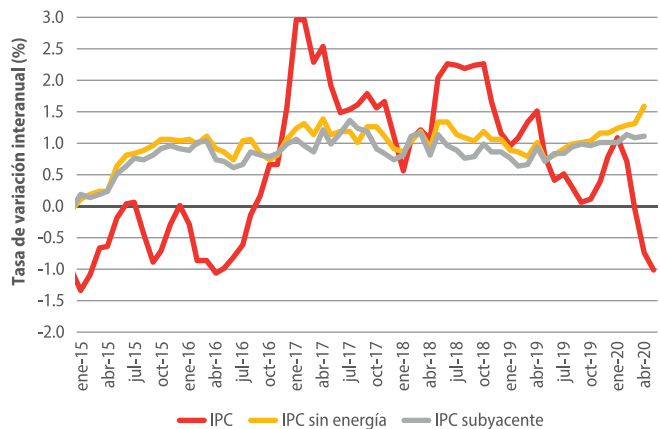
2. Índice de precios al consumidor

La tasa de inflación general de precios al consumo ha caído en los últimos meses, desde el 1% que alcanzó en enero al -1% del dato más reciente (adelantado) de mayo. Pero una desagregación de la variable nos muestra que la causa ha sido el desplome de los precios del petróleo⁴, dado que la tasa del IPC subyacente se ha mantenido firme por encima del 1%, continuando la ligera tendencia al alza que lleva desde el año anterior.

En esta ocasión tiene sentido incorporar en el gráfico tanto el IPC sin energía como el IPC subyacente, es decir, excluyendo además los alimentos no procesados, dado el repunte en el crecimiento de los precios de éstos que está detrás del repunte de la tasa de variación del IPC sin energía. Esto se debe al *shock* producido por el confinamiento sobre el segmento de bienes alimenticios.

Gráfica 12

Índice de precios al consumo



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

Como siempre hemos defendido en este informe, la evolución del IPC general está marcada por la volatilidad de los precios del petróleo, que ha vuelto a ser extrema en la primera parte de este año. 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.

3. Índice de precios industriales

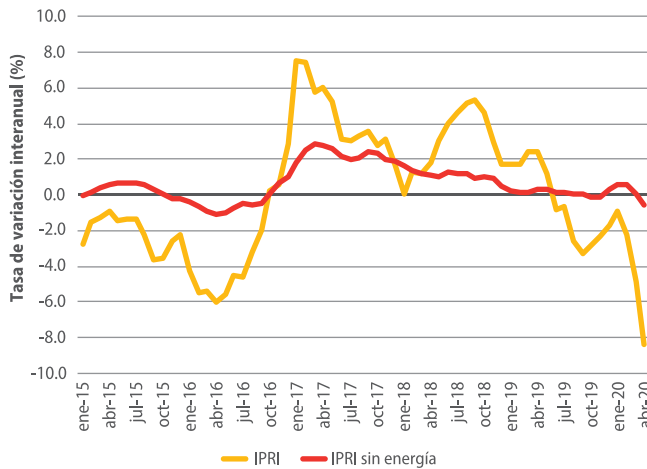
Este último punto es también relevante para analizar los precios industriales, cuya tasa de variación interanual ha sufrido su mayor caída desde que comienza la serie en 1975, alcanzando el 8.4% en abril. Esta viene principalmente por la caída del 24.6% de los precios relacionados con la energía. Si excluimos estos, observamos un descenso interanual de apenas el 0.6%, tasa más baja desde 2016.

⁴ Para un análisis sobre el mercado del petróleo, se puede consultar el informe que UFM Market Trends ha publicado sobre ello: <https://trends.ufm.edu/informe/petroleo-h1-2020/>

En este caso, a diferencia de los precios al consumo, la tendencia de la tasa de variación de los precios industriales (excluyendo el componente energético) es claramente descendente desde el primer trimestre de 2017. La mayor debilidad se observa en la categoría de bienes intermedios, cuyos precios descendieron en abril un 3.4% respecto al mismo mes del año anterior. Esta es la cifra más baja (la mayor contracción interanual de precios de los bienes industriales intermedios) desde finales de 2009.

