



# FOCUS

Boletín Trimestral  
de Coyuntura Económica

Nº14 / Febrero / 2019

axesor

# Índice

RESUMEN EJECUTIVO.....	3
ESCENARIO GLOBAL. ....	4
PREVISIONES 2019-2020: PAULATINA DESACELERACIÓN. ....	6
CUADRO DE PREVISIONES ANUALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	11

# Boletín trimestral de coyuntura económica

## Resumen ejecutivo.

La economía española terminó 2018 con un crecimiento del PIB del 2,5% frente al 3% del año anterior, con una ligera aceleración en el cuarto trimestre de una décima hasta el 0,7% trimestral. El menor vigor respecto a 2017 se explica por la pérdida de protagonismo de algunos vientos de cola en los que venía apoyándose, tales como el empuje del sector turístico, el gasto embalsado durante la crisis, los bajos precios del petróleo y, en especial, el comportamiento favorable de los principales socios comerciales de España. De hecho, el empeoramiento de la economía a nivel internacional, derivado del frenazo del comercio internacional y del menor avance de la zona euro, explica, en una gran parte, la ralentización del crecimiento. No obstante, la desaceleración es menor que la observada en el resto de grandes economías de la UE, por lo que el diferencial de crecimiento del PIB se amplió en el cuarto trimestre de 2018 a favor de España.

En clave positiva cabe destacar del cuarto trimestre de 2018 la mejora de la demanda externa, el repunte de las remuneraciones salariales que ha permitido sostener el gasto en consumo de las familias y el buen momento que atraviesa el sector constructor. En clave negativa, llama la atención la ralentización del crecimiento nominal del PIB, pues frena el proceso de desendeudamiento. También es notable el deterioro de la inversión y la fragilidad del sector industrial (ambos afectados por la mayor incertidumbre y el menor dinamismo de las exportaciones). Otro aspecto preocupante es el hecho que los mayores salarios van acompañados de un deterioro de la productividad, provocando un fuerte aumento de los costes laborales unitarios, penalizando la competitividad.

El año 2019 permitirá que se prolongue el actual ciclo expansivo de la economía española, si bien nuestra previsión es de paulatina moderación de los ritmos de avance, debido, principalmente, al menor dinamismo de los mercados de exportación, de modo que el año podría cerrarse con un crecimiento promedio del 2,3% en el escenario central. Tras el ligero impulso observado en

el cuarto trimestre hemos revisado ligeramente al alza la previsión de 2019, desde el 2,2% estimado inicialmente al 2,3% actual, aunque mantenemos la tendencia de desaceleración, que continuará en 2020. Así, la economía española registrará el año que viene un crecimiento del 1,9%, una evolución meritoria, al hacerlo con una Europa con claros signos de estancamiento. A pesar del ligero repunte del PIB observado en el cuarto trimestre de 2018, indicadores adelantados tales como las ventas de coches o la inversión en bienes de equipo han perdido dinamismo y refuerzan la previsión de tendencia hacia la desaceleración para 2019 y 2020.

Pese al esperado dinamismo de la demanda interna, si se quieren mantener unas cotas de crecimiento del PIB próximas al 2,5% es necesario que las exportaciones logren un ritmo de crecimiento del 3% interanual, con el objetivo de compensar el esperado incremento de las importaciones, debido al avance de la demanda interna. Observamos una serie de indicadores recientes que puede impactar de manera preocupante al sector exterior español. Entre ellos, destacamos los siguientes: los datos relativos a la caída inesperada de las ventas minoristas en Estados Unidos en diciembre, que fue del 1,2% -en su peor registro desde 2010-; la fuerte revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para la zona euro llevada a cabo por la Comisión Europea tras conocerse el estancamiento de la economía alemana; la caída del consumo (de momento, temporal) en la Francia de los chalecos amarillos, y la recesión en Italia preocupan por su posible impacto en el sector exterior español. No obstante, salvo en el caso de ésta última, donde los problemas tienen visos de ser más estructurales, los soportes de la zona euro parecen ser relativamente sólidos, gracias a la moderación del precio del petróleo, al avance del empleo y de los salarios y a la política monetaria y fiscal expansivas.

