



F●CUS

Boletín Trimestral
de Coyuntura Económica

Nº17 / Enero / 2020

axesor

Índice

RESUMEN EJECUTIVO.	3
ESCENARIO GLOBAL: EL PEOR DESEMPEÑO DE LA ECONOMIA MUNDIAL EN LA DÉCADA.....	6
PREVISIONES 2019-2020: PAULATINA DESACELERACIÓN.....	7

Boletín trimestral de coyuntura económica

Resumen ejecutivo

La economía española lidera el crecimiento en la zona euro, con un avance del 0,4% trimestral y del 2% interanual. Este incremento tiene lugar en un entorno de significativa ralentización: la eurozona creció en el tercer trimestre un 0,2%, lo mismo que el trimestre anterior. El dinamismo de la economía española se mantiene con respecto al segundo trimestre y aún permite avanzar en la corrección de la todavía elevada tasa de desempleo, si bien la creación de empleo es mucho menos intensa. De crecer muy por encima de la media europea, la creación de empleo ha pasado a registrar un frenazo, con un aumento del 0,1% en el tercer trimestre, en línea con el ritmo de avance promedio en Europa. La mayor parte del crecimiento del PIB en el trimestre se explica por la mejora de la productividad y sólo una décima proviene del aumento de la ocupación.

A diferencia del trimestre anterior, el crecimiento se apoya en su totalidad en la demanda interna, que aumenta su contribución un punto, hasta 1,1 puntos, la aportación más alta al crecimiento desde el inicio de 2017. Destacan tanto el avance del consumo privado como el de la inversión en equipo. Este buen comportamiento fue, no obstante, parcialmente contrarrestado por el intenso deterioro de la demanda externa, que detrae siete décimas, frente a la contribución de 0,3 puntos del segundo trimestre.

Por lo que se refiere a la demanda interna, los datos muestran una mejora notable respecto al segundo trimestre, especialmente la formación bruta de capital, que crece un 1,7%, frente al estancamiento del trimestre anterior. Pero este avance no es homogéneo: mientras el segmento de bienes de equipo aumentó un 7,1%, la inversión en construcción anotó un importante retroceso (-2,6%), que representa la mayor caída en seis años. El gasto en consumo, por su parte, avanzó un 1%, frente al 0,1% del segundo trimestre, apoyado tanto en el gasto de las administraciones públicas (+0,9%) como, en especial, en el gasto de las familias (+1,1%).

La demanda externa, por su parte, muestra cómo mientras que las exportaciones quiebran su senda positiva y se contraen un 0,8%, su primera caída en el año, las importaciones alargan la senda de aceleración de los trimestres anteriores (+1,3% frente a 0,9% del segundo trimestre).

El aumento interanual del PIB se mantiene en el 2%. Esta estabilización del ritmo de avance de la economía contrasta con la pérdida de vigor en la UEM de una décima, hasta el 1,1%, lo que amplía el diferencial favorable a la economía española hasta los 0,9 puntos.

La demanda interna rompe la tendencia descendente del último año y aumenta su contribución al crecimiento del PIB ocho décimas, hasta 1,8 puntos, gracias al tirón de todos sus componentes, excepto la inversión en construcción.

La demanda externa tan sólo aporta dos décimas al crecimiento interanual del PIB, frente al punto que aportó en el segundo trimestre. Este intenso deterioro es debido a la aceleración de las importaciones, que, en línea con la reactivación del gasto e inversión internos y tras tres trimestres en negativo, aumentan un 2%. Están sostenidas, sobre todo, en las importaciones de bienes, con un avance del 1,9%, mientras que las de servicios, pese a crecer más, experimentan una notable ralentización de cinco puntos. Las exportaciones, por su parte, se aceleran una décima, hasta el 2,3%, impulsadas por las de bienes, con un avance del 3%.

En un contexto internacional menos favorable al comercio y con un enfriamiento de las economías de los principales socios comerciales de la economía española, es destacable que el saldo exterior sigue siendo positivo, si bien este mantiene una senda descendente. En términos acumulados de 12 meses, el saldo positivo se sitúa en 21.336 millones de euros, el 1,7% del PIB, dos décimas menos que el valor observado en el conjunto de 2018. A pesar del mal dato de la balanza por cuenta corriente, es positivo el repunte de las exportaciones, pero también el impulso de las importaciones, tanto de bienes como de servicios, en la medida en que vendría

a confirmar la recuperación del gasto interno, una vez que el intenso debilitamiento observado en el segundo trimestre parece haber remitido.

Desde el lado de la oferta, el valor añadido bruto de todos los sectores mostró tasas de crecimiento positivas, un hecho que no se observaba desde el año 2008. Se aceleraron agricultura y, sobre todo, industria, que rompió la atonía que venía registrando con un avance del 1,8%. De otro lado, se ralentiza el crecimiento de los servicios y, especialmente, el sector de la construcción, que desacelera su crecimiento casi tres puntos, hasta el 2,4% anual, el menor avance desde 2014.

La creación de empleo se frena con fuerza, tanto en términos trimestrales como interanuales (hasta el 1,8%). Es algo que no se veía desde los años 2013 y 2014. Por sectores, el mayor porcentaje de este nuevo empleo se concentra en los servicios, aunque en términos relativos sufre una significativa desaceleración, hasta el 1,9%, que es el menor ritmo de avance en los últimos cinco años. La industria es el sector con la tasa de crecimiento más elevada y el único donde se acelera hasta el 2,6%.

El índice de producción industrial de octubre cayó 0,4% mensual, si se elimina el efecto estacional. Teniendo en cuenta que aumentó con fuerza la producción de coches, la caída en el resto de los sectores fue intensa, de modo que el frenazo en la construcción de viviendas tendría efecto negativo sobre la producción industrial. El crédito a empresas y familias empezó a caer en el verano y es probable que lo siga haciendo en 2020. La nueva ley hipotecaria dificulta el acceso al crédito a una buena parte de los jóvenes con contratos temporales y precarios. El verano ha sido testigo de caídas tanto en el número de operaciones de compra venta de pisos como de concesión de hipotecas. Prevedemos que estas seguirán cayendo en los próximos meses, lo que tendrá un efecto negativo sobre la iniciación de viviendas y el empleo en el sector de la construcción.