Gráfica 13

Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

4. Precios de activos financieros

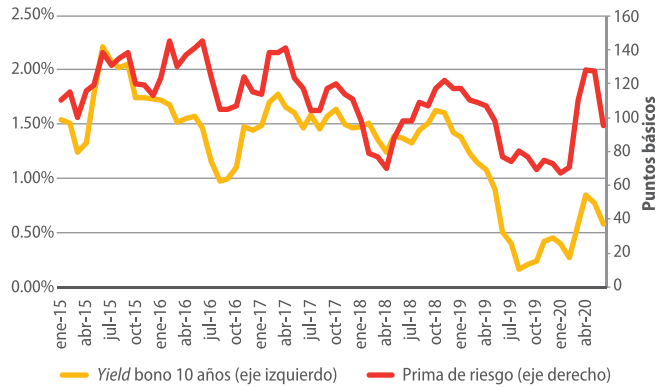
El mes de marzo fue un mes histórico en los mercados financieros por sus fuertes turbulencias y extrema volatilidad, no solo en la bolsa sino también en la deuda.

La rentabilidad del bono a 10 años español ha repuntado ligeramente desde niveles inferiores al 0.30% promedio alcanzado en febrero. En marzo se registró una volatilidad inusual en este mercado, puesto que el tipo pasó de cotizar por debajo del 0.20% a principios de mes, a dispararse hasta el máximo de 1.23% el 18 de marzo. Desde entonces los mercados se han relajado, en parte por el apoyo del Banco Central Europeo, y a fecha de realización de este informe (5 de junio) se sitúa en el 0.56%.

La prima de riesgo, por su parte, pasó de estar a principio de año en la parte más baja del rango en el que se ha movido desde 2015, a estar en la parte alta en abril y mayo, para después bajar a la parte media del rango. Con todo, los niveles que hemos visto son todavía históricamente bajos, siendo el máximo alcanzado de 156 puntos. Recordemos que en lo peor de la crisis de la zona euro, en verano de 2012, la prima de riesgo superó los 600 puntos.

Gráfica 14

Yield del bono español y prima con Alemania



Fuente: Ministerio de Economía. Nota: Los datos son un promedio del mes. El último dato corresponde a junio y toma solo los cuatro primeros días del mes.

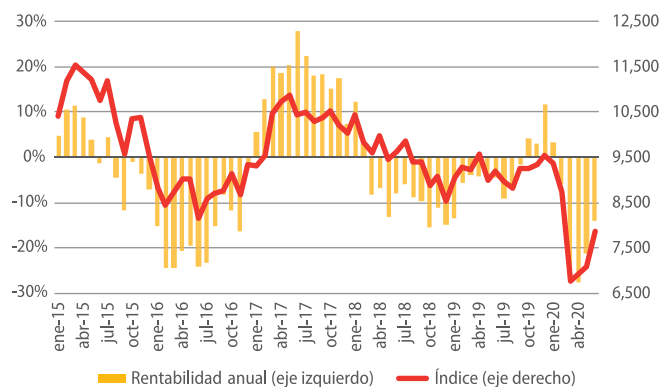
En los mercados bursátiles el *shock* provocado por la COVID-19 ha sido de magnitud histórica, registrándose una de las caídas más rápidas y profundas de la historia, además de los movimientos diarios más abruptos (como la caída del 14% del Ibex 35 el 12 de marzo).

La bolsa española ha sufrido un mayor castigo que la europea, mostrando a 5 de junio unas pérdidas en lo que va de 2020 del 17.6% frente al -9.6% del Eurostoxx 50. La diferente composición sectorial (más bancos en España y menos salud y tecnología), el mayor daño causado por el virus en España o la importante exposición del índice a Latinoamérica serían las principales explicaciones.