Cosa distinta es el balance de riesgos, claramente a la baja. A la desaceleración de la economía china y sus causas reales más allá de la confrontación comercial entre el gigante asiático y Estados Unidos, sobre la que recientemente han crecido las expectativas de alcanzar

una solución, se suma el riesgo de que el gigante americano entre en recesión, al coincidir lo avanzado de su ciclo económico con el final de los efectos del estímulo fiscal previstos para 2020, siendo, de este modo, posiblemente una dificultad añadida para el impulso del comercio mundial del que necesita beneficiarse España.

Afortunadamente, la volatilidad observada en los mercados financieros a finales de 2018 se ha convertido en una evolución muy positiva, con prácticamente todas las categorías de activos presentando revalorizaciones importantes. Lo cual no es óbice para que preocupen los niveles alcanzados por ciertos valores en determinados mercados, así como el exceso de deuda, si bien por el momento los bancos centrales han logrado contener la virulencia de las oscilaciones. Siempre el lado financiero es el más vulnerable, especialmente si la deuda externa es elevada, como sucede en el caso de la economía española. También preocupa el riesgo político, ante la creciente incertidumbre que despierta el Brexit, donde todas las opciones continúan abiertas, pero también el de un Parlamento Europeo más fragmentado y más euroescéptico, fragmentación que también es un riesgo en clave interna para la propia España como resultado probable del reparto del voto en las próximas elecciones nacionales.

En 2015 España entró en un nuevo escenario de fragmentación política con dificultad para formar gobiernos estables. En menos de cuatro años se han celebrado tres elecciones generales y desde entonces se han prorrogado y retrasado los presupuestos del Estado. De momento, la inestabilidad política no está teniendo impacto en el crecimiento del PIB, ni del empleo, ni en la prima de riesgo. Pero a medio plazo esa incertidumbre acabará afectando negativamente al crecimiento potencial.

Uno de los principales efectos del rechazo a los Presupuestos por parte del Congreso es que España volverá 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 las finanzas públicas, pues aunque el déficit público siga reduciéndose hasta el 2,4%, lo hará en su totalidad por efecto del ciclo, de modo que el déficit estructural seguirá aumentando.

Ante la ausencia de cualquier atisbo de tensión inflacionista y con perspectiva de que se mantengan durante todo 2019 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. Más dificultades encontrarán las empresas españolas en el exterior donde prevemos un débil crecimiento de las exportaciones, ligeramente inferior al avance previsto de las importaciones de bienes y servicios, lo que resultará en una ligera contribución negativa de la demanda externa neta al crecimiento de la economía en 2019. La paulatina desaceleración de la demanda interna serviría para que en 2020, asumiendo un avance de las exportaciones similar al de 2019, la contribución de la demanda externa neta al menor crecimiento del PIB del 1,9% fuese ligeramente positiva.

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 un potencial de crecimiento (alrededor del 1,5%) al que podría acercarse la economía española en 2020 tras cinco años de crecimiento muy por encima de su potencial. La transformación debería llegar a la economía española independientemente del resultado en las próximas elecciones.

---

## Escenario global.

En 2018 la guerra comercial iniciada por Trump tuvo un impacto negativo sobre el comercio mundial. El crecimiento de las exportaciones mundiales en 2017 superó el 5% y en 2018 fue inferior al 4%. Ese crecimiento es la mitad que antes de la crisis en 2007. China está cambiando su modelo de crecimiento, dando un mayor peso del consumo interno y aumento de las importaciones. El gasto en consumo con pago por tarjeta y por móvil durante el año nuevo chino han crecido un 8% anual, es menos del 11% de 2018, pero sigue mostrando un dinamismo muy intenso. Aun así, la economía del dragón asiático sigue dependiendo

mucho de las exportaciones y su crecimiento se ha resentido en los últimos meses. El Gobierno chino ha bajado el impuesto sobre la renta a clases medias y bajas y el banco central sigue inyectando liquidez para aumentar el crédito. De momento las medidas no han surtido el efecto esperado, si bien mantienen un crecimiento alto.

