



FOCUS

Boletín Trimestral
de Coyuntura Económica

Nº16 / Octubre / 2019

axesor

Índice

RESUMEN EJECUTIVO.	3
ESCENARIO GLOBAL:.....	5
PREVISIONES 2019-2020: PAULATINA DESACELERACIÓN.....	6

Boletín trimestral de coyuntura económica

Resumen ejecutivo.

La economía española lidera el crecimiento económico en la zona euro. Avanza un 0,4% trimestral en un entorno de significativa ralentización, en el que la eurozona ha crecido un 0,2% en el segundo trimestre de 2019, la mitad del trimestre anterior. Destaca la caída del PIB alemán del 0,1% y el parón de Italia. El *brexit* ya ha situado el crecimiento de la economía británica en negativo (-0,2%) y la abierta guerra comercial entre Washington y Pekín llevó a Estados Unidos a crecer tres décimas menos que en el primer trimestre, avanzando un 0,5%, mientras que China mantiene una tasa de crecimiento anual aún elevada, si bien ésta es la menor de las últimas tres décadas. El dinamismo de la economía española es una décima inferior al del primer trimestre, pero aún permite avanzar, aunque a un ritmo más moderado, en la corrección de la todavía elevada tasa de desempleo. No obstante, la creación de empleo ya es menos intensa.

Un factor para destacar es que el PIB español crece a un ritmo notable a pesar del crecimiento de los salarios. La subida del salario mínimo interprofesional, los progresos en la negociación colectiva y la fuerte creación de empleo han provocado que el peso de la remuneración de asalariados sobre el PIB trimestral haya aumentado siete décimas en el último año, hasta el 47,7%, mientras se reduce 0,8 puntos el Excedente Bruto de Explotación, hasta el 41,7%. Ahora bien, una variable tan importante como el consumo privado continúa perdiendo dinamismo y sigue la tendencia de desaceleración iniciada en el tercer trimestre de 2018, manteniéndose prácticamente estable en el segundo trimestre (frente al incremento del 0,2% registrado en el trimestre anterior), contribuyendo así a una menor aportación al crecimiento de la demanda interna dada la ralentización en el avance del empleo, y mostrando agotamiento y un posible giro hacia una mayor voluntad de ahorro por parte de los hogares.

Sin embargo, el menor empuje del consumo privado se compensa con el mantenimiento del consumo público

en el 0,4% (similar al trimestre anterior) y de la inversión (aunque por debajo del 0,7% del trimestre anterior), consecuencia esta última del notable descenso del componente de bienes de equipo (-1,8) y construcción (0,5%). Todo ello supone una contribución inferior en seis décimas de la demanda interna al crecimiento del PIB en el segundo trimestre. Por otra parte, el sector exterior vuelve a aportar crecimiento en vez de reducirlo, como sucedió en el trimestre anterior. La demanda externa presenta una aportación de 1 punto, seis décimas más que en el primer trimestre. La demanda interna aporta los 1,1 puntos de crecimiento restantes.

Aunque los datos anteriores apuntan a un crecimiento más equilibrado, el sector exterior afronta importantes desafíos. Durante los primeros seis meses de 2019, la capacidad de financiación de la economía española se ha reducido en 1.686 millones de euros, lo que no es ápice para que el acumulado del semestre alcance los 9.900 millones de euros, lejos eso sí de los casi 34.000 millones de euros de 2017. No obstante, tanto la cuenta corriente como de capital se mantienen en positivo, proviniendo la mayor parte de la capacidad de financiación del buen saldo mostrado por la primera (lo que no evita su desaceleración con respecto al trimestre anterior). De este modo, se confirma el mantenimiento del superávit externo, potenciando el crecimiento equilibrado, uno de los principales pilares en los que se ha basado la recuperación y que ha permitido generar la confianza necesaria en la capacidad de la economía española de crecer sin generar déficit con el exterior, coadyuvando a reducir la elevada deuda externa neta.

En los próximos trimestres, la mejora que invita al optimismo en indicadores tales como el índice de sentimiento económico las ventas minoristas, si bien no cabe olvidar el estancamiento del PMI de la industria manufacturera de agosto (que se mantiene por debajo de los 50 puntos) o la fuerte reducción en las matriculaciones de automóviles del 30% en agosto, la fuerte desaceleración en la creación de empleo y el menor consumo de energía eléctrica.

Además, el ahorro familiar en mínimos seguirá condicionando el ajuste de las decisiones de consumo de los hogares observado en el primer trimestre durante un tiempo prolongado. En segundo lugar, el consumo público debería moderarse para reducir el déficit público. Además, la inversión empresarial podría perder fuelle debido a su fuerte relación con unas exportaciones a la baja. La inversión residencial también moderaría su crecimiento teniendo en cuenta el encarecimiento observado de la vivienda. Si bien las condiciones para invertir son excelentes, habida cuenta de los beneficios de las empresas y de la disponibilidad de crédito bancario a coste mínimo, las incertidumbres por el entorno internacional y la imprevisibilidad por el marco regulatorio, tras varios años de interinidad política, harán muy difícil esperar buenas noticias en este agregado. Y es que la previsibilidad de las políticas públicas es de suma importancia para la toma de decisiones que condicionan el futuro económico, tales como la apertura de un negocio, la creación de empleo estable o la ampliación de la capacidad productiva. Pero lo es todavía mucho más si ello coincide con una revolución tecnológica en ciernes, y el replanteamiento del modelo energético, así como del proceso de globalización vivido en el mundo en los últimos cuarenta años. Finalmente, el precio del petróleo, de mantenerse en los niveles actuales, alrededor de los 60\$ por barril, sí que podría ejercer de contrapeso a todos los factores que ejercen presión a la baja sobre la demanda interna citados anteriormente, aumentando el poder adquisitivo de las familias, al situarse el precio del crudo un 20% por debajo del valor registrado hace un año.