Hacia el 22 de mayo se inició en el índice español un rebote significativo. A diferencia de las bolsas estadounidenses, la española tras hacer mínimos a mediados de marzo apenas consiguió rebotar. Ese esperado rebote ha llegado a Europa, reduciendo las pérdidas YTD y alimentando el sentimiento de que lo peor ya ha pasado. Los mercados financieros, tal y como es su cometido, miran hacia delante, con el inicio de la recuperación en su punto de mira, en lugar de estar centrados en los nefastos datos que estamos y seguiremos conociendo relativos al segundo trimestre.

Gráfica 15

IBEX 35



Fuente: Investing.com. Datos mensuales a cierre de mes, excepto el último dato, a 5 de junio.

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 a largo plazo, si bien muchas empresas se han obligado a recortar o incluso suspender los dividendos en la primera parte del año. Si nos incluyéramos (Ibex Total Return), en lugar de una pérdida del 24% desde enero 2015 al 5 de junio 2020, veríamos una menor caída, del 7%.

5. Tendencias en la evolución de precios

Nuevamente, constatamos la dependencia de la inflación de precios al consumo general de los precios energéticos. Excluyendo eso, a pesar del enorme *shock* recibido, con los datos de los que disponemos hasta mayo no hay grandes cambios en el panorama de los precios al consumo, salvo un repunte de los precios de los alimentos no elaborados (la tasa subyacente se mantiene relativamente estable). Pero sí observamos un mayor impacto deflacionario sobre los precios industriales. Incluso excluyendo el componente energético registran tasas de variación negativas.

Los precios de los activos financieros sufrieron una elevada volatilidad, no solo en el mercado bursátil sino también los mercados de crédito. El Ibex 35 es de los índices con peor rentabilidad en 2020 del mundo, aún después del rebote de finales de mayo y comienzos de junio. Por su parte, la rentabilidad de los bonos a 10 años permanece en niveles muy bajos históricamente, en parte gracias al apoyo de los programas de compras del BCE.

Todos los agregados monetarios experimentaron un fuerte repunte en abril, particularmente motivado por el repunte del crecimiento de los depósitos de las empresas. Esto es algo anómalo en una situación recesiva, fase en la que el crecimiento de los agregados tiende a desacelerarse con fuerza e incluso contraerse en términos interanuales.

Crédito

1. Préstamos totales del sector financiero⁵

Tras un largo proceso de desapalancamiento de la banca y estancamiento del total de préstamos, en marzo y abril de este año observamos un repunte importante en esta variable, que se sitúa en máximos desde principios de 2015. En términos de la tasa de variación interanual, creció un 5.25%, ¡la mayor desde enero de 2009!

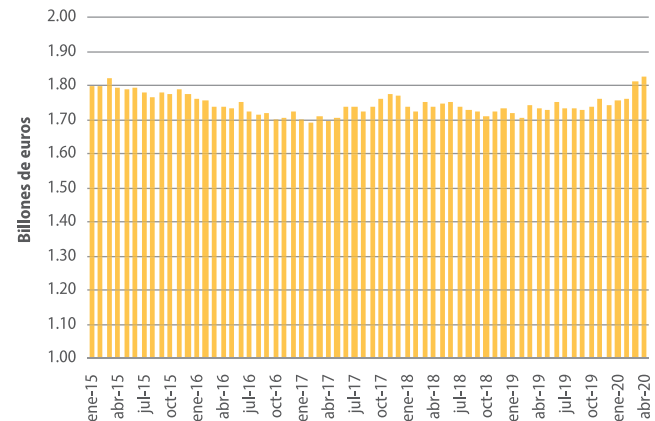
Por supuesto, este hecho se ha debido a las circunstancias excepcionales que hemos vivido, en las que las necesidades de financiación externa de los agentes económicos se han disparado en un contexto del desplome de los ingresos. En las próximas páginas veremos los detalles.

⁵ Desde la anterior edición de este informe, 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 65%), pero creemos que es más preciso y refleja mejor el área de estudio de esta sección.

- Crecimiento interanual del total de préstamos (abril 2020): 5.25% (-0.13% abril 2019)
- Crecimiento interanual del total de préstamos (3 últimos meses hasta abril 2020): 4.24% (-0.53% hasta abril 2019)

Gráfica 16

Total préstamos y créditos sector financiero



Fuente: Banco de España.

a. Activos de dudoso cobro

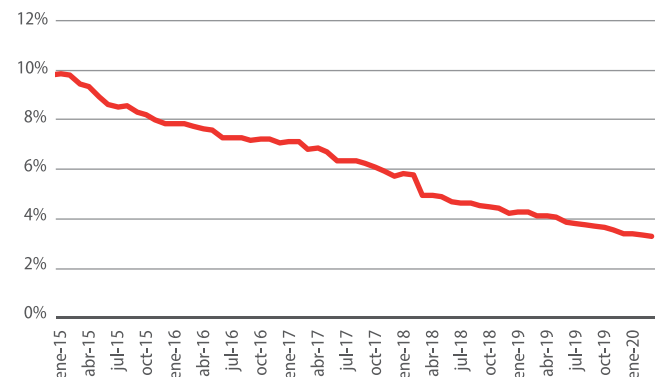
Los datos muestran que la reducción de los créditos de dudoso cobro del sector financiero se mantiene a buen ritmo en los últimos trimestres. El porcentaje sobre el total de créditos se sitúa en el 3.3%, niveles que no se veían desde principios de 2009.

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

- Crecimiento interanual créditos dudosos (marzo 2020): -16.7% (-17.7% marzo 2019)
- Porcentaje de créditos dudosos respecto al total (marzo 2020): 3.29% (4.11% marzo 2019)

Gráfica 17

Créditos de dudoso cobro sobre total créditos del sector financiero



Fuente: Banco de España.

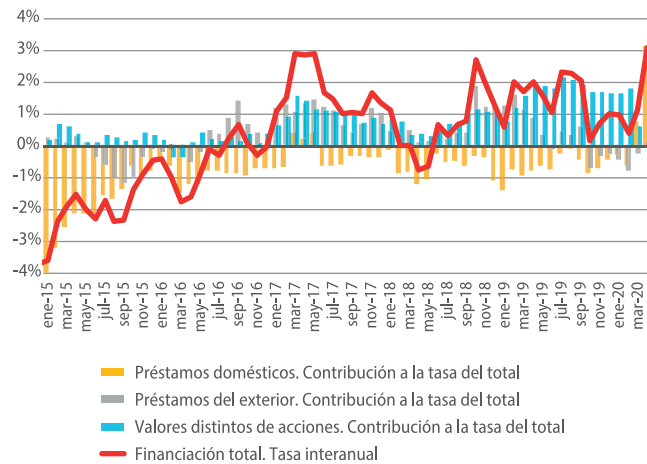
2. Financiación a empresas no financieras

La financiación a las empresas no financieras creció en abril en términos interanuales al mayor ritmo desde 2009, en un fuerte repunte respecto a los meses anteriores liderado por los préstamos domésticos de las entidades de crédito (crecimiento del 5.8%), una parte de ellos avalados por el Instituto de Crédito Oficial en el marco del plan de choque del gobierno ante los efectos económicos de la pandemia.

- Crecimiento interanual de la financiación a empresas (abril 2020): 3.1% (2.0% abril 2019)

Gráfica 18

Evolución de la financiación a empresas según procedencia



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

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

Gráfica 19

Financiación total a las empresas no financieras



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

En las comparaciones que puedan hacerse de la crisis económica a la que nos enfrentamos hoy y la anterior gran crisis que comenzó en 2009, es necesario tener en cuenta que el punto de partida es totalmente distinto. En aquella situación el sector empresarial venía de una década entera de fuerte incremento del endeudamiento, lo cual contrasta con la actualidad.

El crecimiento interanual del 3.1% en abril de 2020 representa, como decíamos, la tasa más alta desde 2009, tras una década de desapalancamiento y ajuste de las empresas. Pensamos que este es un punto importante que implica que el sector empresarial se enfrenta hoy al *shock* actual en una posición relativamente buena (o menos frágil) en términos de endeudamiento.

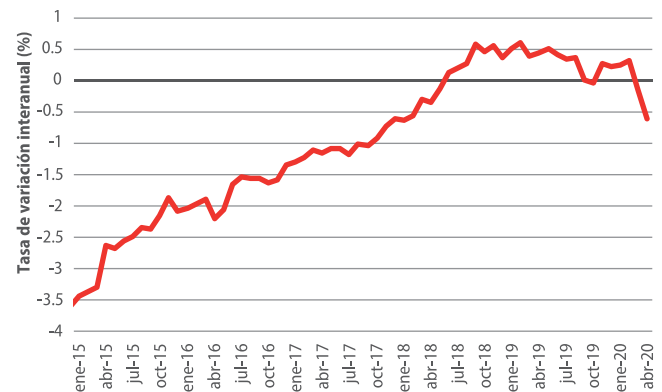
3. Crédito a familias

En contraste con la evolución del crédito a empresas, el stock de crédito a las familias (e ISFLSH, aunque esta partida es residual) se contrajo en términos interanuales en los meses de marzo y abril, después de un periodo de desaceleración de la tasa de la que hablamos en anteriores informes.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (abril 2020): -0.6% (+0.44% abril 2019)

Gráfica 20

Evolución del crédito a familias

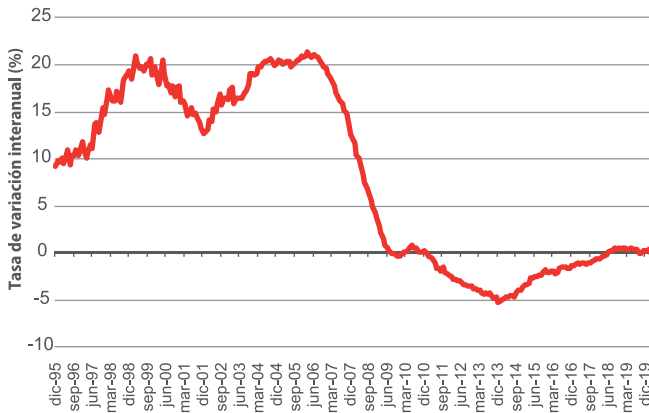


Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

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

Gráfica 21

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

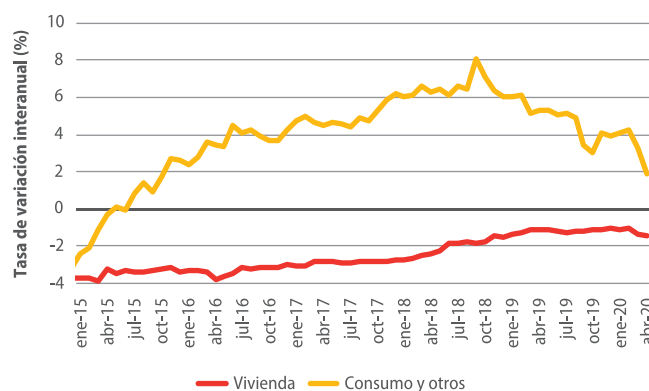
El comportamiento reciente del stock de crédito a las familias se ha debido tanto por los préstamos dedicados al consumo, cuya tasa de crecimiento ha pasado desde el máximo del 8% en septiembre de 2018 a apenas el 2% en abril 2020, como por una ligera aceleración de la contracción del stock de crédito para vivienda en marzo y abril de 2020. Resulta lógico que en la actual coyuntura se restrinja la demanda de crédito por parte de los hogares.

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

- Crecimiento interanual stock crédito a vivienda (abril 2020): -1.45% (-1.15% abril 2019)
- Crecimiento interanual nuevas hipotecas inmobiliarias 3 últimos meses, capital prestado (1T 2020): 8.2% (23% 1T 2019)
- Crecimiento interanual stock crédito al consumo y otros (abril 2020): 1.88% (5.32% abril 2019)

Gráfica 22

Desagregación del crédito a familias



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

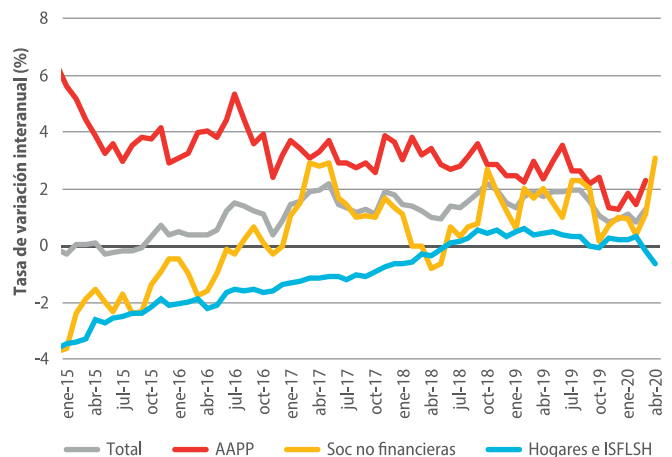
4. Tendencias en la concesión de crédito

Consecuencia de todo lo anterior es que el crecimiento de la financiación agregada a los sectores no financieros se ha mantenido relativamente estable en los últimos seis meses. La caída en los flujos de financiación a los hogares ha sido compensada por el aumento a empresas y Administraciones Públicas.

- Crecimiento interanual financiación total a sectores no financieros (marzo 2020): 1.3% (1.9% marzo 2019)

Gráfica 23

Financiación a los sectores no financieros



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

La última *Encuesta sobre Préstamos Bancarios* de abril 2020 proporciona información interesante relativa a las expectativas del sector bancario en el segundo trimestre del año, que los datos señalados arriba parecen estar confirmando.

Según esta publicación, las entidades financieras “prevén que entre abril y junio se producirá un fuerte aumento de las solicitudes de préstamos procedentes de las empresas, impulsado seguramente por sus elevadas necesidades de liquidez. En cambio, anticipan un intenso descenso de las peticiones de fondos procedentes de los hogares, en un contexto de creciente incertidumbre económica”. Señalan además que “esperan relajar los criterios de concesión de los créditos a las empresas durante esos mismos meses, previsiblemente como consecuencia de los programas de avales públicos”.

Sector público

El ejercicio 2019 cerró con un déficit del 2.83%, superior al 2.54% del año anterior, pese a registrar un crecimiento del PIB del 2%. Echando la vista atrás, vemos una oportunidad perdida al no haber ajustado las finanzas públicas durante los años de expansión, que hubiera ayudado a capear mejor la crisis en la que estamos inmersos. Es un punto que hemos reiterado en todos los informes anteriores.

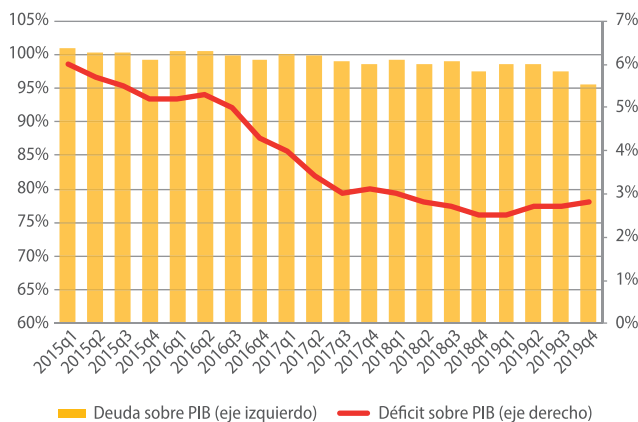
En el primer trimestre de 2020 el déficit de las Administraciones Públicas (sin incluir las Corporaciones Locales) ha subido un 135% respecto al mismo periodo del año anterior. En términos de PIB, a cierre de marzo el déficit ascendería al 0.78% frente al 0.30% de 2019.

El principal responsable de este aumento es el Sistema de Seguridad Social, que ha pasado de un superávit de 4,260 millones de euros en el primer trimestre de 2019 a un déficit de 466 millones en 2020, motivado por menores transferencias recibidas del Estado y mayores gastos relativos a prestaciones sociales.

Datos que empeorarán muy significativamente en el segundo trimestre y que dispararán el déficit conjunto de las Administraciones Públicas para 2020 por encima del 10% del PIB, según las estimaciones del propio gobierno.

Gráfica 24

Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

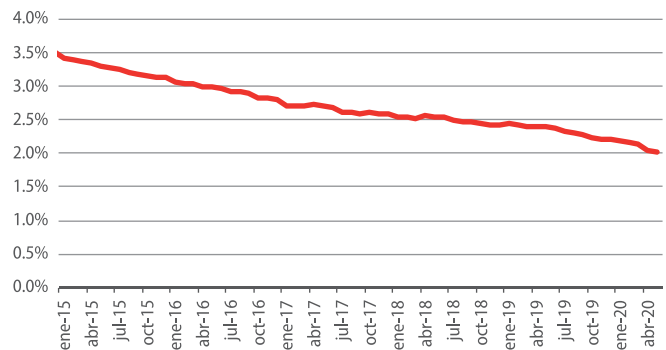
Aunque observamos un descenso en el porcentaje de deuda pública sobre el PIB de 2 puntos en el 4T 2019, esto no deja de ser algo anecdótico comparado con el aumento que vamos a ver en los próximos trimestres. El gobierno estima que la deuda pública alcance el 115.5% del PIB al cierre de 2020.

- Déficit acumulado sobre PIB excluyendo Corporaciones Locales (1T 2020): 0.78% (0.30% 1T 2019)
- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (4T 2019): 2.8% (2.5% 4T 2018)
- Deuda sobre PIB (4T 2019): 95.5% (97.6% 4T 2018)

Por su parte, el tipo de interés medio total de la deuda del estado ha continuado su imparable y gradual descenso, hasta registrar el 2.02% en mayo 2020, desde el 2.40% del mismo mes del año pasado.

Gráfica 25

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 en buena parte al continuo apoyo del BCE, y probablemente seguirá en niveles bajos por bastante más tiempo). Se trata de un elemento que añade fragilidad a la economía española.

Sector exterior

1. Balanza por cuenta corriente

En términos acumulados de los últimos 12 meses hasta marzo 2020, el superávit de la cuenta corriente o capacidad de financiación de la economía española se incrementó un 27%. El primer trimestre del presente ejercicio mostró un déficit inferior al de 2019.

Gráfica 26

Saldo de la cuenta corriente



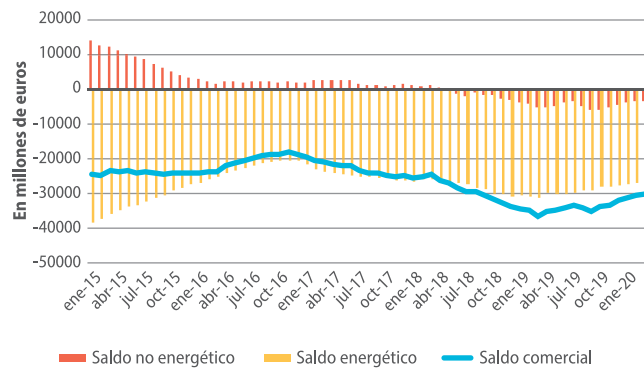
Fuente: Banco de España. Los datos son la suma de los últimos 12 meses.

Sin embargo, el mes de marzo (primer mes en el que se observa el impacto de la crisis sanitaria y confinamiento) registró un déficit de algo más de 1,000 millones de euros frente al superávit de similar importe del mismo mes del año anterior. Detrás de esto está la fuerte caída del saldo superavitario por turismo, pasando de los 3,000 millones de marzo de 2019 a los 800 de este año, un descenso interanual del 73%. Se trata de un adelanto de lo que veremos en los datos de los meses siguientes a marzo ante la fuerte o incluso completa reducción de la actividad turística.

La gradual reducción del déficit comercial energético de los últimos trimestres por la caída de los precios del petróleo, que probablemente se acelerará en los siguientes meses, ayudará a compensar parcialmente la fuerte caída de la balanza por turismo.

Gráfica 27

Descomposición del saldo comercial



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

2. Posición financiera internacional

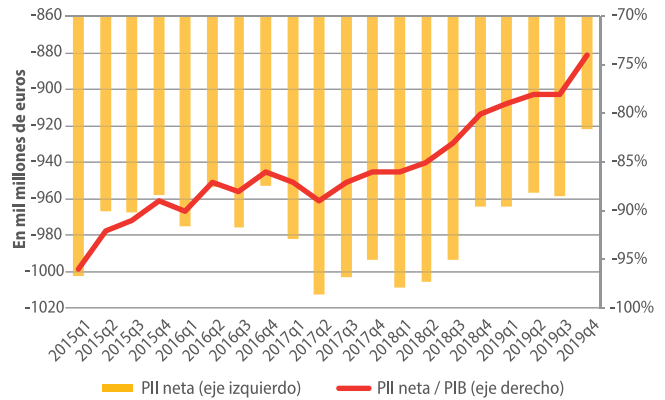
En los últimos trimestres ha continuado reduciéndose moderadamente la posición deudora frente al exterior, un dato positivo. Pero la magnitud todavía elevada de este indicador sigue mostrando la fragilidad externa de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional.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

Por el momento el reciente episodio no ha causado mayores problemas, aunque recordamos el fuerte repunte del tipo de interés del bono a 10 años en marzo que supuso una señal de atención. Pero lo que es indudable es que la deuda pública española se va a disparar, con el consecuente deterioro de la posición financiera de la economía, y a diferencia de la anterior gran crisis parte de niveles ya elevados cercanos al 100% sobre PIB.

- Posición financiera internacional neta/PIB (4T 2019): -74% (-78% 3T 2019; -80% 4T 2018)

Gráfica 28

Posición de inversión internacional neta (PIIN)



Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

3. Balanza financiera

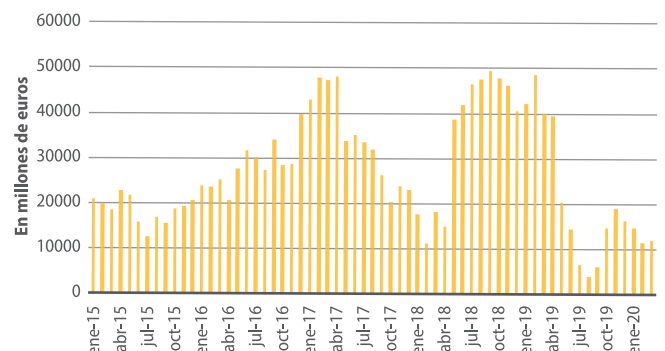
El saldo de la cuenta financiera del primer trimestre, excluyendo el Banco de España, registró una salida neta de fondos de 3,900 millones de euros frente a la entrada de 1,100 del mismo periodo del año anterior.

En el mes de marzo la cuenta financiera del Banco de España mostró un saldo neto de -29,300 millones de euros (es decir, una entrada de fondos por este importe) frente a solo -4,700 en marzo de 2019. Entendemos que se debe a las actuaciones del Banco Central Europeo para mitigar el impacto de la crisis bajo los programas de compra de deuda, mediante la aceleración de las compras bajo el Public Sector Purchase Program (PSPP) o la creación del Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP). Solo a través de este nuevo programa el BCE realizó compras netas de títulos españoles (mayormente de deuda pública) por valor de casi 22,400 millones de euros desde su implementación en marzo hasta final de mayo.

Por su lado, la inversión directa ha registrado un saldo positivo de 15,500 millones de euros (es decir, un aumento de los activos netos frente al exterior) en el acumulado de 12 meses. Las entradas netas de inversiones directas se mantienen en niveles relativamente bajos.

Gráfica 29

Entradas netas por inversión directa en España



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

UFM MARKET  TRENDS