Los datos indican con claridad que el despalancamiento en China se ha parado y que las autoridades chinas darán prioridad a intentar impulsar el crecimiento del PIB, que es el más débil desde 2009, frente a estabilizar la deuda acumulada, que se eleva a 34 billones de dólares. En China, por tanto, la bajada

de impuestos permitirá incrementar el consumo y el aumento de la deuda por parte de sus empresas hará posible elevar la inversión y el empleo, lo que debería impulsar las importaciones chinas y el comercio mundial. Si a ello se añaden las mencionadas buenas noticias que parecen llegar de las negociaciones con la delegación norteamericana sobre un posible acuerdo comercial cada vez más cercano, como se vislumbra por el retraso de la fecha límite para imponer nuevos aranceles, ello podría servir de nuevo como revulsivo a un comercio internacional que ha atravesado sus horas más bajas en los últimos meses.

EE UU mantiene el crecimiento por el tirón de la demanda interna con el empuje que supuso la bajada de impuestos del pasado año. El ciclo expansivo comenzó en la primavera de 2009 y ya es el segundo más largo de la historia. En los mercados se teme que la recesión esté cerca y eso explica el desplome de las bolsas en el último trimestre del pasado año. Pero de momento ningún indicador adelantado anticipa recesión. Eso sí, las bolsas estadounidenses vuelven a estar sobrevaloradas, especialmente las empresas tecnológicas como en 2001. Al mismo tiempo, la deuda de las familias está por encima de 2008, el déficit público estructural se encuentra próximo al 5% del PIB y la deuda pública roza el 100% del PIB. La Reserva Federal se estremeció tras la brusca caída de las bolsas en diciembre y dio señal de parar las subidas de tipos. En su última reunión, además, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió por unanimidad mantener inalterados los tipos de interés de los Fondos Federales en el rango objetivo del 2,25%-2,50%, tras aumentarlos 25 puntos básicos el pasado mes de diciembre. Del mismo modo, decidió continuar con la reducción progresiva de su balance, reinvertiendo el importe de los vencimientos mensuales que excedan de 50.000 millones de dólares.

Con todo ello, el hecho es que la tasa de paro está en mínimos, los salarios crecen 5% anual, la productividad apenas mejora y los tipos a 10 años están al 2,7%, muy por debajo del crecimiento del PIB, por lo que la política monetaria sigue siendo acomodaticia. El riesgo de que EE UU vuelva a ser un foco de inestabilidad financiera mundial cuando llegue una recesión es tan elevado ahora como en 2007.

Los mercados están apostando hoy por una Reserva Federal en modo pausa durante todo el año y en el que no se prevén nuevas subidas del precio del dinero. Pero el mercado de trabajo en Estados Unidos se mantiene en plena forma. Y si los salarios encuentran espacio para nuevos crecimientos que lleven la inflación a cotas moderadas, aunque por encima del 2%, podrían empujar a la Fed a reactivar las subidas de tipos,

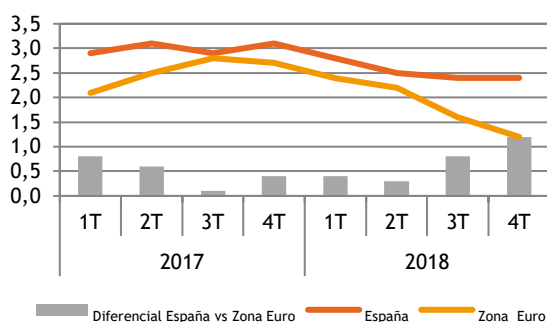
trayendo consigo inestabilidad en los mercados y endurecimiento en las condiciones financieras. Lo que podría, a su vez, reavivar las preocupaciones en torno al crecimiento de la primera economía mundial.

Europa es, de entre los grandes bloques, la economía más abierta y más dependiente de exportaciones, la que más ha sufrido hasta ahora los efectos de la guerra comercial. Italia, Alemania y Francia están estancadas y los indicadores adelantados PMI anticipan que el deterioro continúa en el primer trimestre de 2019. A esto hay que añadir el Brexit. A pocos días del evento Londres no tiene plan, pero el riesgo de choque frontal existe y su probabilidad es mayor del 25%. El crecimiento de la eurozona en el cuarto trimestre de 2018 se ralentizó hasta el 1,2% interanual, lo que situó el diferencial favorable a España en el máximo de los últimos trimestres (gráfico 1).