Así, nuestra previsión de crecimiento para la economía española es del 2,0%, revisando a la baja nuestra estimación. Esta desaceleración responde a una ralentización de la demanda interna, las incertidumbres externas y la actualización de la Contabilidad Nacional publicada recientemente por el INE. Ello permitiría que la tasa de desempleo promedio se sitúe en el 13,9% de la población activa a cierre de 2019, por encima de nuestras previsiones anteriores consecuencia directa de la desaceleración económica observada.

El menor dinamismo en la creación de empleo, que en el segundo trimestre fue menos de la mitad que en el primer trimestre, la reducida tasa de ahorro y las limitaciones al gasto público derivadas del déficit harán, igualmente, más difícil el ritmo de crecimiento de la demanda interna en 2020, mermando la capacidad recaudatoria por parte del Estado, lo que condicionará aún más el margen de maniobra para acometer gasto público, sobre todo teniendo en

cuenta la obligada necesidad de reducir el déficit estructural.

El desempeño de la economía española estará, asimismo, dificultado por la incertidumbre que rodea la evolución del comercio exterior. De hecho, ya se está viendo afectado. Ante la contracción de los intercambios internacionales, las exportaciones españolas de bienes avanzan un 2% interanual en el primer semestre de 2019, casi la mitad de lo que avanzan en el trimestre anterior, no obstante, se mantienen por encima del avance de las importaciones que fue de un 1,5%. Igualmente, los ingresos del turismo registran un débil aumento, que no compensa el importe de las ventas de bienes en el extranjero. Y es que no son pocos los focos de riesgo que están detrás de la desaceleración de la economía mundial. La ralentización del comercio internacional por el recrudecimiento de la guerra comercial entre Estados Unidos y China y la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales son dos factores preocupantes a los que se suma la desaceleración de la zona euro, el principal mercado de exportación para la economía española, que ya es un hecho con el crecimiento negativo de Alemania en el segundo trimestre y es susceptible de empeorar si no hay una clara salida al *brexit*, sin que la falta de ambición de la política fiscal alemana o en el diseño de la unión monetaria inviten al optimismo sobre el futuro cercano para los países miembros de la moneda única.

En clave interna, desde 2015 España entró en un nuevo escenario de fragmentación política con dificultad para formar gobiernos estables. Los resultados de las últimas elecciones volvieron a situar a un partido con una escasa mayoría que necesitaba de numerosos apoyos. El curso político arrancó con la investidura fallida y terminó con la convocatoria de nuevas elecciones. Y sin gobierno estable, la capacidad de reacción ante un escenario económico internacional adverso o una crisis sobrevenida es muy limitada. A medio plazo esa incertidumbre acabará afectando negativamente al crecimiento potencial. Así, pese a mantener un ritmo de crecimiento moderado en el segundo trimestre que le permite crecer más de un punto por encima de la media de la eurozona, la economía española se desacelera, y de manera especialmente intensa el empleo, en el segundo trimestre. Las perspectivas a medio plazo son de desaceleración paulatina y la ralentización mundial y las incertidumbres internas anuncian un otoño complicado, siendo los riesgos claramente a la baja para el crecimiento del PIB en los próximos trimestres.

España vuelve a tener unas cuentas expansivas en 2019, fruto de la prórroga presupuestaria y de las

medidas de gasto aprobadas para 2019. Y ello pone en situación muy delicada el estado de las finanzas públicas. Aunque el déficit público siga reduciéndose hasta el 2,3%, lo hará en su totalidad por efecto del ciclo, de modo que el déficit estructural seguirá aumentando. Lo hará en un entorno en el que la deuda pública se situó a finales del primer semestre de 2019 en el 98,7% del PIB, superando los 1,2 billones de euros (una de las más elevadas del mundo) y creciendo al ritmo más elevado de los últimos tres años como resultado del deterioro de la actividad, de un menor crecimiento del PIB y del mayor gasto de las administraciones públicas.

Ante la ausencia de cualquier atisbo de tensión inflacionista (1,1% fue la tasa de inflación para el conjunto de la zona euro en julio) y con la perspectiva de que los tipos de interés se mantengan durante todo 2019 muy bajos, la política monetaria del BCE vuelve a dar alas al sector inmobiliario y a la demanda interna en general, si bien no evita la desaceleración. También al sector exterior gracias a un tipo de cambio del euro infravalorado respecto al dólar alrededor del 1,10. Es, sin embargo, la parada en seco del comercio mundial y la desaceleración de la zona euro lo que condicionará las exportaciones españolas a lo largo de 2019, que esperamos que crezcan ligeramente, pero con enorme dificultad.

Sin embargo, a pesar de que ambas políticas de demanda están orientadas hacia la expansión, son las políticas por el lado de la oferta las que, tras años sin importantes reformas, necesita la economía española para elevar su potencial de crecimiento. Y esa debería ser una de las prioridades del nuevo Gobierno. Además, si el escenario internacional se complica, bien por un recrudecimiento de las tensiones comerciales o bien por cualquier shock externo que afecte seriamente a los mercados financieros, dada su vulnerabilidad, sería muy preocupante para la economía española, porque el país no cuenta con el margen de ajuste necesario en sus políticas de demanda para intentar revertir la situación.

Escenario global.

En Europa reina el desconcierto por varios motivos, entre ellos la publicación de los últimos datos de crecimiento, que son mucho más moderados de lo esperado en la zona euro. Además, el crecimiento empieza a flaquear en Alemania, la economía más importante de la eurozona. A esto se añaden las tensiones comerciales mundiales y la incertidumbre del *brexit*.

La zona euro creció en el segundo trimestre del año un 0,2% respecto al primero, lo que supone una reducción a la mitad (el crecimiento en el primer trimestre fue del 0,4%). En la comparativa interanual, el crecimiento fue del 1,1%, una décima menos que el primer trimestre que fue de 1,2%. Las cifras señalan pues una ralentización del crecimiento en la eurozona. Esta tendencia se debe principalmente a un sector industrial más débil y a un entorno de mayor incertidumbre. Se contribuye así a una disminución de la confianza, que afectará directamente a la demanda interna, un factor clave para el crecimiento.

Entre las principales economías de la eurozona, es de señalar la situación de Alemania, cuya economía se contrajo en el segundo trimestre un 0,1% en comparación con el trimestre anterior, en el que había crecido un 0,4%. En la comparativa interanual el crecimiento fue cero. El principal motivo de esta desaceleración se debe a la reducción de las exportaciones en el segundo trimestre, acentuado con las persistentes tensiones comerciales. No obstante, el reciente impulso fiscal aprobado por el Ejecutivo de Angela Merkel nos invita a pensar en la leve corrección de esta situación en un futuro próximo.

En Italia, el escenario político empieza a dibujarse después de la incertidumbre vivida en las últimas semanas. Finalmente, el primer ministro italiano, Giuseppe Conte, ha formado gobierno con una coalición integrada por el Partido Demócrata y El Movimiento 5 Estrellas, con un reparto de ministros casi simétrico. A esta situación se suman la necesidad de aprobar unos presupuestos para 2020 y la debilidad de su economía, que en el segundo trimestre tuvo un crecimiento nulo respecto al primer trimestre, en el que el crecimiento fue de un discreto 0,1%. Esta situación plana deviene de una menor producción de los sectores industrial y agrícola, contrarrestados por el sector de servicios.

La economía de Francia, por su parte, creció en el segundo trimestre un 0,2% en la comparativa interanual, lo que supone una desaceleración con respecto al primer trimestre, en el que el crecimiento galo fue de 0,3%. Esta débil desaceleración se debe principalmente a un menor gasto de los hogares.

El principal foco de incertidumbre en Europa se centra en el *brexit* y la crisis política que está viviendo Reino Unido. Aunque mediante la ley aprobada por el Parlamento se pretende evitar una salida de la Unión Europea sin acuerdo, los socios europeos deben estar preparados para cualquier situación. Mientras tanto, la economía británica se resiente: en el segundo trimestre del año se contrajo un 0,2% en la

comparativa interanual, tras un crecimiento del 0,5% en el primer trimestre.

A la desaceleración que está sufriendo en general la eurozona se une un contexto internacional inestable, con la guerra de aranceles entre Estados Unidos y China. Este conflicto, que se inició poniendo en el punto de mira a las grandes empresas tecnológicas, está afectando de lleno a las exportaciones y sigue sin resolverse.

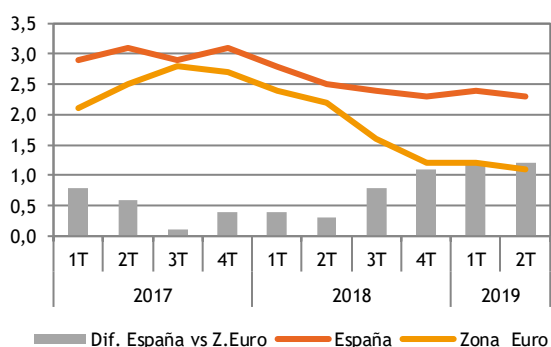
Ante el parón económico y el contexto internacional desfavorable, el BCE ha aprobado una nueva ronda de estímulos ante la ralentización económica que incluyen la reactivación del programa de compra de deuda pública y la rebaja de los tipos de interés.

Previsiones 2019-2020: paulatina desaceleración.

La economía española creció a un ritmo intertrimestral del 0,4% en el segundo trimestre de 2019, lo que permitió que el avance interanual fuese del 2,1%, una tasa una décima inferior a la del primer trimestre de 2019, pero más del doble que la zona euro (gráfico 1).

El crecimiento de la eurozona en el segundo trimestre de 2019 cayó hasta el 0,2% trimestral (1,1% interanual), lo que situó el diferencial favorable a España en el máximo de los últimos trimestres: un 1,2% (gráfico 1). Nuestras previsiones apuntan a un crecimiento del PIB en 2019 del 2% que bajará hasta el 1,8% en 2020.

Gráfico 1. Variación interanual del PIB (%).



Fuente: Eurostat.

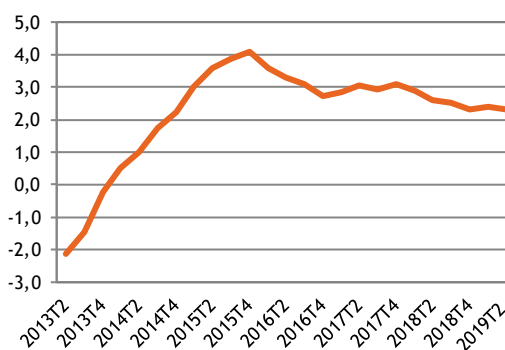
Ahora bien, España concentra dos tercios de sus exportaciones a Europa y esa es la causa de la ralentización de las exportaciones en los últimos trimestres. Si bien en el segundo trimestre se han comportado bastante bien, con un avance del 2,1% trimestral, para el conjunto de 2019, las perspectivas

para las exportaciones españolas no son muy halagüeñas. Esperamos un crecimiento del 1,8% para 2019 y una recuperación para 2020 hasta el 3,2%, debido a un ligero empeoramiento del crecimiento de la eurozona y al mantenimiento del diferencial de inflación. No obstante, la clave a medio plazo es diversificar y reducir el peso de las exportaciones a Europa. Las empresas españolas no deben confundir internacionalizarse con europeizarse y deben explorar los nuevos mercados donde crecen las clases medias y el consumo, especialmente en el este y en el sur.

El crecimiento sigue siendo intensivo en generación de empleo, con la creación neta de 480.413 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en el último año. Ahora bien, las afiliaciones a la Seguridad Social perdieron vigor en julio y aún más en agosto. Como es habitual, agosto fue un mal mes para el empleo dado el fin de la temporada estival, si bien este año ha sido especialmente negativo al ser la caída en la afiliación la más intensa en dicho mes desde 2008, de un 1,1% mensual. No obstante, la afiliación sigue creciendo en términos desestacionalizados, pero ya lo hace en los dos primeros meses del tercer trimestre a tan sólo un 0,2%, cuando en el segundo trimestre crecía a un ritmo del 0,7%. Todo ello supone la desaceleración de una décima en tasa interanual de la creación de empleo, hasta el 2,5%, la más baja desde enero de 2015.

La economía española acumula 25 trimestres de avance de la actividad económica (gráfico 2), si bien los signos de paulatina desaceleración son ya muy evidentes, como recogen los datos de afiliación conocidos de los dos primeros meses del tercer trimestre.

Gráfico 2. PIB (variación interanual en %)



Fuente: INE

La desaceleración del PIB en términos intertrimestrales se explica por el retroceso experimentado por la demanda interna, este último proveniente en su totalidad de la fuerte caída en la

inversión en equipo, así como la ralentización del crecimiento del consumo privado y del consumo público, todo ello sin olvidar la reciente actualización de la Contabilidad Nacional llevada a cabo por el INE. Ello implica que, pese al efecto favorable, derivado de un descenso en el nivel de precios, el consumo privado se moderó en términos reales, afectado por la menor intensidad en la creación de empleo, situando la contribución de la demanda interna en 1,1 puntos porcentuales en el segundo trimestre, seis menos que en el primer trimestre.

El avance en el PIB observado en el segundo trimestre también se explica a partir de la recuperación de la demanda externa, gracias fundamentalmente al menor impulso de las importaciones frente al aumento mayor de las exportaciones. La caída interanual de las importaciones del 0,9% registrada en el segundo trimestre coadyuvó a que la demanda exterior neta vuelva a aportar un punto al crecimiento del PIB anual, cifra seis décimas superior a la registrada en el primer trimestre. Las exportaciones, por su parte, avanzan un 2,1% interanual en el segundo trimestre, impulso debido casi en su totalidad al buen registro del segundo trimestre, en el que las ventas al exterior aumentaron un 2,1% sobre el trimestre anterior. Según la Organización Mundial de Comercio (OMC), el crecimiento del volumen de comercio de mercancías se reducirá hasta un ritmo del 2,6% en 2019, cuatro décimas menos que el 3% al que creció en 2018, hecho que hará más difícil un avance significativo en las exportaciones españolas de bienes y servicios en los próximos trimestres.

Desde la perspectiva de la oferta, el Valor Añadido Bruto (VAB) aumentó en el segundo trimestre en los principales sectores, excepto en la agricultura, donde cayó un 4% interanual. La industria no registró avance, lo que da muestras de las dificultades que encuentra el sector. La construcción, por su parte, aumentó un 4,3%, siete décimas menos, mientras que el sector servicios registró un crecimiento similar al trimestre precedente, del 2,9%.

La creación de empleo en la construcción, que explica uno de cada cuatro nuevos empleos en 2018, se ha frenado en seco y ha comenzado a destruir empleo este verano, eliminando el efecto estacional. Además, la superficie a construir en obra nueva, según los visados de dirección de obra, registró en mayo un descenso interanual del 2,1% frente al fuerte incremento, del 22,5%, del mes previo. Dicho retroceso fue consecuencia de la caída del componente residencial del 7,2%. El mercado inmobiliario, por su parte, da progresivamente signos de enfriamiento en España. Tanto las operaciones de

compraventa como los precios moderan su crecimiento en el segundo trimestre del año, subiendo las primeras un 5,3%, el menor ritmo en dos años, y aumentando los segundos a su tasa más baja desde 2017. En tasa trimestral, hay que remontarse a 2013 para encontrar un avance inferior al 1,2%, como reflejan los datos del INE para el segundo trimestre. Los datos del Consejo General del Notariado recogen ya en julio caídas superiores al 20%, tanto en operaciones como en hipotecas, y una caída del precio del 1% interanual. Habrá, no obstante, que esperar a los datos de los próximos meses para confirmar que se trata de un fuerte cambio de tendencia.

El mercado de las hipotecas es otro indicador que apunta a que el débil ciclo de la construcción en España tiende a agotarse. Con datos hasta junio y en tasa interanual, el frenazo del volumen hipotecado para vivienda se aprecia tanto en el número de hipotecas concedidas como también, y especialmente, en el importe medio de la hipoteca, una variable que puede anticipar la evolución de los precios.

En tasa de crecimiento interanual, el PIB se ralentizó hasta el 2,1%. La demanda nacional aportó 1,1 puntos al crecimiento, con tendencia a la baja, mientras que la contribución positiva al crecimiento de la demanda externa neta se refuerza hasta un 1%, y ello a pesar de que los países en recesión son el destino del 30% de las exportaciones españolas.

Por componentes, la reducción de la demanda interna se explica a partir de la moderación de la inversión en capital fijo hasta el 0,9% interanual, como consecuencia, en gran medida, de la caída del componente de bienes de equipo y bienes cultivados (-0,6%, frente al aumento del 7,0% del periodo enero-marzo) y, en menor medida, del menor avance de la inversión en construcción (1,9%, tasa inferior en casi un punto y medio a la del trimestre anterior). El consumo público, se mantuvo en línea con el trimestre anterior en los 2%. En sentido opuesto, el consumo privado registró en el segundo trimestre un incremento interanual del 0,8%, dos décimas inferior al del trimestre previo.

El avance de la demanda externa neta se explica, por su parte, por el repunte de las exportaciones de bienes y servicios, que pasaron de registrar un crecimiento nulo en el primer trimestre a una tasa interanual del 2,1% en el segundo, mientras que las importaciones continuaron desacelerándose a un ritmo del -0,9%.

La positiva evolución de las exportaciones se explica por el incremento de los de bienes del 3,4%, frente al estancamiento del trimestre previo, mientras que las

de servicios se desaceleraron 2,7 puntos. Por el contrario, las importaciones de servicios se desaceleraron, aunque siguen creciendo a tasas elevadas.

Los datos de Contabilidad Nacional apuntan en la misma dirección que la Encuesta de Población Activa (EPA) al avanzar el empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo un 2,5% interanual y el 0,4% trimestral, tasas inferiores en tres décimas a las del primer trimestre.

Como consecuencia de un incremento interanual del PIB inferior al del empleo, la productividad por ocupado del total de la economía se redujo el 0,3% en el segundo trimestre, tres décimas menos que entre enero y marzo (-0,6%). Por su parte, la remuneración por asalariado anotó un avance del 2%, superior en tres décimas al del trimestre precedente, de forma que los costes laborales unitarios (CLU) aumentaron el 2,3%, igual que en el trimestre anterior.

Respecto a la distribución primaria de las rentas, aumenta en el último año el peso sobre el PIB trimestral de la remuneración de los asalariados y de los impuestos netos sobre la producción y la importación, y lo hace en siete y una décima respectivamente, hasta el 47,7% y el 10,6%. Se reduce 0,8 puntos el del Excedente Bruto de Explotación, hasta el 41,7%.

Todo ello da lugar a un crecimiento económico más equilibrado en el cual la demanda interna cede parte del protagonismo a la demanda externa neta, de modo que la contribución al crecimiento de cada una esté más compensada.

Entre los indicadores cualitativos, el índice de sentimiento económico y el PMI compuesto mejoraron en agosto, indicando un mayor dinamismo de la actividad del sector privado, mientras que la confianza del consumidor ha disminuido. Entre los cuantitativos, destaca el repunte del Índice de Producción Industrial en el segundo trimestre, tras dos trimestres consecutivos de caídas (se trata del sector más afectado por los efectos de la guerra comercial de Donald Trump), así como el Índice General de Comercio al por Menor, con series deflactadas y corregidas de calendario, que en julio se aceleró medio punto, hasta el 3,1%. Esto se debió principalmente al mayor ritmo de crecimiento del componente alimenticio, de 1,6 puntos, hasta un 2%, y, en menor medida, del no alimenticio (cuatro décimas, hasta el 4,2%), lo que denota que la desaceleración del consumo seguirá siendo contenida en el próximo trimestre. No ocurre lo mismo en bienes

duraderos, concretamente en el automóvil. Las matriculaciones de automóviles, según cifras de la Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC), disminuyeron en agosto el 30,8% interanual, casi 20 puntos más que en julio. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que esta tasa está afectada por un efecto base asociado al fuerte repunte de agosto de 2018 debido al adelanto de las compras ante la entrada en vigor, el 1 de septiembre de 2018, de la normativa de medición de emisiones WLTP y RDE para partículas. En los ocho primeros meses del año, las matriculaciones de automóviles acumulan un retroceso medio anual del 9,2%, frente al incremento del 14,6% en el mismo periodo de 2018. Y es que, adversas al riesgo e incómodas si deben variar sus hábitos de consumo, las familias gastan en función de sus expectativas de renta futura. Y, en este sentido, una caída del consumo de bienes duraderos señala que sus expectativas se han deteriorado y anticipan un aumento de la tasa de ahorro por precaución y consumo débil en los próximos trimestres y ello pese al avance del empleo y de las remuneraciones salariales, en especial de aquellos trabajadores afectados por la subida del Salario Mínimo Interprofesional (SMI). Todo parece indicar que las familias españolas empiezan a ajustar su gasto a la evolución de su renta disponible y que la tasa de ahorro podría haber cambiado de tendencia, poniendo fin a una senda descendente que preocupaba y aún preocupa por el incremento de la deuda de los hogares que trae consigo.

La inflación, por su parte, aumentó una décima en julio, hasta el 0,5%, y se redujo dos décimas en agosto, según el indicador adelantado, hasta el 0,3%, manteniéndose por debajo de la de la zona euro. Nuestra previsión es que los precios aumenten un 0,8% en 2019 y un 1,3% en 2020. No se prevé un precio del petróleo por encima de los 70 dólares en los próximos meses dada la notable desaceleración de la economía mundial sobre los valores esperados al principio de 2019.

Para el conjunto de 2019, se prevé una ralentización del crecimiento del 2%. La contribución de la demanda interna caerá hasta los 2,5 puntos, cuatro décimas menos que su contribución al crecimiento del PIB tanto en 2017 como en 2018. Mantenemos también nuestra previsión de una senda de desaceleración que ya avanzábamos que tendría lugar en 2020. La economía española resistirá ese año con un crecimiento del 1,8% en un contexto de ligero repunte del crecimiento en la zona euro. Se espera un menor impulso de la demanda interna para ambos años, en consonancia con la estabilización de la tasa de ahorro de las familias, el cual repercute sobre su gasto de consumo, así como

una menor expansión del gasto público y un menor dinamismo de la inversión. Ahora bien, en un contexto de desacople de la economía española del ciclo de sus socios europeos, y tipos de interés reducidos a niveles históricos, la probabilidad de acumular nuevos desequilibrios se incrementa sustancialmente, particularmente a través del sector exterior, que mejorará por la recuperación de las economías europea y mundial y por un menor importe de las compras al exterior, resultado de la menor demanda interna.

En el caso del consumo privado, esperamos que crezca al mismo ritmo o ligeramente por debajo de lo que crezca el empleo en 2019. La desaceleración será moderada, cercana al medio punto porcentual, y esperamos un avance del 1,5%, el menor desde 2014. El consumo de los hogares acumula ya tres trimestres de desaceleración, lo que denota una clara tendencia a la baja, algo que encuentra explicación en un empeoramiento de las expectativas y en cierto agotamiento tras el esfuerzo por recuperar niveles de consumo anteriores por el efecto de la crisis, que ha llevado la tasa de ahorro de las familias a mínimos históricos. En efecto, el indicador mensual de confianza elaborado por el CIS se redujo en agosto diez puntos, hasta situarse en el nivel 86, por debajo del umbral 100 por segundo mes consecutivo, lo que constituye un indicativo de una percepción negativa de los consumidores. Dicha situación fue debida al retroceso de sus dos componentes, situación actual y expectativas. Y ello, junto con el escaso margen que deja la tasa de ahorro para incrementar el gasto de las familias, impedirá probablemente ver mejoras en el gasto familiar a pesar de factores que podrían ser favorables para ello como la subida de los salarios de los empleados públicos, del salario mínimo y de las pensiones.

La formación bruta de capital fijo, por su parte, será más débil en 2019 y en 2020. Esperamos que la caída en la inversión para 2019 afectará ligeramente más a la inversión en bienes de equipo que a la inversión en construcción. Factores tales como las muestras de debilidad que ofrece el consumo de los hogares, el ligero encarecimiento del factor trabajo, la dificultad de abrirse paso en el sector exterior en un contexto internacional cada vez más adverso para el comercio y la propia incertidumbre política llevarán a las empresas a no mantener el gasto inversor al ritmo observado en los últimos trimestres. No obstante, el tercer trimestre todavía podría ofrecer buenos niveles de inversión si atendemos a los resultados del Indicador de Confianza Empresarial elaborado por el INE, que recoge una mejora en las expectativas de las empresas.

A todo lo anterior hay que añadir la menor demanda de crédito por parte de las empresas en el primer semestre del año, que coincide con el estancamiento en el importe otorgado en nuevas operaciones de préstamos y créditos. Si el nivel agregado otorgado a hogares y sociedades cae un 0,1% interanual, la bajada es más importante en categorías tales como vivienda o crédito a empresas, con retrocesos del 3% y del 3,8% interanual. Además, el peor comportamiento en estos indicadores en julio podría traducirse en mayores caídas en el tercer trimestre. En línea con estos datos, las mayores exigencias de capital por parte del regulador a la banca española y europea podrían llevar a esta, en aras precisamente de obtener capital en el mercado que les es costoso, a ejercer la opción de reducir el crédito, buscando aun así mayor capital y mayor rentabilidad para los inversores, al disminuir riesgos y tamaño de balance. Y ello tendría lugar en un momento en el que, precisamente, la intensidad del desapalancamiento del sector privado ha permitido que la ratio deuda/PIB de las familias haya convergido a la media de la UEM, mientras que la de las empresas está ya incluso por debajo. Y esto tiene lugar justo cuando tanto los bancos como la actividad económica de las empresas mejor podrían hacer por encontrarse, generando mutuo beneficio en un marco de gestión óptima del riesgo de crédito.

Con unas desaceleraciones muy significativas en los principales mercados de exportación de la economía española y con las tensiones comerciales por las que atraviesa la economía mundial, que coincide con una ralentización generalizada del crecimiento en la inmensa mayoría de los países, las exportaciones españolas de bienes y servicios no crecerán muy por encima del 1,8% en 2019.

Por el lado de las importaciones, y pese al crecimiento previsto de la demanda interna, estimamos el manteniendo de la tendencia a la contención observada a lo largo del último trimestre de 2018. No obstante, esta positiva evolución de exportaciones y la contención de importaciones permitirá mantener el superávit por cuenta corriente, también favorecido por la nueva prórroga otorgada por el Banco Central Europeo a nuevas subidas de tipos dada la ausencia de tensiones inflacionistas en la eurozona, resultado en gran medida de la importante ralentización observada en el crecimiento en la segunda mitad de 2018. Merece la pena destacar que, a pesar del frenazo en el crecimiento del PIB europeo en el segundo trimestre de 2019 y del aumento de la demanda interna española, el diferencial de crecimiento favorable entre las exportaciones y las importaciones continuó en el segundo trimestre de 2019. Fue el cuarto más importante desde el inicio de la recuperación a finales

de 2013, lo que invitaba a mantener cierto optimismo sobre el sector exterior ya en el primer trimestre de 2019, un moderado optimismo que mantenemos al ampliarse dicho diferencial en el segundo trimestre, esta vez justificado por un aumento de las exportaciones en 1,1 puntos sobre el aumento de las importaciones. Por último, es posible que todo lo anterior empeore si el deterioro en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se acentúa y si precio del barril de petróleo Brent se mantuviese por encima de los 70 dólares el barril.

La subida de costes laborales unitarios iniciada en 2018 y prevista en mayor medida para 2019, donde podría alcanzar un incremento del 2%, tendería a apreciar el tipo de cambio real, si bien ello podría ser compensado por la continuación del proceso de paulatina apreciación del dólar respecto a la moneda única observado desde finales del verano pasado, consecuencia del diferencial de intereses y de la expansión fiscal en Estados Unidos.

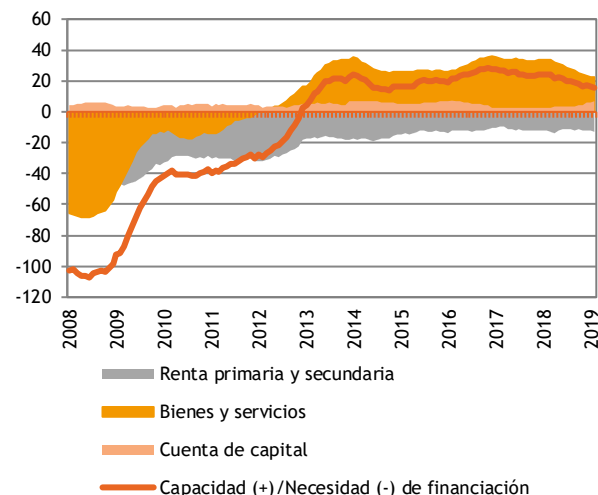
El problema reside en que en una unión monetaria no hay capacidad por parte de un país de devaluar los salarios con el tipo de cambio. Si los salarios aumentan por encima de la productividad, ello equivale a una apreciación del tipo de cambio que conlleva un efecto riqueza artificial de las familias que las conduce a aumentar su consumo y su endeudamiento, al tiempo que frena las exportaciones, dificultando la reducción de la elevada deuda exterior.

A ello habría que añadir que la política monetaria del Banco Central Europeo hoy es nociva para la economía española al ser enormemente expansiva, pues el PIB nominal de España crece muy por encima del tipo de interés del bono español a 10 años. Este cayó recientemente a su mínimo, un hecho que sigue permitiendo un favorable ajuste en la balanza de rentas primarias.

En línea con todo lo anterior preocupa la menor capacidad de financiación de la economía española observada en los últimos doce meses, frente a la capacidad de financiación observada en el conjunto de 2018, que ascendió a 29.000 millones de euros. No obstante, los datos de capacidad de financiación del país hasta junio ponen de manifiesto que el deterioro observado desde 2018 se ha frenado en los últimos meses (gráfico 4). Dicho deterioro en gran parte se debió al componente energético, pero también a la balanza comercial no energética y a los servicios no turísticos. El saldo de la balanza turística lleva dos años estancado, hecho que se explica porque mientras que la tasa de crecimiento de los extranjeros en España crece a un ritmo del 4%, la tasa de crecimiento

del gasto de los españoles en el extranjero crece a una tasa muy superior, del 12%, tendencia que de mantenerse disminuirá nuestro saldo turístico.

Gráfico 3. Capacidad/Necesidad financiación de la nación. Acumulado últimos 12 meses. Miles de millones de euros.



Fuente: Banco de España

La economía española cerró el año anterior con una deuda externa muy elevada, la cual se mantuvo en torno al 169% del PIB en el acumulado hasta junio, si bien la deuda externa neta descendió desde el 83% al 77% del PIB. Sólo el mayor aumento de las inversiones españolas en el exterior hizo que la deuda neta disminuyese. El endeudamiento bruto superó la barrera psicológica de los 2 billones de euros. Esta elevada deuda con los inversores extranjeros representa la principal vulnerabilidad de la economía española ante episodios de inestabilidad financiera internacional que, tarde o temprano, llegarán. No obstante, y según cifras avance de Balanza de Pagos, se incrementó en junio la capacidad de financiación de la economía española, al tiempo que la entrada de turistas extranjeros aumentó un 1,9% en el acumulado de los siete primeros meses del año.

La actual vulnerabilidad financiera de la economía española resulta precisamente de su elevada deuda externa. El endeudamiento de la economía española frente al exterior es causa y síntoma de los problemas estructurales. Es causa ya que expone a España a posibles crisis de refinanciación de su deuda externa y es síntoma al poner de manifiesto los enormes problemas de productividad del país. La diferencia entre los activos que los españoles poseemos en el exterior y los activos que los no residentes poseen en nuestro país (posición de inversión internacional neta)

alcanzó en el tercer trimestre de 2018 el 80,6% del PIB, alzándose la deuda externa hasta el 167% del PIB.

A pesar de la desaceleración, la economía española seguirá creando empleo y la tasa de desempleo podría bajar hasta el 13,9% en promedio en 2019, para terminar 2020 con una tasa de desempleo promedio del 13,4%, superior a nuestras últimas previsiones como consecuencia del menor crecimiento económico previsto

En 2019, se prevé un aumento de la remuneración por asalariado del 2,1%, la tasa más elevada desde el inicio de la crisis, resultado del ajuste de los salarios de los funcionarios y del salario mínimo. El incremento salarial pactado en convenios para 2019 se sitúa en el 2,2%. Al ser débil el crecimiento previsto de la productividad, los costes laborales unitarios se incrementarán un 1,7%, en línea con la media de la eurozona, lo que implicaría que, de momento, apenas se traduzca en pérdida de competitividad.

En consonancia, con la ampliación de la brecha positiva de producción y con la progresiva aceleración de los costes laborales unitarios, la inflación subyacente podría subir muy gradualmente. La inflación general se moderará en los próximos trimestres en línea con la pérdida de fuerza del componente energético a lo largo de 2019, por la estabilización del precio del petróleo.

Por lo que se refiere al estado de las cuentas públicas, estas vienen claramente condicionadas por la ausencia de gobierno, lo que deviene en una situación de cuentas prorrogadas y la pérdida de una nueva oportunidad de aprovechar el buen ritmo de crecimiento para reducir el déficit estructural. Además, están las partidas de gasto ya aprobadas por decretos, tales como son la subida del salario de los funcionarios y de las pensiones o la mejora de la protección social, que se suman al estímulo fiscal en una línea parecida a la del anterior gobierno. A todo esto, hay que sumar que los ingresos fiscales actuales se ralentizan al ritmo que se desacelera el crecimiento del PIB y del empleo, lo que resulta en la imposibilidad de cerrar el déficit estructural. Esto explica también parte de la fortaleza de la demanda interna en los tres últimos trimestres y que la política fiscal expansiva haya llevado a España a ser el único país de la unión monetaria con un déficit estructural superior al 3%. Ello, unido a la elevada deuda pública, hace a España vulnerable a escenarios de reducción del crecimiento económico, subida de tipos de interés y tormentas financieras. Además, un déficit estructural por encima del 2% limita sobremanera la capacidad de respuestas ante un choque macroeconómico ya que el efecto de

los estabilizadores automáticos llevaría rápidamente el déficit muy por encima del 3%. La economía española no se puede permitir, por tanto, ni aumentos de gasto ni reducciones de impuestos.

En 2013 España había logrado bajar su déficit público estructural hasta el 1% del PIB. Desde entonces, la economía ha crecido muy por encima de su potencial, a generando millones de nuevas oportunidades de empleo, todo ello gracias a la política monetaria ultraexpansiva del BCE. Pero en lugar de aprovechar para reducir el déficit público y la deuda en la fase alcista del ciclo, el Gobierno aumentó el déficit estructural hasta el 2,7% del PIB. Gracias a situar su déficit público nominal por debajo del 3% en 2018, España abandonó el protocolo por déficit excesivo. Sin embargo, esto no es óbice para que tenga que reducir su déficit público estructural unos 15.000 millones para cumplir el mecanismo preventivo, que contempla que el país pueda pedir relajar el ajuste el primer año en tan solo 2.000 millones, pero se verá obligado a hacerlo en unos 8.000 millones el segundo año. Nuestra previsión de déficit público para 2019 y 2020 es del 2,3% y 2% respectivamente, sin incorporar las propuestas del Gobierno incluidas en el Programa de Estabilidad recientemente remitido a la Unión Europea, al no estar todavía aprobadas por el Congreso, y teniendo en cuenta todo lo anterior, así como la ralentización de la economía y la desaceleración también en los ingresos públicos. Poco a poco, el impulso fiscal que ha disfrutado la economía española en los últimos trimestres se agota, contribuyendo también al menor crecimiento del PIB.

El menor dinamismo en la creación de empleo, la reducida tasa de ahorro que condicionará el crecimiento del consumo, el moderado pero paulatino ascenso de los tipos de interés y las limitaciones al gasto público derivadas del déficit harán más difícil el ritmo de crecimiento de la demanda interna en 2020.

Y esa demanda interna que estimamos que crezca, pero de manera más débil, en 2020 coadyuvará a mantener bajo el avance de las importaciones (hasta el 1,5%), hecho compensado en parte por un escenario de mayores oportunidades comerciales que el de 2019 y una zona euro que recupera progresivamente el paso. La demanda externa neta volvería así a contribuir al crecimiento en 2020. Finalmente, el limitado aumento de la productividad se traduciría en 2020 en una caída adicional del superávit externo, que no esperamos que se sitúe en negativo si el petróleo se mantiene en los niveles actuales como prevemos.

Los riesgos para el escenario aquí expuesto provienen tanto del exterior como del interior del país. Sin lugar

a dudas, elementos como la inconclusa guerra comercial entre Estados Unidos y China, la desaceleración y elevado apalancamiento de esta última, el elevado nivel de endeudamiento de la economía mundial y un *brexít* desordenado son factores capaces de dar rienda suelta a una crisis de confianza que puede llevar a la economía mundial a un aterrizaje brusco, caracterizado por un parón en el crecimiento mucho más intenso de lo esperado. La economía española no está preparada para esta situación, al seguir siendo muy vulnerable por su elevado déficit estructural y endeudamiento público, que dejan un escaso margen para implementar una política fiscal anticíclica.

Ahora bien, conviene recordar que la reciente volatilidad observada en las bolsas de medio mundo no ha afectado al mercado de renta fija europea y el interés de los bonos de España, Portugal o Irlanda cotiza en mínimos. Ello podría indicar que, además de la confianza que otorgan mejores calificaciones crediticias de las disfrutadas durante la crisis, los inversores ya no venden bonos de la periferia europea con tanta facilidad, y aún más a partir de ahora con un previsible gobierno europeísta y más estable en Italia, probablemente sabedores de su renovada fortaleza y de la red de seguridad que ofrece la presencia del BCE. En el caso español, el bono a 10 años cotizó recientemente a mínimos a pesar de la ausencia de gobierno. Si bien es cierto que este hecho se ha

fundamentado todos estos meses en la plena confianza de los inversores extranjeros en que habría un acuerdo para formar gobierno, confianza que ya no tienen.

En clave interna, asumiendo que el nuevo Gobierno sea capaz de ordenar la cuestión catalana de manera paulatina, el principal riesgo es no dar los pasos para elevar el crecimiento potencial del país. Aspectos tales como la tasa de desempleo estructural y la dualidad en el mercado de trabajo, el déficit público estructural, la elevada deuda externa, la falta de competencia real en el mercado de bienes y servicios, el lento avance de la productividad y el bajo nivel de gasto en I+D, la elevada desigualdad económica y social, la ausencia de planificación en la obligada transición energética y la sostenibilidad del sistema de pensiones podrían seguir sin resolverse, dañando el crecimiento potencial de la economía española y el bienestar de sus ciudadanos en los próximos años.

En resumen, pese a mantener un ritmo de crecimiento moderado en el segundo trimestre que le permite crecer más de un punto por encima de la media de la eurozona, la economía española se desacelera. Las perspectivas a medio plazo son de desaceleración paulatina, si bien la desaceleración mundial y las incertidumbres internas anuncian un otoño complicado, siendo los riesgos claramente a la baja para el crecimiento del PIB en los próximos trimestres.

Nota Legal. Condiciones de uso de este documento y su contenido:

El presente documento se ofrece únicamente con fines informativos y no puede ser considerado como una recomendación en cuanto a transacciones, inversiones, estrategias o cualquier otro tipo de decisión comercial, empresarial o jurídica. Aunque AXESOR dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información sea correcta y fiable, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que AXESOR no siempre tiene control y cuya verificación no siempre es posible, AXESOR no proporciona garantías sobre la exactitud, fiabilidad, temporalidad o adecuación de la información contenida en el documento, y declina toda responsabilidad sobre posibles errores, descuadras, falta de correspondencia u omisiones en la misma. AXESOR no garantiza la comercialidad e idoneidad del contenido de la Información para una finalidad concreta. El lector está de acuerdo en que la información suministrada por AXESOR podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a AXESOR de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. En ningún caso Axesor, sus sociedades o empresas relacionadas, o los socios, agentes o empleados de las mismas, asumirán responsabilidad por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento, incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Tanto el boletín como su contenido la recopilación/sistematización de datos, son propiedad de AXESOR, encontrándose protegido por normativa aplicable sobre Propiedad Intelectual. El acceso a la Información no implica la transmisión de ningún otro de los derechos derivados de la Propiedad Intelectual de ésta. Cualquier uso de su contenido, deberá ser previamente autorizado por escrito por la Compañía.

F ● **OCUS**

902 544 044
www.axesor.com
clientes@axesor.com

axesor