Junto a un sector constructor menos dinámico veremos también una formación bruta de capital en bienes de equipo que sufrirá por el entorno internacional adverso para la inversión y el comercio. Esto, unido a un menor avance del consumo privado y público, se traducirá en un menor crecimiento del PIB, que estimamos que se situará en el 2% en 2019.

Al menor ritmo de avance sobre lo esperado de la demanda interna se suma la revisión de la serie histórica de la Contabilidad Nacional y de las estimaciones para la primera parte del año, que conjuntamente reducen el ritmo tendencial de crecimiento de la economía española. Ahora bien, a juzgar por los datos recientes de afiliación, el índice PMI del sector servicios, el

consumo de energía eléctrica, las ventas de grandes empresas y el consumo de cemento, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre podría superar ligeramente el 0,4% intertrimestral de los dos últimos trimestres y volver a sendas de avance más cercanas al 0,5%.

El ahorro familiar, en mínimos, seguirá condicionando durante un tiempo prolongado el ajuste de las decisiones de consumo de los hogares observado en lo que llevamos de año. 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 gubernamental, harán muy difícil esperar buenas noticias en este agregado.

Así, nuestra previsión de crecimiento para la economía española en 2019 es del 2%, con un crecimiento más equilibrado gracias a la aportación positiva de la demanda interna (a pesar de su ralentización) y a la mejora en la contribución de la demanda externa neta. Ello permitiría que la tasa de paro promedio se sitúe en el 14,1% de la población activa.

Como hemos anticipado en boletines previos, el frenazo del empleo y de la actividad ha ralentizado el ritmo de crecimiento de los ingresos públicos, lo que, dado que el gasto público sigue creciendo (y probablemente lo hará aún más con el acuerdo para un nuevo gobierno), hará más lenta y difícil la reducción del déficit público. De hecho, el déficit público subió un 15% interanual hasta octubre como resultado de la desaceleración de la recaudación por IVA y de la caída en la recaudación en el impuesto de sociedades. La recaudación por IRPF es la única que resiste por la subida de los salarios, aun creciendo menos que el año pasado.

Prevedemos que 2020 será un año de moderación del crecimiento en el que se registrará una transición hacia un crecimiento más débil tras un periodo de notable recuperación y avance económico. La economía española ha asistido a un periodo de ralentización que continuará en 2020, un año que prevemos que cerrará con un crecimiento del 1,6% del PIB. Esta moderación tendrá lugar a través de dos canales: el consumo privado y el sector exterior.

El gasto de los hogares crecía en 2017 a un ritmo del 3% anual. Nuestras últimas previsiones lo sitúan en 2019 y en 2020 en un 1% y un 1,2% interanual, respectivamente. En un inicio, la desaceleración respondía a un peor comportamiento de los bienes no duraderos, pero en los últimos trimestres la moderación del avance del consumo se explica por los bienes duraderos, que mantienen hoy una contribución negativa. Esta se debe probablemente a una desaceleración del gasto de los hogares en vehículos por un aumento de la incertidumbre regulatoria y por el reto del cambio climático, que han llevado al consumidor a posponer sus planes de gasto en vehículos. A medida que estas incógnitas se disipen, el gasto se reactivará con efecto rebote en 2020. Prevemos, así, que la demanda interna en 2020 moderará su crecimiento, aunque se mantendrá como el principal motor de la economía. Las rentas de las familias seguirán creciendo a tasas notables, alrededor del 4% nominal, gracias al repunte del avance de los salarios, que compensará la desaceleración del crecimiento del empleo. Esta favorable evolución de los ingresos permitirá que el crecimiento del consumo privado repunte ligeramente respecto a los registros de 2019. No obstante, este repunte será limitado y prevemos que las familias continúen recomponiendo su colchón de ahorro en respuesta a unas perspectivas macroeconómicas algo menos favorables. El aumento del ahorro, si bien frenará el ritmo de crecimiento de la economía a corto plazo, también permitirá dotarla de una mayor resistencia de cara al futuro.

La inversión, por su parte, prevemos que siga creciendo gracias a las razonablemente favorables perspectivas de la demanda interna y al entorno financiero acomodaticio, aunque lo hará a ritmos más débiles, de alrededor de un punto y medio anuales en 2020, como resultado de las dificultades específicas que atraviesa el sector manufacturero.

Por lo que se refiere al sector exterior, en 2020 continuarán los dos factores que mejor explican la desaceleración de la demanda exterior en los últimos trimestres, esto es, las tensiones comerciales que tienen lugar entre EEUU y China desde marzo de 2018 y la desaceleración gradual del crecimiento de la eurozona. Así, en la medida en que el crecimiento global, y más particularmente el de la eurozona, se mantenga contenido, no prevemos que las exportaciones repunten con fuerza. Por eso, el sector exterior seguirá realizando aportaciones muy modestas al crecimiento, aunque no por ello menos importantes al lograr un crecimiento de la economía más equilibrado. A ello hay que añadir que el entorno global se mantendrá como una fuente de riesgo. Las dificultades que atraviesa el sector del automóvil a nivel europeo, el *brexit* y las negociaciones

comerciales entre EEUU y China son problemas para los que todavía no se atisba una fácil y rápida solución.

Nuestra previsión de crecimiento del 1,6% para la economía española es una tasa modesta en comparación con el promedio de crecimiento del 2,5% registrado entre 2014 y 2019, pero es sustancialmente superior a la previsión de crecimiento 1% para la eurozona.

En clave interna, desde 2015 España entró en un nuevo escenario de fragmentación política que dificulta la formación de gobiernos estables. Los resultados de las últimas elecciones, celebradas en noviembre después de que no se lograra formar gobierno tras las de abril, volvieron a situar a un partido con una escasa mayoría y necesidad de numerosos apoyos. La incertidumbre política se ha mantenido durante los casi nueve meses en los que el país ha tenido un gobierno interino.

España volverá a tener unas cuentas expansivas en 2020, fruto de la prórroga presupuestaria y de las medidas de gasto aprobadas para 2019. Ello sitúa en situación muy delicada el estado de las finanzas públicas, ya que, 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 en un entorno en el que la deuda pública se situó a finales del tercer trimestre de 2019 en el 98,9% del PIB, superando los 1,2 billones de euros.