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidió en su última reunión mantener inalterados los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito en el 0%, el 0,25% y el -0,40%, respectivamente. El Consejo espera, asimismo, que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales hasta al menos el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la continuación de la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque cercanos, al 2% a medio plazo. Y, en relación con las medidas de política monetaria no convencional, el Consejo de Gobierno prevé continuar reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo durante un periodo prolongado tras la fecha en la que comiencen a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en cualquier caso, durante el tiempo necesario para mantener condiciones de liquidez favorables en la eurozona.

La nueva orientación de la política monetaria europea supone un nuevo impulso a la actividad económica en ausencia de tensiones de precios, que busca precisamente contrarrestar el principal desencadenante de la desaceleración global, la incertidumbre. En la medida en la que los políticos sean capaces de reducir la incertidumbre asociada al proteccionismo a escala global y al Brexit en Europa la política monetaria volverá a la normalización.

Gráfico 1. Variación interanual del PIB (%)



Fuente: Eurostat.

La economía de Japón debería crecer por encima de su potencial, que está alrededor de un 0,75%. Este bajo nivel se explica porque es un país que en la actualidad pierde población y apenas cuenta con inmigración. Entre los factores que apuntalan la economía nipona destacan un sector constructor con buenas perspectivas gracias, en parte, a las inversiones asociadas a las olimpiadas de 2020; un sector turístico también fuerte; las buenas expectativas para el consumo, dado debido al incremento de los salarios reales y el bajísimo nivel de paro, y, por último, un sector exportador que no se está viendo afectado por la guerra comercial abierta por Estados Unidos.

Por lo que se refiere a las economías emergentes, factores que pesaron sobre los activos de estos países en 2018 se han moderado o, incluso, podrían desaparecer a lo largo del año. La comentada tregua de la Fed permitirá un dólar algo más débil en términos efectivos, lo que podría beneficiar a las economías más endeudadas en dólares. Las mejores perspectivas de un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos tendrían efectos positivos en las relaciones comerciales de los emergentes, del mismo modo que un menor precio del petróleo en comparación con los niveles observados en verano ayudará a los países importadores, al reducir la inflación, un aspecto que permite apoyar el consumo, mejorar el saldo exterior y el fiscal, dando un mayor margen de maniobra a las políticas monetarias de estos países.

En el caso de los países de Latinoamérica, el desempeño de la economía china será determinante, al ser el país asiático el primer socio comercial de la zona. Si se materializa la desaceleración global, esto limitaría la recuperación de América Latina. Peores perspectivas para los precios de las materias primas, un aumento de la volatilidad financiera global y un crecimiento más débil previsto en los países desarrollados afectarían negativamente a la región que, tras crecer un 1,6% en 2018, podría expandir su

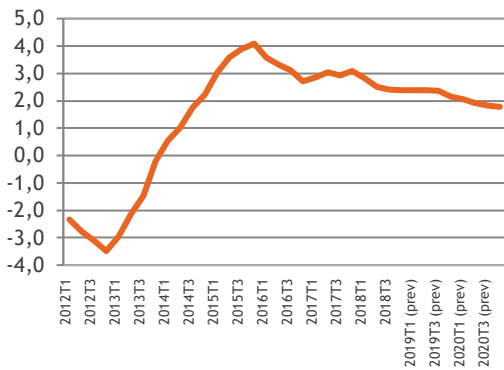
producción por encima del 2% en 2019. Los principales valedores del crecimiento de la región son economías como Perú, Chile, Colombia o Paraguay con crecimientos fuertes, mientras que crecerían de manera más moderada Brasil, México o Uruguay. La economía argentina verá probablemente como su PIB cae de nuevo en 2019, si bien podría registrar ya algún trimestre de crecimiento positivo para recuperarse posiblemente en 2020. Con escaso margen para políticas fiscales expansivas en la región, los países seguirán beneficiándose de políticas monetarias expansivas.

El precio del petróleo, por su parte, sigue su proceso de ascenso iniciado a principios de año, (superaba los 65 dólares el 15 de febrero) tras situarse a finales de diciembre alrededor de los 50 dólares por barril. Entre los factores que han impulsado la cotización del crudo cabe destacar los recortes de la producción que acordaron la OPEP y los principales productores de petróleo, que entraron en vigor a principios de enero, la menor producción de petróleo en Estados Unidos y las sanciones de Estados Unidos a Venezuela, más recientemente. Factores que actúan en sentido contrario son las señales de desaceleración económica provenientes de China así como las tensiones comerciales y la mayor incertidumbre geopolítica. Tras subir a 86 dólares en octubre y bajar hasta 51 en enero, el barril de petróleo Brent se sitúa a mitad de febrero en los mismos niveles que hace justamente un año.

## Previsiones 2019-2020: paulatina desaceleración.

La economía española creció a un ritmo intertrimestral del 0,7% en el cuarto trimestre lo que permitió que el avance para 2018 fuese de un 2,5% interanual, que, no obstante, es el menor ritmo de crecimiento desde 2014. Un crecimiento del 0,7% intertrimestral supone un ligero impulso frente al ritmo estable con tasas del 0,6% observado en los tres primeros trimestres. Pese a la desaceleración en el conjunto del año, el avance del 2,5% interanual es relativamente elevado en comparación con la eurozona. La economía española acumula 21 trimestres de avance de la actividad económica (gráfico 2) y ha vuelto a demostrar un razonable dinamismo cuando tiene tipos de interés y acceso a la financiación estable, que se traduce en un elevado potencial de crecimiento y de creación de empleo. Ahora bien, a largo plazo la riqueza de las naciones depende del crecimiento de la productividad total de los factores y ésta lleva demasiado tiempo estancada en España.

Gráfico 2. PIB (variación interanual en %)



Fuente: INE

España, como en 2001, vuelve a desacoplarse de la recesión europea y de nuevo por el crecimiento del empleo en construcción y el ciclo inmobiliario. La producción industrial en el cuarto trimestre registró intensas caídas como en Europa y el empleo industrial en la EPA cayó 1,5% anual. Mientras el empleo en construcción aumenta un 11% y el empleo público crece también con fuerza en periodo pre electoral en comunidades autónomas y ayuntamientos.

La demanda nacional mostró una mejora paulatina a lo largo de 2018, cediendo apenas una décima con respecto a 2017 y creciendo un 3% interanual (gráfico 3), muy por encima del consenso al que apuntaban las previsiones a principios de 2018. El consumo privado, por su parte, mantuvo su fuerte ritmo de crecimiento, si bien en términos nominales su avance se ralentizó, debido a una inflación más baja que la del año anterior. No obstante, su aumento volvió a ser superior al incremento de la renta disponible de los hogares, como se observa desde el inicio de la recuperación. Y todo ello ha resultado en una nueva caída de la tasa de ahorro hasta el 4,1% de la Renta Bruta Disponible, el mínimo histórico de la serie que comienza en 1999.

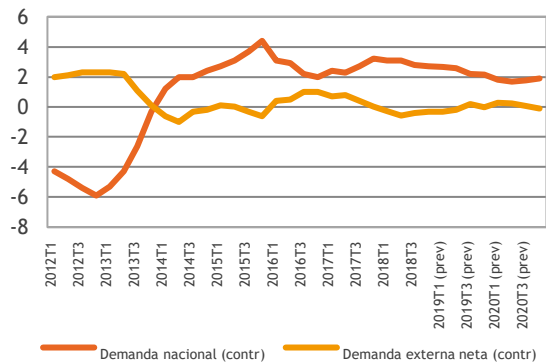
La inversión también mostró un mayor dinamismo de lo previsto, creciendo por encima del registro de 2017. Tipos de interés muy reducidos, recuperación de la tasa de rentabilidad empresarial y unos balances cada vez más saneados explican gran parte del buen comportamiento de la inversión, tanto en el segmento de bienes de equipo como en el de construcción no residencial, sobre todo obra pública. La construcción de vivienda suavizó su avance, si bien situándose aún en tasas de crecimiento elevadas.

Es, por tanto, la demanda externa neta la principal responsable de la desaceleración de la economía española, restando medio punto al crecimiento del PIB

a lo largo de 2018. Ello es el resultado de un avance de las exportaciones de bienes y servicios en 2018 tan sólo del 1,9%, frente al aumento del 3,7% de las importaciones. Sin embargo, lejos de contribuir cada vez más negativamente al crecimiento, como cabría esperar de una demanda interna que crece con fuerza mientras que el comercio internacional se estanca por la guerra comercial abierta por Estados Unidos, la demanda externa restó menos crecimiento al PIB español en la segunda mitad del año. