

INFORME TRIMESTRAL  
**ESPAÑA**

La economía española afronta el órdago secesionista con un crecimiento sólido

**JULIO - SEPTIEMBRE 2017**

Autor: Ángel Martín Oro

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

**T3 2017 ES**

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO

# ESPAÑA

## INDICADOR

<b>Posición liquidez SF</b>	Estable. Fin desapalancamiento cercano
<b>Posición liquidez familias</b>	Desapalancamiento
<b>Posición liquidez empresas</b>	Estable
<b>Volumen de crédito</b>	Estancamiento
<b>Cantidad dinero</b>	Crecimiento pero a menor ritmo
<b>Actividad económica</b>	Crecimiento sólido, ligera desaceleración en 3T
<b>Demanda consumo cíclico</b>	Expansión, dinamismo en el inmobiliario

## INDICADOR

<b>Empleo</b>	Crecimiento, ligera desaceleración en 3T
<b>Beneficios empresariales</b>	Crecimiento
<b>Precios</b>	En consumo, tasa general repunta por energía, subyacente estable; precios industriales crecen
<b>Tipos de interés</b>	Tramo corto estable, repunte y volatilidad en el largo
<b>Curva de tipos</b>	Spread positivo, relativamente estable en torno al 2% pese a volatilidad de muy corto plazo
<b>Déficit público</b>	Reduciéndose al ritmo marcado por los objetivos
<b>Sector exterior</b>	Saldo cuenta corriente empeora por aumento déficit energético, compensado en parte por servicios

### Situación general

Fase de expansión sana. Riesgos: finanzas públicas y posición deudora frente al exterior. Vuelve la incertidumbre política con Cataluña



# Actividad económica y empleo

## 1. Actividad económica

### a. PIB

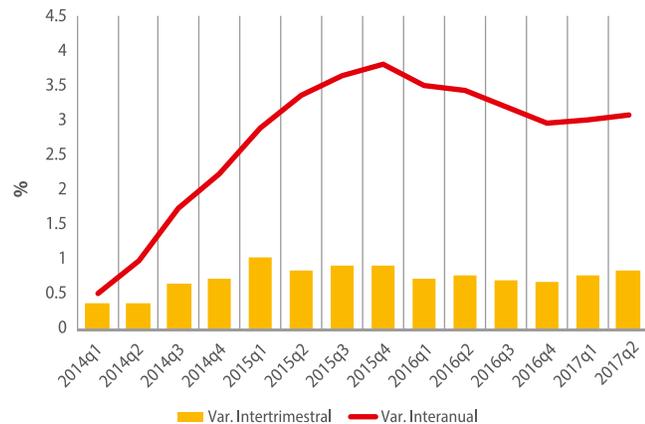
El crecimiento intertrimestral del PIB se ha acelerado en cerca de una décima en el segundo trimestre del año, último trimestre para el que tenemos cifras. La moderación en el crecimiento de la inversión ha sido más que compensada por el repunte en el crecimiento del consumo. La tasa anual se mantiene estable en el 3%.

Tras varios trimestres en los que las estimaciones de crecimiento se revisaban continuamente al alza, el Banco de España no ha cambiado sus proyecciones más recientes respecto a las de junio. Estas se han quedado en el 3.1% para este año y el 2.5% para 2018.

- Crecimiento PIB intertrimestral (2T 2017) 0.86% (0.79% 1T 2017)
- Crecimiento PIB interanual (2T 2017): 3.08% (3.01% 1T 2017)

Gráfica 1

### Crecimiento del PIB



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

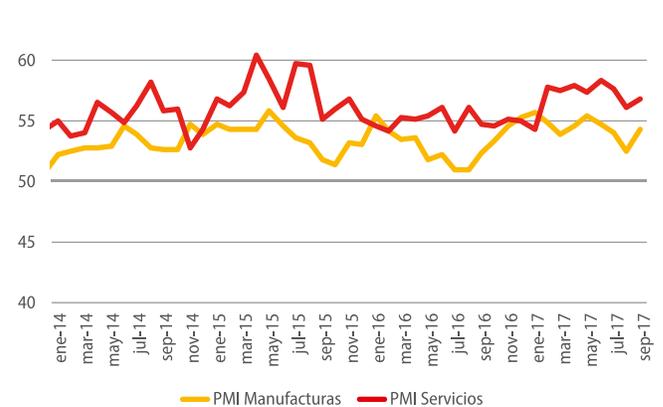
### b. PMIs

Los Índices de Gestión de Compras indican también esta ligera pérdida de *momentum* de la economía española en el 3T 2017. Los PMIs de manufacturas y servicios caen levemente en términos de promedio trimestral, pero continúan registrando cifras sólidas. Tras la caída de agosto, el trimestre cierra con una nota positiva con los datos de septiembre, que también han batido las expectativas de los analistas. En el sector servicios, dada la fortaleza de la demanda, los nuevos pedidos aumentaron al ritmo más fuerte en más de dos años.

- PMI Manufacturas (promedio 3T 2017): 53.6 (2T 2017: 54.9)
- PMI Servicios (promedio 3T 2017): 56.8 (2T 2017: 57.8)

Gráfica 2

### Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Markit.

### c. Demanda de sectores cíclicos

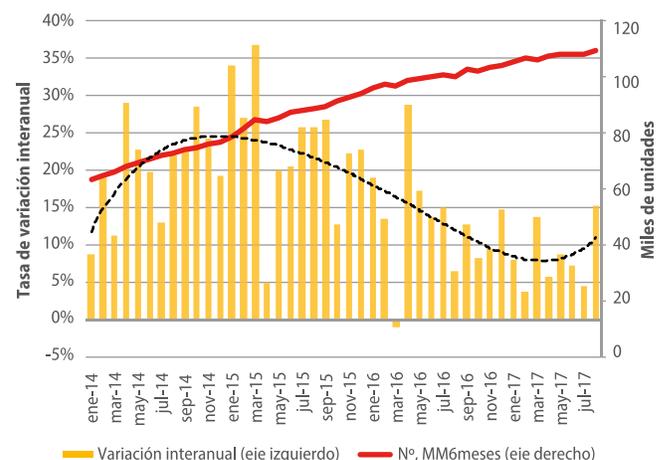
Sectores como el del automóvil o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, son un termómetro adicional de la coyuntura.

La matriculación de automóviles continúa creciendo, consolidándose en tasas interanuales inferiores tras el fuerte rebote de los años anteriores. Pero el canal de venta a particulares muestra escaso dinamismo.

- Crecimiento interanual matriculación automóviles (jun-ago 2017): 8.9% (7.3% 2T 2017)

Gráfica 3

### Matriculación de automóviles



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

Los visados de obra nueva registran un comportamiento muy positivo en los últimos tres meses disponibles hasta julio, creciendo a tasas anuales del 20%. El mes negativo de abril que señalamos en el informe anterior, ha quedado como mero ruido de la serie.

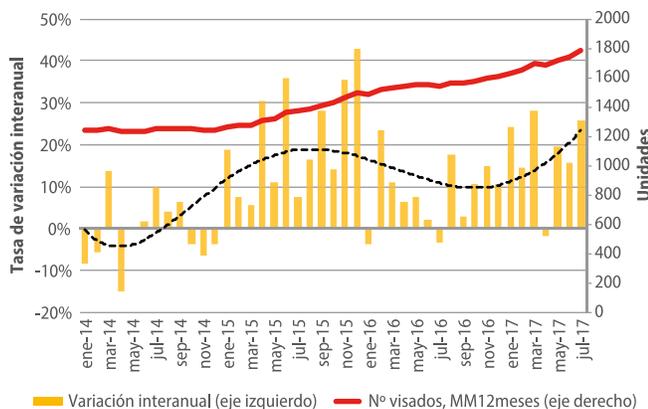
Los precios reaccionan al alza ante el buen comportamiento de la demanda. Según el índice elaborado por el portal Idealista, los precios de la vivienda en las capitales españolas se incrementan en un 6% interanual en septiembre, donde destacan los aumentos en Palma de Mallorca, Barcelona, Málaga, Valencia y Madrid.

Los datos sugieren buenas perspectivas para el sector inmobiliario.

- Crecimiento interanual visados de obra (may-jul 2017): 20.4% (22% 1T 2017)
- Crecimiento interanual precio de la vivienda (2T 2017): 5.55% (5.32% 1T 2017; 3.89% 2T 2016)

Gráfica 4

## Visados de dirección de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento.

## 2. Empleo

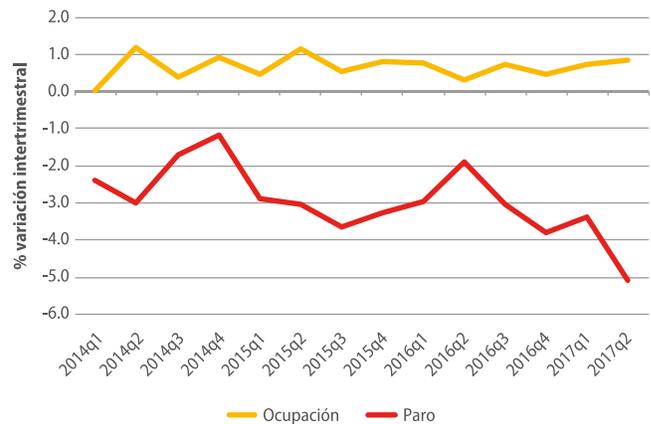
El buen comportamiento del mercado laboral sigue su curso, con un segundo trimestre muy positivo, como ya adelantábamos. Tanto la tasa de crecimiento de los ocupados como la de contracción del paro se han acelerado. La tasa de desempleo del 2T 2017 ha caído en cerca de 3 puntos porcentuales en los últimos 12 meses. En contraste con el trimestre anterior, el empleo público crece en tasa anual (-1.5% en el 1T) y repunta también el crecimiento en el sector privado. En los últimos doce meses la ocupación se ha incrementado en 453,100 personas en el sector privado y en 8,700 en el público.

Los datos de afiliados a la Seguridad Social, que ofrecen información mucho más reciente, indican que la creación de empleo se ha desacelerado en el tercer trimestre (+3.5%) respecto al muy buen 2T 2017 (+3.8%). En términos corregidos por estacionalidad, el 3T 2017 ha ido de menos a más, con septiembre registrando tasas de crecimiento mayores a las del segundo trimestre (4.2% vs. 3.7%).

- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (3T 2017): 3.5% (3.8% 2T 2017)
- Tasa de Desempleo (2T 2017): 17.2% (20% 2T 2016).
- Tasa de Actividad (2T 2017): 58.8% (59.4% 2T 2016).
- Variación del empleo últimos 12 meses (2T 2017): +2.8% (+2.3% 1T 2017).

Gráfica 5

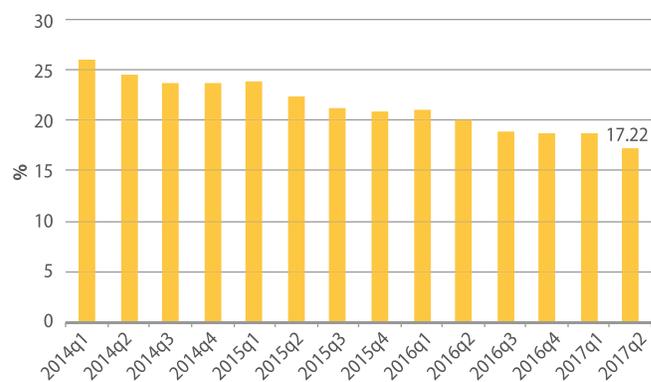
## Tasas de variación del empleo



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

Gráfica 6

## Tasa de desempleo



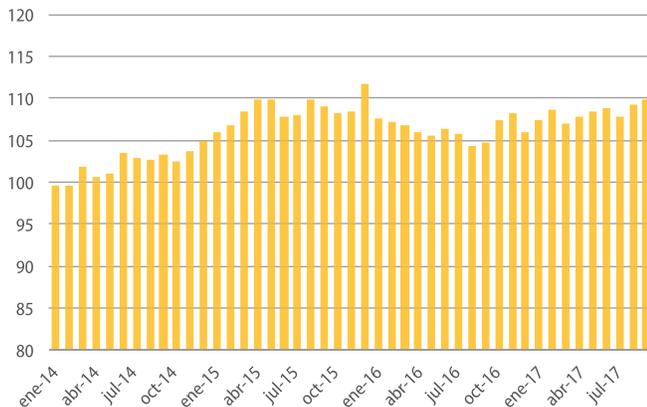
Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

## 3. Tendencias en actividad económica y empleo

La confianza de los agentes económicos españoles en el 3T 2017 continúa mejorando, pero lo hace a menor ritmo que la del conjunto de la Zona Euro. Esta es una señal del buen momento que vive la economía de la eurozona.