Ante la ausencia de cualquier atisbo de tensión inflacionista y con perspectiva de que se mantengan durante todo 2019 y 2020 muy bajos los tipos de interés, 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 1,1. Sin embargo, la parada en seco del comercio mundial y la desaceleración de la zona euro condicionarán las exportaciones españolas lo que queda de 2019 y a lo largo de 2020.

No obstante, 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 recrudescimiento de las tensiones comerciales o bien por cualquier shock externo que afecte seriamente a los mercados financieros y dada la vulnerabilidad de la economía española, estaríamos ante un hecho muy preocupante porque el país no cuenta con el margen de ajuste

necesario en sus políticas de demanda para intentar revertir la situación.

Escenario global: el peor desempeño de la economía mundial de la década

La economía mundial crecerá por debajo de lo previsto en 2019. Si al inicio de año la mayoría de las previsiones apuntaban hacia un avance del 3,5% o superior, hoy todo parece indicar que ni siquiera logrará un crecimiento del 3%, el menor de la década que termina y el tercer peor registro de los últimos 20 años, tras los nefastos 2001 y 2009, el año de la Gran Recesión.

No obstante, la recta final del año ha sido más positiva en tanto en cuanto se ha mejorado la visibilidad a corto plazo, pese a que las incertidumbres continúan. Dos factores han contribuido positivamente en estos últimos meses a ser ligeramente más optimistas sobre el desempeño de la economía mundial a lo largo de 2020. En primer lugar, la normalización de las relaciones comerciales entre China y Estados Unidos. Con el acuerdo recientemente sellado se podría esperar cierto retroceso de las subidas arancelarias establecidas hasta la fecha al menos hasta las elecciones para ocupar la Casa Blanca, lo que revitalizaría el comercio ayudando a unas cadenas de valor muy dañadas y animaría algunas inversiones postergadas ante el panorama comercial reciente. A ello se suma la certificación del USMCA (antiguo NAFTA) por la Cámara de Representantes de EEUU. En segundo lugar, las bajadas de tipos de interés parece que de momento no están en la agenda de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo, o al menos mientras no haya ninguna sorpresa económica negativa. La economía americana sigue ofreciendo indicadores muy sólidos, al tiempo que la economía de la eurozona recoge con alivio la estabilización reciente observada en los datos de actividad económica.

No hay atisbo de inflación en la economía mundial, ni tan siquiera en una economía sobrecalentada como es la de Estados Unidos. La Reserva Federal describió la triple bajada de tipos de interés desde julio como una política aseguradora del crecimiento económico frente a las tensiones comerciales, la baja inflación y la desaceleración de la economía mundial. Habiendo visto que la inflación no se conseguía subir este año pese a la laxitud de la política monetaria y la robustez del mercado de trabajo, el banco central de Estados Unidos se ha comprometido a mantener los tipos donde están hasta que la inflación repunte.

La subida de tipos de la Reserva Federal en 2018 y su impacto en economías emergentes, los problemas del sector del automóvil europeo, el *brexit* y la guerra arancelaria entre China y EEUU son probablemente los acontecimientos que más han perjudicado el avance de la economía mundial en 2019. En este contexto, la economía española prevemos que cierre el año con un crecimiento del 2%, ligeramente por debajo de las expectativas de principio de año. El registro, no obstante, es meritorio si se tiene en cuenta la ralentización observada en el resto del mundo y muy especialmente en nuestro principal socio comercial, la zona euro.

En el mes de diciembre, el precio del barril de petróleo Brent ha continuado aumentando en el contexto de los avances de las negociaciones comerciales entre EEUU y China y del acuerdo de la OPEP y los principales países productores para recortar la producción a principios de 2020. Si se mantiene en torno a los 72 dólares, el barril de petróleo podría cerrar el año en máximos desde el mes de mayo, proyectando nuevas subidas en el inicio del nuevo año que, de mantenerse estables en esos niveles, no deberían tener importantes efectos sobre la economía mundial.

En el mercado de divisas, el euro cerrará el año con una depreciación próxima al 3% respecto al dólar y al yen y rozando el 5% respecto a la libra esterlina. En términos de tipo de cambio efectivo nominal frente al conjunto de los países industrializados, el euro se habría depreciado un 1,8%, siendo el único factor que ha favorecido las exportaciones europeas al resto del mundo en 2019.

En los mercados bursátiles, los principales índices han aumentado en la recta final del año en un contexto de posible acuerdo comercial y a pesar de la incertidumbre sobre el *brexit*. Así, el índice Eurostoxx 50 registrará una ganancia anual acumulada cercana al 25%, mientras que la subida del S&P 500 rozará el 28%, situándose en máximos históricos.

Esperamos que el efecto riqueza, alentado por las subidas de los mercados y unido al cambio de tono de las expectativas, y el impacto real con retardo esperado de la bajada generalizada de los tipos de interés del verano mejoren los datos de crecimiento mundial en el primer trimestre del año que viene. A lo largo de los dos últimos meses del año ha aumentado la confianza en que la expansión global se prolongue, al tiempo que se han ido reduciendo las probabilidades otorgadas a una posible recesión. El crecimiento de la

economía mundial en 2020 podría ser similar al de este año, si bien con un reparto posiblemente más equilibrado, con una menor aportación de la economía estadounidense y mejoras en economías emergentes, especialmente provenientes de América Latina y de los países de la Europa emergente. En las economías avanzadas, la eurozona debería mantener un crecimiento similar al 1% previsto en 2019, mientras que la primera potencia mundial es probable que pierda algo de su actual dinamismo porque se ha disipado ya el efecto de la expansión fiscal y el ciclo económico está muy maduro. En este marco internacional, es previsible que la madurez del ciclo también provoque la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía española hasta el 1,6%.

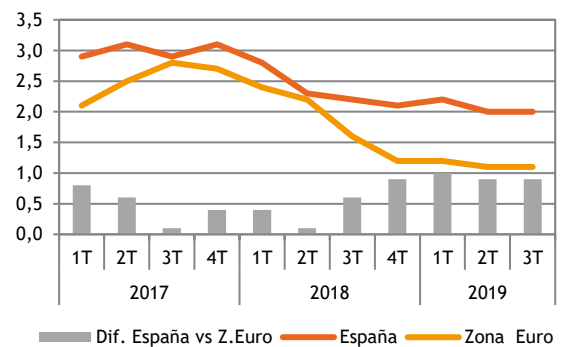
En definitiva, todo apunta a que el año que comienza dará continuidad a la desaceleración observada en 2019 en las principales economías. Ahora bien, no parece probable que el mundo entre en una recesión global. Sí que se tornará clave detener el aumento de la incertidumbre comercial y política, que ha sido el factor que más ha lastrado el crecimiento en 2019, y será esencial la capacidad de proporcionar una respuesta de política económica eficaz y ambiciosa.

Previsiones 2019-2020: paulatina desaceleración

La economía española creció a un ritmo intertrimestral del 0,4% en el tercer trimestre de 2019, lo que permitió que el avance interanual fuese del 2%, tasa idéntica a la del segundo trimestre, pero más del doble que la de la zona euro (gráfico 1). De este modo, la economía española, se encuentra en fase de desaceleración con crecimientos menores a los percibidos en los últimos años, una demanda interna más moderada y un entorno externo más exigente.

El crecimiento de la eurozona en el tercer trimestre de 2019 se mantuvo en el 0,2% trimestral (1,1% interanual), lo que situó el diferencial favorable a España en el 1,1%, el mínimo de los últimos trimestres. Nuestras previsiones apuntan a un crecimiento del PIB en 2019 del 2%, que bajará hasta el 1,6% en 2020.

Gráfico 1. Variación interanual del PIB (%).



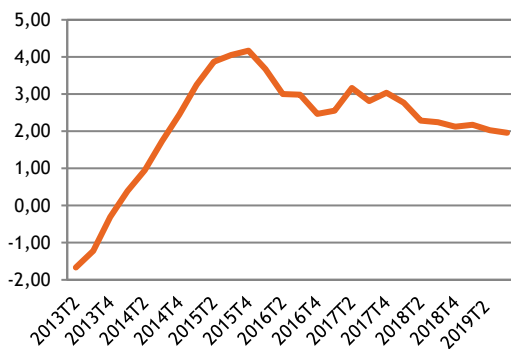
Fuente: Eurostat.

Ahora bien, España concentra dos tercios de sus exportaciones en Europa y esa es la causa del frenazo en seco de las exportaciones en los últimos trimestres. Las exportaciones de bienes y servicios cayeron un 0,8% trimestral. Para el conjunto de 2019 esperamos un crecimiento del 2,3% y para 2020, del 2,6%, debido a un ligero empeoramiento del crecimiento de la eurozona y al mantenimiento del diferencial de inflación. No obstante, la clave a medio plazo para la economía española pasa por diversificar y reducir el peso de las exportaciones a Europa.

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 noviembre, con un descenso intermensual de 53.114 afiliados, si bien el aumento con respecto al mismo mes del año anterior es un 2,3% superior, igual a lo sucedido en octubre. El número de afiliados se situó en un máximo histórico: 19.376.878 afiliados. La afiliación en el sector privado creció el 2,1% y en el sector público, el 3,3%, al igual que en octubre en ambos casos. Por sectores, se crea empleo en servicios y construcción (2,6% y 3,4% respectivamente), aunque a ritmos más moderados que en meses anteriores. La industria se mantiene en el 1,2% y la agricultura cae un 1,3% interanual.

La economía española acumula 23 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 en los cinco primeros meses del segundo semestre.

Gráfico 2. PIB (variación interanual en %)



Fuente: INE

Por lo que se refiere a la composición del crecimiento interanual, la del tercer trimestre fue muy distinta a la del segundo trimestre de 2019: la demanda interna aumentó su contribución en 0,8 puntos porcentuales, hasta los 1,8 puntos porcentuales, mientras que la demanda externa disminuyó su contribución en 0,8 puntos porcentuales, hasta los 0,2 puntos porcentuales. En este sentido, el consumo privado se recuperó de un primer semestre malo y creció un 1,1% intertrimestral (1,5% interanual) y la inversión repuntó hasta el 1,3% intertrimestral tras el bache del trimestre anterior (2% interanual, y con un repunte del 5,6% de la inversión en equipo), lo que envía una señal positiva sobre las perspectivas de demanda agregada para los próximos trimestres.

La demanda externa, por su parte, mostró un comportamiento mixto, con un mayor crecimiento de las importaciones (1,3% intertrimestral, 0,4 puntos porcentuales más que en el segundo trimestre) y una contracción de las exportaciones (-0,8% intertrimestral), que sufren el impacto de la guerra comercial y la desaceleración económica de los principales socios comerciales. Según la Organización Mundial de Comercio (OMC), el crecimiento del volumen de comercio de mercancías se reducirá hasta un ritmo del 1,2% en 2019, frente a su anterior previsión de abril de 2,6%, casi dos puntos menos que el 3% al que creció en 2018. Se trata de un 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 crece en el tercer trimestre en términos interanuales en los principales sectores. En agricultura avanza el 0,1% tras la caída de casi el 5% del trimestre anterior. En industria se acelera 1,6 puntos, hasta el 1,8%, debido principalmente al repunte de la industria manufacturera (1,2% frente al descenso del 0,3% del

segundo trimestre), mientras que la construcción y servicios modera el ritmo de crecimiento 2,8 y 0,4 puntos, respectivamente, hasta el 2,4% interanual en ambos sectores.

Los indicadores señalan que la expansión continuará a un ritmo moderado. El índice PMI compuesto de actividad global mejoró en noviembre impulsado por la evolución menos negativa de la industria y por el fortalecimiento del crecimiento del sector servicios (53,2, superior en medio punto al de octubre, y se sitúa en niveles parecidos a los de septiembre.). El sector industrial atraviesa un periodo de mayor inestabilidad, influido negativamente por el deterioro del entorno exterior. El índice PMI de manufacturas también retrocedió en octubre hasta los 46,8 puntos, en zona contractiva y casi un punto por debajo del registrado en septiembre. No obstante, noviembre ha registrado un avance, aunque todavía en zona contractiva, hasta los 47,5 puntos.

La desaceleración económica se hace más perceptible en el mercado laboral en el tercer trimestre de 2019. Según la Encuesta de Población Activa (EPA), el ritmo de creación de empleo se ralentizó hasta el 0,1% intertrimestral (en términos desestacionalizados), muy por debajo del ritmo experimentado en los últimos cuatro trimestres (0,6% en promedio). En términos interanuales, aunque el crecimiento del empleo (1,8%) fue inferior al del segundo trimestre de 2019 (2,4%), la ocupación aumentó en 346.000 personas, hasta alcanzar los 19,9 millones de ocupados.

Por otra parte, la reducción del desempleo también se ha desacelerado: el número de parados bajó en los últimos cuatro trimestres en 111.600 personas, un dato muy inferior al promedio de los terceros trimestres de los últimos cuatro años, que ascendió a 302.100, debido tanto a la menor creación de ocupación como al mayor aumento de la población activa. De esta forma, la tasa de paro se situó en el 13,9% (14,6% en el tercer trimestre de 2018), un nivel muy similar al del trimestre anterior (14%), pero que supone el mejor registro en un tercer trimestre desde el de 2008.

El empleo, en términos de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo, se incrementó en el tercer trimestre el 1,8% interanual y el 0,1% intertrimestral, tasas inferiores en siete y cuatro décimas, respectivamente, a las del segundo trimestre. Ello supone la creación de 331.500 empleos equivalentes a tiempo completo en los últimos doce meses, cifra inferior a la de los trimestres precedentes (446.500 en el segundo).

Como resultado de un incremento interanual del PIB ligeramente superior al del empleo, la productividad por ocupado del total de la economía aumenta un 0,1% en el tercer trimestre, después de cinco trimestres de descensos consecutivos (0,5% en el segundo). La remuneración por asalariado anotó un avance del 2,2%, inferior en dos décimas al del trimestre anterior, de forma que los costes laborales unitarios se desaceleran siete décimas, hasta el 2,1%.

Respecto a la distribución primaria de las rentas, aumenta dos décimas en el tercer trimestre el peso en el PIB de la remuneración de asalariados, hasta el 45,9%. Se mantiene en el 10,3% el de los impuestos netos sobre la producción y la importación y se reduce dos décimas el del excedente bruto de explotación, hasta el 43,8%.

El mercado de la vivienda ha dejado de crecer en España y nos encontramos actualmente ante un giro o cambio de tendencia. Desde 2015, superada la crisis económica, se registraban avances en el entorno del 10%, en ocasiones incluso superiores. Esto ha cambiado en 2019. En los nueve primeros meses del año, las operaciones de compraventa han descendido un 1,69%. En el mes de septiembre se cerraron 35.371 transacciones, que suponen una caída interanual del 20,76%. La vivienda nueva, no obstante, ha logrado seguir creciendo un 3,1% en los nueve primeros meses del año. 2019 será un año de retroceso en la compraventa de vivienda. Nuestra previsión es que termine con 494.904 operaciones, una caída del 3,9% interanual

El mercado de las hipotecas es otro indicador que apunta a que el débil ciclo de la construcción en España tiende a agotarse. El número de transacciones hipotecarias registró un fuerte descenso en el mes de agosto: las 20.385 realizadas supusieron una caída interanual del 29,11%. El importe total de las hipotecas también descendió hasta los 2.515,5 millones de euros constantes, una caída del 25,84% sobre el mismo mes de 2018. La hipoteca media se situó en agosto en 123.397,8 euros constantes, lo que supone un aumento del 4,61% en comparativa interanual. El mercado hipotecario, según nuestra previsión, cambiará su tendencia, pasando a registrar caídas interanuales a lo largo del segundo semestre de 2019, tanto en el número de hipotecas como en su importe agregado.

En el acumulado del año, las transacciones hipotecarias ascenderían a 345.186 mientras que el importe acumulado se elevaría hasta los 41.486,8 millones de euros, representando ambas variaciones incrementos del 0,7% y del 2,1% con respecto al conjunto de 2018, respectivamente. Teniendo en

cuenta los crecimientos de dos dígitos de los últimos años, se trata de señales de estancamiento.

Todo ello es coherente con la caída de la superficie a construir en obra nueva, que se redujo en el mes de agosto en un 14,4% respecto a un año antes, tras aumentar el 5,2% el mes anterior, debido a la evolución menos favorable de sus dos componentes. El residencial cayó un 16% -una bajada superior en 11,2 puntos a la del mes anterior- y el no residencial pasó de una tasa interanual del 54,5% en julio a retroceder un 7,4% en agosto. A ello se sumó una nueva caída en septiembre, esta del 2,8% y la cual lleva a un cierre del tercer trimestre con una caída del 1,8%. En los nueve primeros meses del año, la superficie a construir en obra nueva ha aumentado el 5%, frente al avance del 2% del año 2018 y anteriores.

En el sector industrial, el IPI, con datos corregidos de estacionalidad y calendario, disminuyó en octubre el 1,3% en tasa interanual, tras registrar tasas interanuales positivas en los seis meses anteriores. Cerró los diez primeros meses del año con un crecimiento medio anual del 0,6%, frente al 0,3% registrado en el conjunto de 2018.

Por su parte, el índice general de comercio al por menor, con series deflactadas y corregidas de calendario, mostró mayor dinamismo en septiembre, registrando una tasa interanual del 3,5%, superior en dos décimas a la del mes previo. El tercer trimestre se saldó con una variación media anual del índice general de comercio al por menor del 3,5%, superior en dos décimas a la del mes previo. Las ventas minoristas siguieron avanzando a tasas notables del 2,4% interanual en octubre, situando el aumento acumulado del año en el 2,4% en los primeros nueve meses, más de tres veces superior al incremento registrado por esta variable en 2018. Ello avanza que la desaceleración del consumo seguirá siendo contenida en el próximo trimestre, si bien no ocurre lo mismo en bienes duraderos, concretamente en el automóvil.

Las matriculaciones de automóviles, según cifras de ANFAC, aumentaron en noviembre un 2,3% interanual, cuatro puntos menos que en octubre, si bien se encadenan así tres meses de aumentos ininterrumpidos. En los once primeros meses del año, las matriculaciones de automóviles acumulan un avance medio anual del 5,7%, frente al incremento del 7% 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, un retroceso del consumo de bienes duraderos señala que sus expectativas se han deteriorado y anticipa un

aumento de la tasa de ahorro por precaución y un consumo débil en los próximos trimestres. Y todo ello tiene lugar pese al avance del empleo y de las remuneraciones salariales, en especial 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.

En cuanto a la fabricación de automóviles, las fábricas españolas registran desde el pasado mes de julio una recuperación de la producción de vehículos, alcanzando en octubre una tasa interanual del 9,6%. Esta favorable evolución está relacionada principalmente con la mejora de las ventas en el mercado europeo, donde las matriculaciones de turismos aumentaron en octubre un 8,7% respecto al mismo mes del pasado año.

La inflación, por su parte, se situó en noviembre en el 0,4% tres décimas por encima de la de octubre. Destaca la estabilidad de precios de los carburantes y los alimentos, frente a los descensos del mismo periodo de 2018. 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 un crecimiento del 2%, cuatro décimas inferior al de nuestra previsión anterior, en parte debido a que aún no estaba incorporada la importante revisión a la baja de las cifras de Contabilidad Nacional.

También se ha modificado la composición esperada del crecimiento: la aportación del sector exterior sería de 0,4 puntos porcentuales frente a la aportación negativa de una décima de la previsión anterior, mientras que la demanda nacional reduce su aportación esperada hasta los 1,6 puntos frente a los dos 2,5 puntos de la estimación anterior.

En efecto, lo que más influencia va a tener en los próximos meses es el enfriamiento del gasto de las familias y de la inversión, una tendencia ya en marcha y que se prolongará dada la elevada incertidumbre, que lleva a los hogares a ahorrar más por motivo precautorio al tiempo que las empresas se mostrarán más recelosas a la hora de invertir sus elevados excedentes financieros.

Pese a que el empleo sigue creciendo, a menor ritmo, pero avanzando y sosteniendo el consumo, no prevemos una mejora del gasto de las familias o de la inversión.

La ralentización del crecimiento no va a permitir corregir los principales desequilibrios. Si bien es cierto que la tasa de paro podría situarse alrededor del 13,5% en 2020, algo impensable en ciclos anteriores cuando se destruía empleo con tasas de crecimiento como las actuales, esta seguiría siendo la más elevada de la Unión Europea después de Grecia. El déficit público, por su parte, no bajaría del 2% del PIB, a pesar de mantener la inversión pública en tecnología, investigación y bienes de equipo en mínimos.

Las buenas noticias llegarían así desde el sector exterior, a pesar de la ralentización del comercio mundial, cuya aportación positiva al crecimiento de cuatro décimas se explicaría a partir de un aumento de las exportaciones que prevemos similar al del año pasado mientras que, en 2020, se espera una muy leve aceleración. Y todo ello en un contexto internacional marcado por el *brexit*, la guerra de aranceles y la desaceleración de las principales economías del mundo, pero en el que también se observa que el deterioro iniciado desde mediados de 2018 se está suavizando y donde los indicadores de confianza, de gestores de compra e índices de actividad disponibles hasta noviembre apuntan a un leve repunte para el cierre del año. Es lo que ocurre también en la zona euro, que logra romper la tendencia bajista del crecimiento observada en los últimos meses al mantenerse estable el crecimiento en el tercer trimestre.

Con todo, las exportaciones recuperan un poco de aire y avanzan un 6,8% en septiembre, e incluso el sector del automóvil parece haber superado su ajuste a la baja. Como las importaciones apenas aumentan, el sector exterior aportará actividad en lugar de drenarla, como avanzábamos en las anteriores previsiones. Ello permitirá, a su vez, el mantenimiento de un superávit de las cuentas externas, que podría situarse en el doble de lo previsto hace medio año. La posición competitiva de las empresas españolas, aun relativamente favorable, se confirma con los resultados de las ventas de las grandes empresas del tercer trimestre, que se aceleran hasta tasas similares a las de 2018 y que permiten compensar la pérdida de vigor de las ventas domésticas, lastradas por la debilidad del consumo y de la inversión.

En el caso del consumo privado, esperamos que crezca sustancialmente por debajo de lo que lo haga el empleo en 2019. La desaceleración será intensa,

cercana al punto porcentual, y prevemos un avance del 1%, el menor desde 2014. Y es que el consumo de los hogares, pese al notable repunte del tercer trimestre, acumula ya tres trimestres de desaceleración, lo que denota una clara tendencia a la baja 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 este sentido, el indicador mensual de confianza elaborado por el CIS aumentó en noviembre 4,1 puntos, hasta situarse en el nivel 77,4, si bien permanece alejado del umbral 100, lo que indica una percepción negativa de los consumidores. 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, tales 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 sea de alrededor de un punto porcentual, ralentizando su crecimiento hasta un 3,6%. La inversión en bienes de equipo se verá ligeramente más afectada que 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, en línea con las conclusiones del Indicador de Confianza Empresarial elaborado por el INE, que recoge un ligero empeoramiento en las expectativas de las empresas para el cuarto trimestre de 2019.

A todo lo anterior hay que añadir la menor demanda de crédito por parte de las empresas en los primeros diez meses 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 avanza un 0,6% interanual, la caída se concentra en el nuevo crédito a sociedades (-2,4%) y a vivienda (-0,88%), mientras que son el crédito al consumo y el pago aplazado a través de tarjeta los que más suben, un 4,44% y un 8,8% respectivamente. 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 un capital en el mercado que les es costoso, a ejercer la opción de reducir el crédito, buscando aunar

así mayor capital y 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 con la media de la UEM, mientras que la de las empresas está ya incluso por debajo, 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.

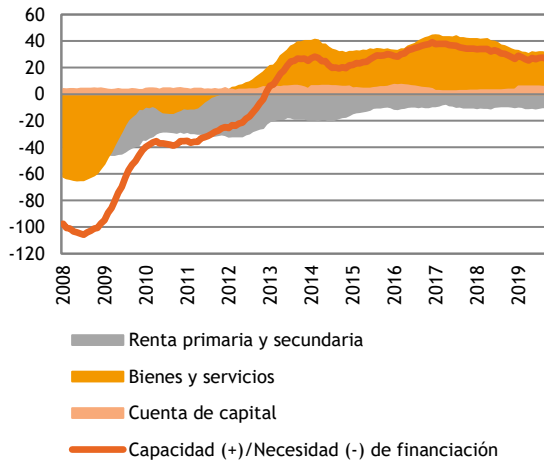
La subida de costes laborales unitarios iniciada en 2018 y prevista en menor medida para 2019, donde podría alcanzar un incremento del 0,6%, tendería a apreciar el tipo de cambio real, si bien ello podría ser compensado por la continuación del proceso de paulatina apreciación del dólar respecto a la moneda única observado desde finales del verano pasado como consecuencia del diferencial de intereses y de la expansión fiscal en Estados Unidos. Asimismo, la mayoría de los países de la zona euro están inmersos en escaladas salariales iguales o superiores a las observadas en la economía española. Mientras esto suceda, la economía no perderá competitividad por esta vía, asumiendo ínfimas mejoras de la productividad en todos los países. En una unión monetaria no hay capacidad por parte de un país de devaluar los salarios con el tipo de cambio. Un aumento de los salarios por encima de la productividad equivale a una apreciación del tipo de cambio que conlleva un efecto riqueza artificial de las familias que les 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 la política monetaria del Banco Central Europeo, que hoy es nociva para la economía española al ser enormemente expansiva. El PIB nominal de España crece muy por encima del tipo de interés del bono español a 10 años, que recientemente cayó 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 hasta septiembre. Ascendió a 27.000 millones de euros frente a la capacidad de financiación observada de 29.100 millones en 2018. No obstante, los datos de capacidad de financiación del país hasta septiembre ponen de manifiesto que el deterioro registrado desde 2018 se ha frenado en los últimos meses (gráfico 3). Este se debió en gran parte al ligero empeoramiento

de la balanza por cuenta corriente y de la balanza de rentas primaria y secundaria.

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 y que se mantuvo entorno al 171% del PIB en el acumulado hasta septiembre, si bien la deuda externa neta descendió desde el 80,6% al 79,9% del PIB. 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.

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. 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) se redujo siete décimas en el segundo trimestre de 2019.

A pesar de la desaceleración, la economía española seguirá creando empleo y la tasa de paro podría bajar hasta el 14,1% en promedio en 2019, para terminar 2020 con una tasa de desempleo promedio del 13,4%.

En 2019, se prevé un aumento de la remuneración por asalariado del 2%, 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%.

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 que ha habido existido, 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 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. Ello se suma a que los ingresos fiscales actuales se ralentizan al ritmo que se desacelera el crecimiento del PIB y del empleo y deviene en la imposibilidad de cerrar el déficit estructural. Explica además también parte de la fortaleza de la demanda interna en el último año. La política fiscal expansiva ha llevado a España a ser el único país de la unión monetaria con un déficit estructural superior al 3%, lo que, 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. La economía española no se puede permitir, por tanto, ni aumentos de gasto ni reducciones de impuestos.

Las previsiones de cierre del déficit para 2019 se sitúan en el 2,3% del PIB, tras el empeoramiento observado en la recaudación por Sociedades e IVA, que reflejan la ralentización de la economía y el crecimiento más lento en los ingresos. El pago fraccionado que adelantan las empresas en octubre cayó en 1.900 millones de euros respecto al año anterior, provocando una caída en esta rúbrica de ingresos del 6,5% en el acumulado de los diez primeros años. Mientras, el IVA se está viendo impactado en parte por el enfriamiento en las ventas de vivienda nueva, que suponen una parte importante de este tributo. Los ingresos crecen un 2,4% hasta octubre, lo que representa una desaceleración evidente respecto a las tasas del 4% registradas a principios de año. La ralentización del crecimiento y la baja inflación pesan sobre la evolución de la recaudación por IVA.

La recaudación aguantará gracias al IRPF y las cotizaciones. El primero crece a un ritmo del 5,9% interanual hasta octubre a pesar de la menor creación de empleo. Y ello es gracias a la todavía notable creación de empleo, pero también a los incrementos de sueldo. La remuneración por asalariado crecerá a un ritmo de alrededor del 2% en 2019, frente al 0,3% que registraba a finales de 2017. El aumento del salario mínimo del 22,3%, que repercute sobre algo más de un millón de trabajadores, ha impulsado estas mejoras. Aunque ello influye poco en la recaudación, sí que influyen los aumentos pactados en convenio, que ascienden hasta el 2,3% hasta octubre y que afectan a nueve millones de trabajadores. Hay además que sumar las retribuciones de los empleados públicos, con una subida del 2,5%, y el aumento del 1,6% de las pensiones.

Los ingresos obtenidos por cotizaciones a la Seguridad Social, por su parte, también experimentan un avance muy notable del 8% en lo que va de año, muy superior al 5% de 2018, en gran parte debido a las subidas de las cotizaciones (del 7% aplicadas a las máximas, del 22,3% a las mínimas afectadas por el incremento del SMI y las subidas de las cotizaciones de autónomos).

La senda de estabilidad aprobada por el Parlamento en 2017 recogía un objetivo del 1,3% del PIB, modificado en los Presupuestos de 2019 no aprobados hasta el 1,8%. Nuestra previsión sitúa el déficit público en el 2,3% del PIB para 2019, desde el 2,5% observado en 2018, que representaba un importe de 30.945 millones de euros.

En lo que se refiere a las previsiones para 2020, mantenemos la senda de desaceleración. La economía española resistiría ese año con un crecimiento del 1,6% en un contexto de ligero repunte del crecimiento en la zona euro. Se espera un menor impulso de la demanda interna 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 o igual expansión del gasto público y un menor dinamismo de la inversión.

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. Así, esperamos que el consumo privado consolide la caída de casi un punto que tendrá lugar en 2019 para pasar a crecer un reducido 1,2%, mientras que, para el consumo público, 2020 será el año de ajuste y significativa ralentización en su crecimiento que

podría situarse cinco décimas por debajo del valor observado en 2019, cayendo hasta el 1,3%.

La demanda de inversión, por su parte, también perdería vigor, desacelerándose cerca de un punto y medio, fundamentalmente explicado por el frenazo que esperamos en el sector de la construcción, que crecería un punto menos que en 2019, año que ya representará desaceleración con respecto a 2018.

La demanda externa neta, por su parte, volvería a contribuir muy ligeramente al crecimiento en 2020, fruto de un avance esperado mayor de las importaciones que de las exportaciones, tras mantenerse el incremento esperado de las primeras por debajo del 1% en 2019. Finalmente, en 2020 el limitado aumento de la productividad y el comportamiento esperado de nuestro comercio internacional con el resto del mundo se traduciría en una caída adicional del superávit externo hasta el 1,2% del PIB, siempre que el petróleo se mantenga en niveles similares a los actuales como prevemos.

En cuanto a la corrección de los principales desequilibrios de la economía española, el desempleo continuaría por encima o próximo al 13,5% y la deuda pública se situaría sin grandes cambios muy cerca del 100% del PIB. Ese nivel podría empeorar si se produce una normalización de los tipos de interés, algo que, no obstante, no parece probable, al menos hasta esa fecha.

El déficit público no es probable que baje del 2% en 2020, mientras que el déficit estructural podría empeorar una décima, hasta el 3,2% del PIB. Este desequilibrio es importante porque actualmente no es observable, al incluir partidas como las transferencias sociales, que tenderán a subir justo cuando se manifieste con más crudeza el fin del crecimiento económico y aumente el desempleo a través de los estabilizadores automáticos, algo que sucede ya con la desaceleración en ciernes pues el gasto en cobertura de los parados está aumentando de forma notable por vez primera desde la recesión. Con un gasto público que esperamos que crezca, y que podría situarse en torno al 41,6% del PIB, y unos ingresos públicos que ralentizarán su avance, pudiéndose estabilizar alrededor del 39,6% del PIB, el saldo presupuestario deficitario sería alrededor del 2% del PIB en 2020.

Como en los últimos años, una de las dificultades de la economía española reside en elevar su crecimiento potencial. La parálisis parlamentaria ha parado en seco las reformas estructurales, las cuales, cuando se pongan en marcha, tardarán varios trimestres en ver resultados. Si consideramos que el crecimiento

potencial de la economía española se sitúa alrededor del 1,5%, en 2020 estaría prácticamente creciendo a ese ritmo potencial. A partir de ahí se hará más difícil volver a crecer por encima del potencial sin reformas estructurales. El envejecimiento de la población siempre lo hará un poco más difícil, a lo que habrá que sumar la temporalidad que fomenta actualmente el marco laboral, así como las restricciones al crecimiento que introducen los desajustes en términos de cualificación personal. Aspectos tales como la tasa de paro 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.

A lo anterior se suman tres importantes riesgos a destacar. El primero es comercial. El comercio mundial de mercancías se estima que crecerá sólo un 1,2% en 2019, lo que representa el avance más lento en una década, muy por debajo del 2,6% estimado previamente. El sector exterior español representa ya el 35% del PIB, lo que evidencia la mayor dependencia de los mercados exteriores que tiene hoy la economía española, que es, tras Alemania, la que presenta una mayor apertura entre las grandes economías europeas. El riesgo de desaparición del tribunal de arbitraje de la OMC por la negativa de EEUU a renovar a sus miembros representa el fin del poder de la OMC en la resolución de conflictos, por lo que habrá una tendencia a saltarse las normas comerciales porque las resoluciones del tribunal ya no serán de obligado cumplimiento. Dentro de este riesgo comercial se incluiría también el *brexit*, todavía sin solución clara, pero con la certeza de que la economía española

estaría entre las más afectadas de la Unión Europea por el importante flujo comercial e inversor entre los dos países.

El segundo gran riesgo es político, se acaba de formar gobierno después de casi nueve meses en funciones. España fue el país con uno de los gobiernos más estables hasta 2015 de la OCDE. Hoy se ha situado en el otro extremo, con cuatro elecciones en cuatro años. Ello, unido a la cuestión catalana no resuelta, lleva asociado una incertidumbre que no facilita ni la inversión por parte de las empresas ni la confianza para tomar decisiones por parte de las familias.

Por último, está el riesgo de un aterrizaje más brusco del previsto por parte de la economía de la eurozona. Este podría tomar a la economía española con el pie cambiado y sin haber hecho los deberes de ajuste presupuestario y, en ese caso, un posible pinchazo de la burbuja de deuda europea podría aumentar la aversión al riesgo de los inversores, con el resultado de un aumento de la prima de riesgo española. De momento, el Reino de España emite bonos a 10 años al 0,4%, lo que ha permitido al Estado ahorrar 2.000 millones de euros en pagos de intereses en 2019.

En resumen, pese a mantener un ritmo de crecimiento moderado en el tercer trimestre que le permite crecer el doble de la media de la eurozona (0,4% frente a 0,2%), la economía española se desacelera y el crecimiento del empleo se ralentiza y avanza a un ritmo mucho más normalizado y “a la europea” (0,1% intertrimestral tanto en la zona euro como en España). Las perspectivas a medio plazo son de desaceleración paulatina, si bien la desaceleración mundial y las incertidumbres internas no despejan con claridad el horizonte, siendo los riesgos claramente a la baja para el crecimiento del PIB en los próximos trimestres, si bien se observan síntomas de normalización pues los riesgos son menos pronunciados.

Cuadro de previsiones anuales de la economía española.

Cuadro 1. Previsiones anuales.

(% variación media anual, salvo indicación en contrario)

Previsiones anuales	2019	2020
PIB real	2,0	1,6
Consumo final hogares	1,0	1,2
Consumo final AAPP	1,8	1,3
Formación Bruta de Capital Fijo	3,6	2,2
- Maquinaria y bienes de equipo (1)	2,4	1,9
- Construcción	3,6	2,6
Variac. existencias (contribución al crec. del PIB en pp)		
Demanda nacional	1,6	1,4
Exportaciones de b. y s.	2,3	2,6
Importaciones de b. y s.	0,8	3,0
IPC subyacente (media anual)	1,1	1,1
IPC total (media anual)	0,8	1,3
Costes laborales por asalariado (2)	0,6	0,4
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	2,3	1,6
Tasa de paro (EPA, % población activa)	14,1	13,5
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	1,7	1,2
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. excluyendo ayudas a ent. financieras (% PIB)	-2,3	-2,0

(1) Incluye FBCF en material de transporte y en otra maquinaria y bienes de equipo. (2) Remuneración media por asalariado equivalente a tiempo completo. Comprende salarios brutos percibidos por los asalariados y cotizaciones a la Seguridad Social. (3) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. (4) Según estimaciones del Banco de España.

Notal 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, descuadres, 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•CUS

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

axesor