Gráfica 7

## Indicador de clima económico



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

Tras la aceleración económica de la primera parte de 2017, la economía española ha experimentado una ligera desaceleración. Los indicadores adelantados avanzan un tercer trimestre de menor crecimiento que el segundo (en términos de tasa intertrimestral podría descender por debajo del 0.8% desde el 0.86%), pero con un final positivo dados los datos conocidos para el mes de septiembre. La expansión continúa su curso, particularmente en el sector inmobiliario.

## Inflación y precios

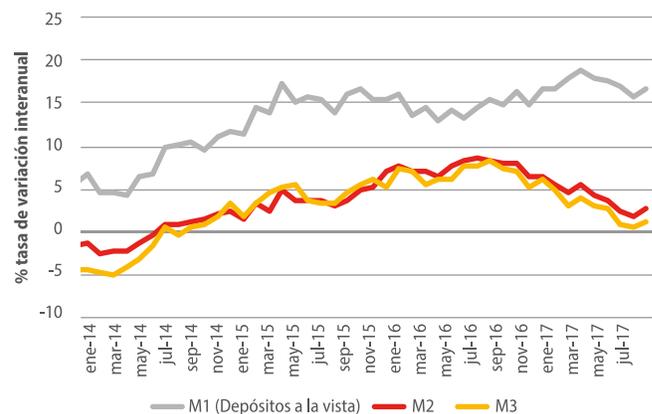
### 1. Agregados monetarios

Todos los agregados monetarios desaceleran su crecimiento, manteniéndose una gran brecha entre las tasas de M1 (depósitos a la vista) y las magnitudes más amplias como M2 y M3. En el caso de esta última, el crecimiento interanual es de menos del 1% en los últimos meses. Conviene tener presente que el agregado M1 es el más cíclico de los tres, dado que M2 y M3 incluyen componentes más estables.

- M1: Media de la variación interanual 3 últimos meses (jun-ago 2017): +16.5% (+18.1% mar-may 2017).
- M2: Media de la variación interanual 3 últimos meses (jun-ago 2017): +2.3% (+4.5% mar-may 2017).
- M3: Media de la variación interanual 3 últimos meses (jun-ago 2017): +0.87% (+3.2% mar-may 2017).

Gráfica 8

## Agregados monetarios España (excluido efectivo)



Fuente: Banco de España.

### 2. Índice de precios al consumidor

La tasa de inflación de precios al consumo repunta en los últimos meses acercándose al 2% anual. Esto ha sido consecuencia principalmente de los factores volátiles excluidos del indicador subyacente. Mientras que en agosto fueron los precios de los carburantes en el transporte y los del gas y gasóleo para calefacción de vivienda, en septiembre (dato adelantado) ha destacado la subida de los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas.

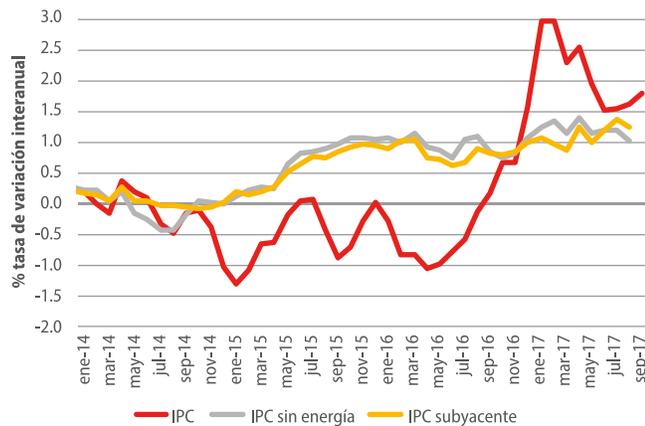
La subida de casi el 20% en el precio del petróleo Brent (en \$) durante el tercer trimestre es un elemento que empujará al alza la inflación. Este aumento está en torno al 15% en términos interanuales, por lo que de mantenerse, tendrá un impacto indudable en las tasas generales.

Desde los datos de PMI de Markit del sector servicios apuntan a presiones inflacionistas dada la fortaleza de la demanda, que está favoreciendo el poder de fijación de precios de las empresas. Así, los precios cobrados por éstas han subido en septiembre a una de las tasa más altas de la última década.

Por el momento, los indicadores que excluyen los elementos de energía y alimentos no procesados no reflejan estas presiones inflacionistas y se mantienen ligeramente por encima del 1%.

Gráfica 9

## Índice de precios al consumo

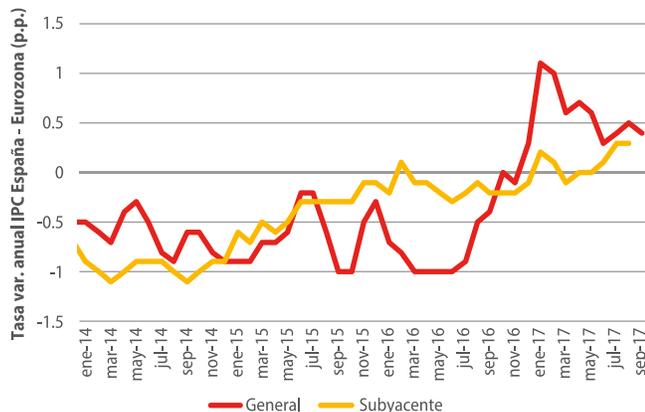


Fuente: INE y Ministerio de Economía. Último dato del IPC de septiembre es un avance.

La tasa de inflación en España se mantiene por encima de la eurozona, tanto en la tasa general como en la subyacente. De hecho, este último diferencial es positivo durante más de dos meses consecutivos por primera vez desde verano 2013.

Gráfica 10

## Diferencial IPC España con la eurozona



Fuente: Eurostat.

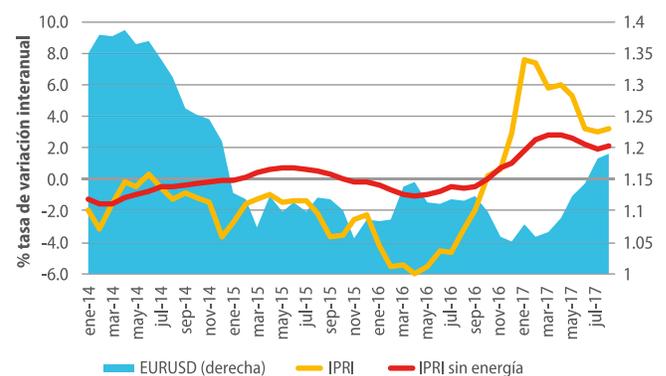
### 3. Índice de precios industriales

En el caso de los precios industriales, se ha reducido la brecha entre el indicador general y el que excluye el componente energético. Los precios industriales crecen por encima del 3% interanual, cifra que se reduce al 2% si excluimos los bienes energéticos (que crecen al 6%).

El informe más reciente del PMI manufacturero de Markit indica la intensificación de presiones inflacionistas en los costes del sector debido a la escasez de materiales y el alza de precio de las materias primas.

Gráfica 11

## Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

Según argumentaba el [anterior informe de la Eurozona de UFM Market Trends](#), un euro débil habría podido presionar al alza los precios de producción. El argumento es que los productores españoles habrían tenido que pagar más euros por adquirir productos semiterminados y materias primas en dólares. Sin embargo, a la vista del gráfico, no somos capaces de establecer una relación clara. El periodo del euro débil (EURUSD entre el 1.05 y el 1.15) se ha extendido durante dos años, conviviendo con tasas en declive y en fuerte repunte.

Estaremos atentos a los datos de los próximos meses por ver si la reciente apreciación del euro frente al dólar (desde febrero cerca de un 12% hasta final de septiembre) tiene algún impacto sobre los precios industriales.

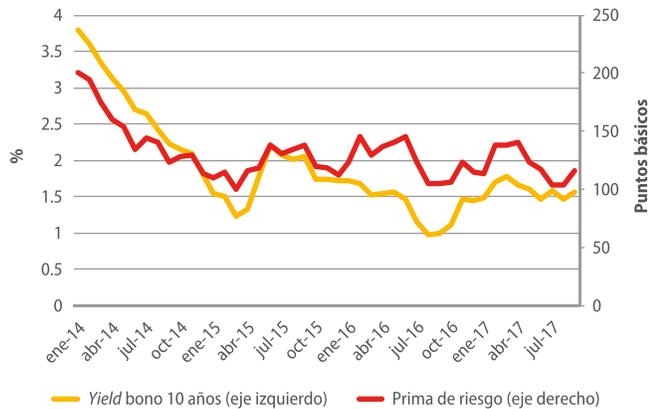
### 4. Precios de activos financieros

Pocas novedades en la rentabilidad del bono español a 10 años, pese a la volatilidad e incertidumbre generada por el referéndum catalán. La prima de riesgo ha repuntado en septiembre, y posteriormente a los sucesos en Cataluña del 1 de Octubre, pero el movimiento queda lejos de reflejar pánico en el mercado salvo la volatilidad de muy corto plazo.

Lo más destacable del tercer trimestre ha sido que el movimiento al alza que tuvieron las rentabilidades de la deuda desde el discurso de Draghi de finales de junio, quedó neutralizado. El mercado de bonos apenas ha reaccionado a las expectativas de cambios en el programa de compra de activos del BCE (*tapering*), mientras que el euro sí lo ha hecho, fortaleciéndose frente a sus pares.

Gráfica 12

## Yield del bono español y prima con Alemania



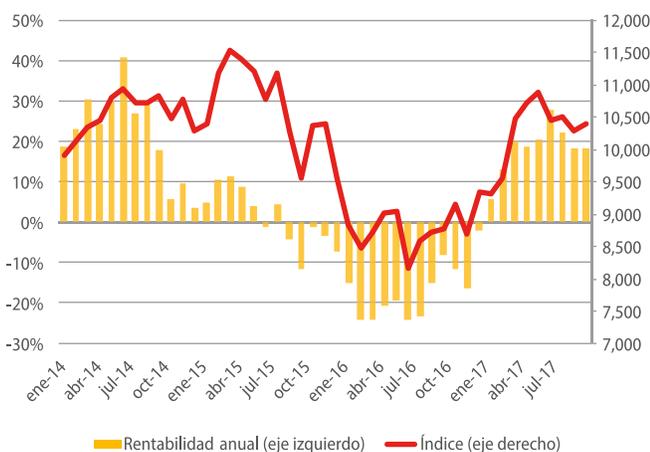
Fuente: Ministerio de Economía. Datos a fin de mes.

De los máximos en mayo el IBEX 35 ha llegado a caer más de un 10% hasta los mínimos marcados después del 1 de octubre por debajo de los 10.000 puntos. El tercer trimestre ha registrado un comportamiento ligeramente negativo, mientras que el Eurostoxx 50 sube más de un 4% (Italia ha sido la mejor bolsa de la Eurozona, con subidas del 10%, mientras Grecia ha sido la peor, con caídas del 8% tras subir un 23% en el 2T 2017).

Con datos a cierre de 3T 2017, la rentabilidad en lo que va de año queda en el 11% en el índice español (13.8% si incluimos dividendos) frente al 9.25% del principal índice europeo.

Gráfica 13

## IBEX 35



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

## 5. Tendencias en la evolución de precios

Por el momento observamos escasas presiones inflacionarias en la economía española, si bien el aumento de los precios del petróleo tendrá un impacto positivo sobre las tasas de inflación generales, en los precios de consumo y en los industriales.

En el ámbito financiero, en el tercer trimestre tanto el bono español a 10 años como el IBEX 35 han registrado un comportamiento bastante plano. El referéndum catalán, aunque su impacto visible ha sido muy limitado, sí podría ser un factor que explique parcialmente el peor desempeño relativo del índice bursátil español, frente a sus homólogos europeos.

Los factores geopolíticos, la política monetaria o la apreciación del euro han sido elementos a nivel macro que han movido los precios de los activos en el corto plazo, pero sin generar una tendencia definida.

## Crédito

### 1. Activos totales del sistema bancario

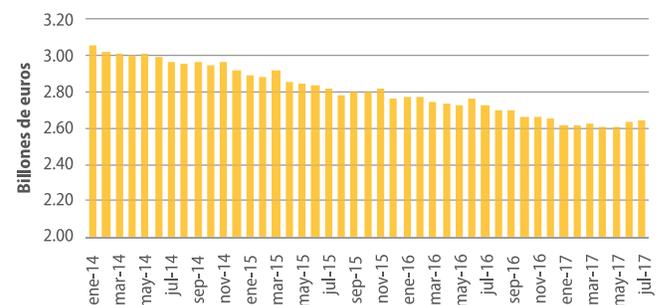
El volumen de activos del sistema crediticio ha repuntado desde mínimos de muchos años en los dos meses últimos (que cuentan con datos disponibles), alcanzando en julio niveles máximos de 2017. Todavía están por debajo de los niveles marcados en todo el año pasado, y la contracción en términos interanuales se ha reducido al 3.1%.

Como venimos diciendo en informes anteriores, pensamos que el fin del despalancamiento del sector bancario no debe de estar lejos.

- Crecimiento interanual del total de activos (julio 2017): -3.1% (-3.1% julio 2016)
- Crecimiento 3 últimos meses frente a los 3 anteriores (may-jul 2017): 0.42% (-0.97% feb-abr 2017)

Gráfica 14

## Total activos sector bancario



Fuente: Banco de España.

### a. Activos de dudoso cobro

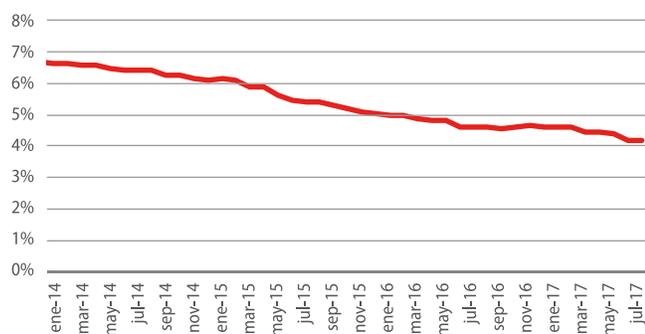
El ritmo de reducción de activos dudosos ha desacelerado en los últimos trimestres. El porcentaje sobre el total de activos se reduce paulatinamente.

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

- Crecimiento interanual activos dudosos (julio 2017): -12.2% (-17.1% julio 2016)
- Porcentaje de activos dudosos respecto al total (julio 2017): 4.2% (4.6% julio 2016)

Gráfica 15

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



Fuente: Banco de España.

## 2. Financiación a empresas no financieras

Los últimos meses de los que disponemos datos dan cuenta de un deterioro en la evolución positiva que venía marcando la financiación a las empresas. En el [anterior informe](#) señalábamos la aceleración en esta rúbrica, y que las tres categorías (préstamos bancarios domésticos y del exterior, además de los valores distintos de acciones) contribuyeron positivamente al crecimiento de la financiación.

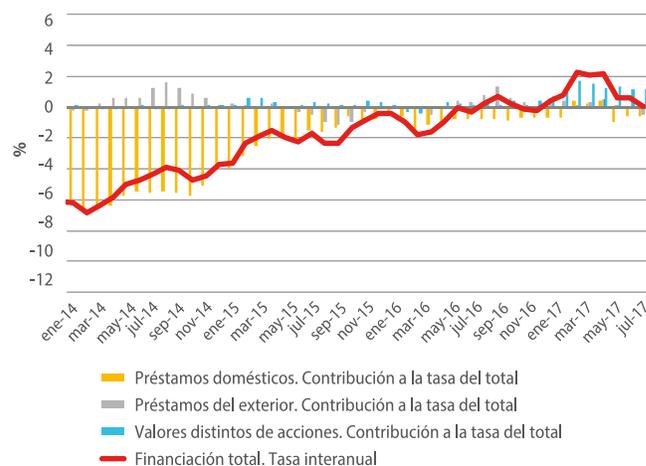
Sin embargo, desde junio a agosto observamos tasas interanuales negativas en los préstamos domésticos, tras haber registrado en los tres anteriores meses sus primeras tasas positivas desde 2009. Por otro lado, los préstamos del exterior han sorprendido en agosto con una tasa del -1.7%, desde números positivos los anteriores meses. Solo la partida de valores distintos de acciones mantiene su contribución positiva<sup>1</sup>.

La recuperación del crédito empresarial en términos de crecimiento del stock anual parece frágil.

<sup>1</sup> Esta partida tan solo representa alrededor del 10% del total de la financiación a las empresas. Más del 60% se corresponde a "emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos" (Banco de España).

Gráfica 16

### 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.

Debemos señalar que en el [anterior informe](#) se incluyeron en este gráfico datos de enero 2014 y 2015 que parecían ser anómalos. No fue error nuestro, sino que posteriormente el Banco de España revisó estos datos, que son los que aquí quedan representados.

- Crecimiento interanual de la financiación a empresas (agosto 2017): +0.03% (+0.27% agosto 2016)

## 3. Crédito a familias

El stock de crédito a las familias continúa en fase contractiva en términos interanuales. Las tasas negativas están prácticamente estancadas desde marzo en el entorno del -1%.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (agosto 2017): -1.1% (-1.6% agosto 2016)

Gráfica 17

### 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

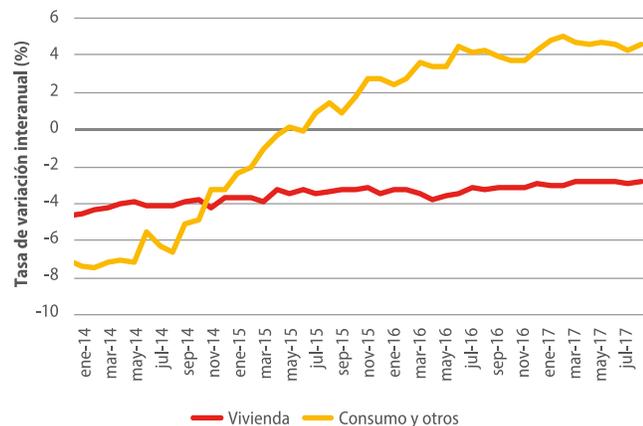
La evolución del crédito a los hogares viene principalmente determinada por el componente de vivienda, que pesa actualmente algo más del 75% del total.

El crecimiento en los préstamos al consumo se ha estabilizado por encima del 4%. El ritmo de contracción del stock de préstamos para vivienda está prácticamente estancado, a medida que todavía se van digiriendo los excesos de la pasada burbuja inmobiliaria. En otras palabras, mientras las nuevas hipotecas sobre vivienda crecen a buen ritmo (en número, un 11% interanual en el acumulado de enero a julio 2017; en términos de capital prestado, un 17.6%), la amortización de deuda contraída en el pasado continúa siendo superior.

- Crecimiento interanual stock crédito a vivienda (agosto 2017): -2.82% (-3.22% agosto 2016)
- Crecimiento interanual nuevas hipotecas sobre vivienda 3 últimos meses, capital prestado (may-jul 2017): 24.7% (16.6% may-jul 2016)
- Crecimiento interanual stock crédito al consumo y otros (agosto 2017): 4.55% (4.26% agosto 2016)

Gráfica 18

### Desagregación del crédito a familias



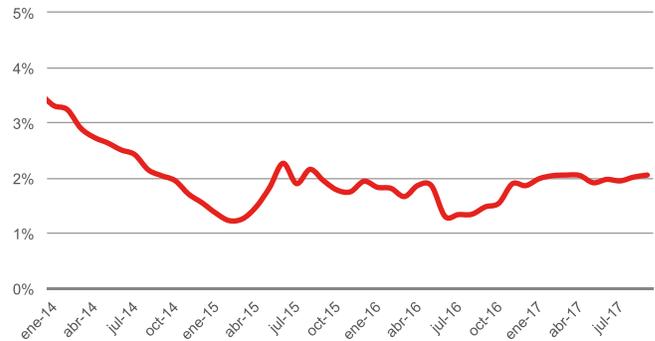
Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

### 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 (invirtiendo a largo plazo mediante deuda de corto). Este ha permanecido estable alrededor del 2% desde comienzos de año hasta finales de septiembre.

Gráfica 19

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



Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg. Datos a fin de mes.

Sin embargo, los datos de frecuencia mensual ocultan la volatilidad que ha existido en este indicador. Por un lado, como comentamos en el [anterior informe](#) y más arriba, el discurso *hawkish* de Draghi a finales de junio elevó las rentabilidades de la deuda a largo plazo. Pero el efecto apenas duró un par de semanas, y volvió a niveles similares a antes del discurso.

Por otro lado, los sucesos relacionados con el 1 de octubre (intento de referéndum catalán) y posterior, han hecho repuntar los tipos a 10 años, mientras que la deuda a corto plazo se ha mantenido sin cambios. Pero este efecto tampoco ha sido duradero, y parte del repunte se ha corregido.

Gráfica 20

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



Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg. Datos diarios desde el comienzo de 2T hasta el 6 de octubre.

## 5. Margen de intereses de la banca y tipos de interés

Una de las ideas más repetidas en los últimos años ha sido la de que la fase de bajísimos tipos de interés en la que estamos inmersos, es nefasta para el negocio bancario, consistente en captar recursos y prestarlos obteniendo un margen por ello. Esta cuestión la analizamos en un [informe anterior](#), pero queríamos volver sobre ella. La correlación entre tipos bajos y margen de intereses de la banca bajo no es tan clara como se ha afirmado en numerosas ocasiones.

El margen de intereses es un indicador clave para analizar el desempeño del negocio de la banca, y se define como la diferencia entre lo que las entidades de depósito cobran por intereses de los activos que prestan y lo que pagan por los pasivos. En este dato influyen no solo el diferencial de intermediación (o margen de intereses unitario) que estaría más relacionado con los niveles de tipos de interés vigentes, sino también el volumen de activos de la banca y la morosidad. En un análisis reciente efectuado por un economista del Banco de España se descomponen estos tres efectos sobre la caída del margen de intereses. La conclusión es que gran parte de ésta desde 2008 se debe fundamentalmente a los efectos de la caída de volumen (desapalancamiento de la banca) y morosidad (debida a la crisis económica producida por la mala asignación y excesiva expansión de crédito durante la fase del boom)<sup>2</sup>.

Los datos de la Asociación Española de la Banca muestran que este diferencial de intermediación ha pasado del 2.24% en 2010 al 2.16% en 2016. Podríamos hablar de cierta estabilidad pese a los tipos deprimidos que han existido durante estos años.

## 6. Tendencias en la extensión de crédito

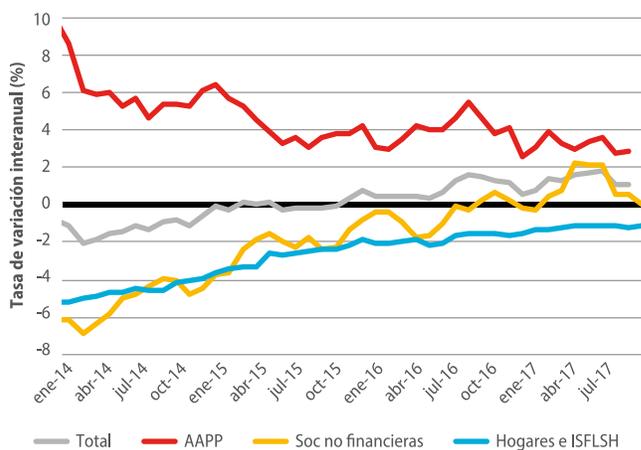
El crecimiento de la financiación agregada a los sectores no financieros se ha desacelerado ligeramente, por el comportamiento del crédito empresarial mencionado más arriba y la cierta estabilidad de las otras partidas. El único sector que apoya claramente son las Administraciones Públicas, como viene siendo la norma desde finales de 2008.

<sup>2</sup> "El margen de intereses de las entidades de depósito españolas y los bajos tipos de interés" de Jorge Martínez Pagés en el Boletín Económico 3/2017, Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2017/T3/fich/beaa1703-art19.pdf>

Véase este artículo de Enrique García: <https://inbestia.com/analisis/recuerdan-la-frase-los-tipos-bajos-estan-haciendodano-a-la-banca-la-gran-oportunidad-bursatil-que-sigue-ofreciendo-el-sector>

Gráfica 21

## 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.

En línea con lo que venimos comentando en informes previos, esperamos una gradual mejora en la concesión de crédito al sector privado en el medio plazo. Las dinámicas positivas en la actividad y el empleo, así como en la confianza de los agentes y las políticas en curso del BCE, son factores que deberían apoyar, tanto a la oferta como a la demanda de crédito. Por el contrario, por un lado, los niveles de endeudamiento son aún abultados, y por otro, la banca mantiene todavía un porcentaje elevado de activos dudosos. Además, se pueden unir temporalmente a obstaculizar este proceso de recuperación las incertidumbres políticas en torno a Cataluña. Por ello, no esperamos un repunte significativo.

- Crecimiento interanual financiación total a sectores no financieros (julio 2017): 1.02% (1.58% julio 2016)

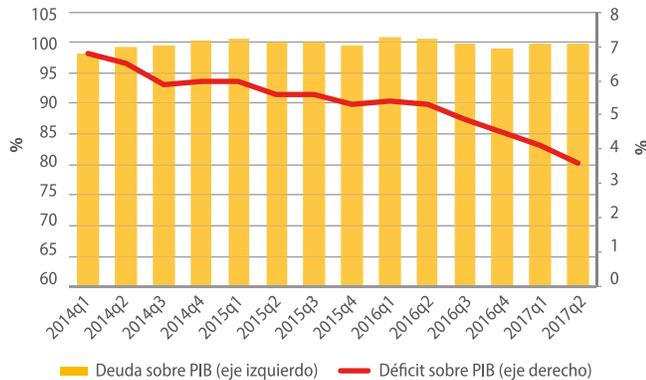
## Sector público

En el acumulado de 2017, incluyendo los dos primeros trimestres, el déficit de las Administraciones Públicas se ha reducido en un 26% interanual (-2.18% vs. 3.09% en términos de PIB). Esta evolución se explica por un aumento interanual del 4.75% de los recursos no financieros, frente a unos gastos prácticamente planos.

En el acumulado hasta finales de julio, sin incluir las Corporaciones Locales, el déficit de las AAPP ha caído un 27% interanual. En términos del PIB, esta reducción es de 1 punto porcentual, desde el 3.3% en 2016 hasta el 2.3% en el presente año.

De mantenerse el ritmo de crecimiento de ingresos y gastos hasta julio constante en lo que queda de año, y con las previsiones de crecimiento del PIB actuales, el déficit público cumpliría con los objetivos comprometidos con la Comisión Europea del 3.1%. Así, para cumplir con los compromisos debe continuar la inercia positiva de la actividad y mantener los gastos prácticamente congelados. Pensamos que es bastante probable que sí se cumpla el objetivo.

## Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

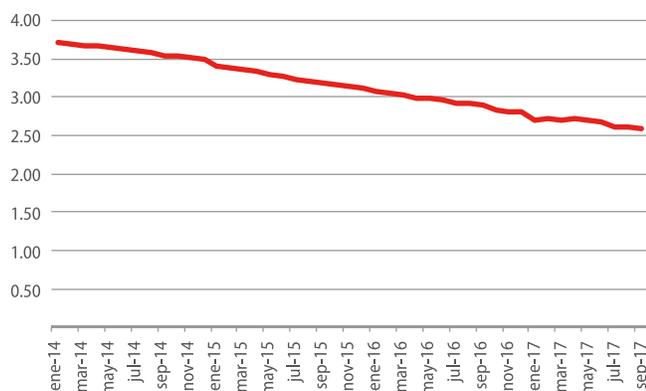
El cociente de deuda pública sobre PIB se mantiene estable en los últimos trimestres, en torno al 100%, pese al crecimiento económico sólido que aumenta el numerador.

- Acumulado del año excluyendo Corporaciones Locales hasta (julio 2017): 2.3% (3.3% julio 2016)
- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (2T 2017): 3.6% (5.3% 2T 2016)
- Deuda sobre PIB (2T 2017): 99.8% (99.9% 1T 2017)

El tipo de interés medio total de la deuda del estado ha descendido ligeramente por debajo del 2.6%, desde el 2.7% en el que permaneció durante el primer semestre de 2017. 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.

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 2017 hasta julio incluido, el superávit por cuenta corriente disminuye un 7% desde niveles altos. En términos de los últimos 12 meses hasta julio 2017, el superávit corriente está cerca del 1.8% del PIB, frente al 1.5% en el periodo del año anterior.

- Saldo cuenta corriente (acumulado ene-jul 2017): 7725 millones de euros (8319M€, ene-jul 2016)

Gráfica 24

### Saldo de la cuenta corriente

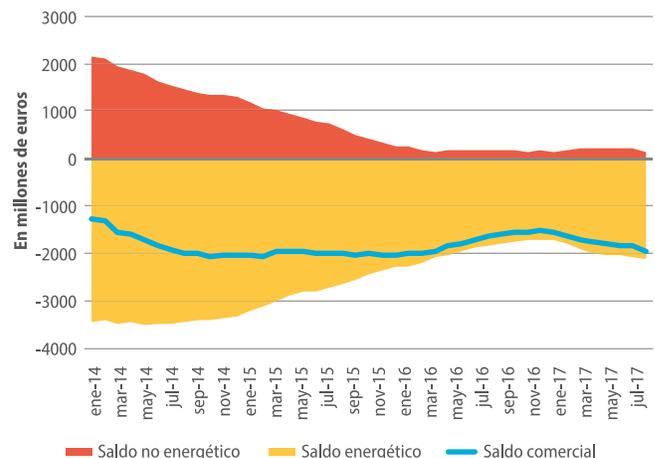


Fuente: Banco de España. Los datos son una media móvil de 12 meses.

Como explicamos en el [informe anterior](#), el aumento de los precios del petróleo comparados con el año anterior, provoca que el déficit comercial energético en 2017 aumente muy sustancialmente: un 40% interanual en el acumulado del año hasta julio. Este hecho, junto con la reducción del superávit del saldo no energético, explican que el déficit comercial se haya incrementado en un 56% frente a los primeros siete meses de 2016.

Gráfica 25

### Descomposición del saldo comercial



Fuente: Ministerio de Economía. Los datos son una media móvil de 12 meses.

En cambio, el saldo de los servicios de la cuenta corriente aumenta un 10% interanual en el primer semestre de 2017, debido principalmente al excelente comportamiento del turismo. Ello compensa parte del aumento del déficit comercial sobre la evolución de la cuenta corriente.

No obstante, sigue siendo destacable que la economía española, creciendo en torno al 3%, mantenga un saldo por cuenta corriente en superávit. Algo que, por otro lado, es absolutamente imprescindible para corregir los importantes desequilibrios exteriores que acumuló en la fase del boom de la década de los 2000, básicamente, una enorme deuda frente al exterior.

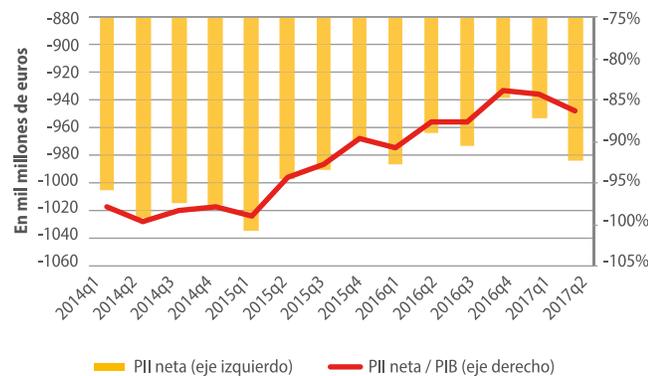
## 2. Posición financiera internacional

En el 2T 2017 aumenta la posición deudora frente al exterior, interrumpiendo el avance de los últimos años. La magnitud de este indicador muestra la fragilidad externa de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional.

- Posición financiera internacional neta/PIB (2T 2017): -86.2% (-84.3% 1T 2017)

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 julio de 2017 la diferencia entre la variación neta de activos y la de pasivos apenas cambia respecto al año anterior. Pero sí hay cambios en la composición.

Concretamente, existen grandes movimientos si desagregamos por el papel del Banco de España. Si lo excluimos, el saldo en el acumulado de enero a julio de 2017 registró un aumento de los activos netos frente al exterior (salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior) de casi 58,000 millones de euros, frente a los cerca de 37,000 millones del mismo periodo de 2016. En este aumento del saldo respecto al año anterior la principal contribución positiva fue

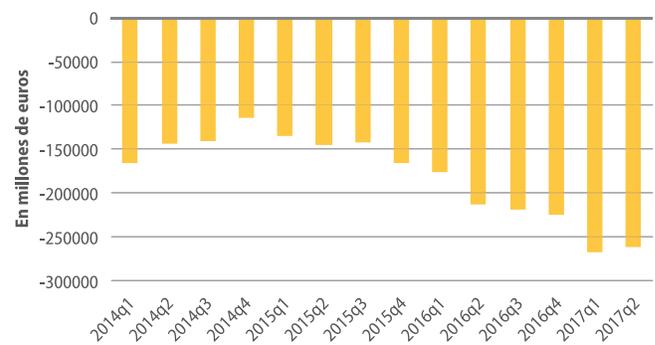
de 'otras inversiones', que incluye principalmente préstamos, repos y depósitos. Estas pasaron de 5,300 en 2016 a 27,000 millones en 2017, mientras que el resto de partidas mostraron pocos cambios.

Por otro lado, el papel del Banco de España compensó este saldo positivo con entradas de fondos por 48,500 millones. Esto se debe al aumento de la posición deudora neta del banco central español frente al Eurosistema, cuyo origen principal es el programa de compras del BCE.

No obstante, esta posición deudora neta del Banco de España se ha reducido ligeramente en el 2T 2017 frente al trimestre anterior, y representa el 23% del PIB.

Gráfica 27

### Posición neta del Banco de España frente al Eurosistema

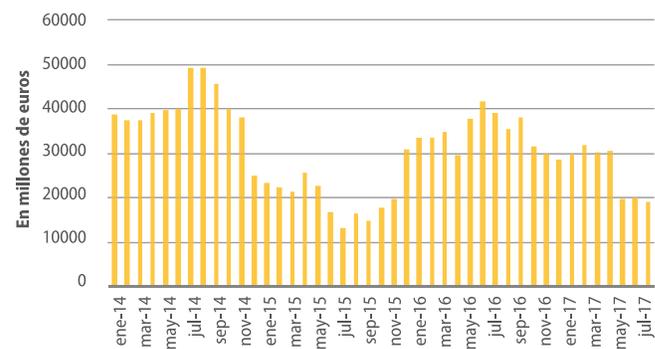


Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

La evolución reciente de la inversión directa en España se ha deteriorado, principalmente por el mal dato de mayo. En el periodo de tres meses de mayo a julio las entradas netas han sido de 194 millones de euros, frente a los 11,647 del mismo periodo del año anterior.

Gráfica 28

### Entradas netas por Inversión directa en España



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

Nota: Los datos utilizados son los más recientes al 6 de octubre del 2017.

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.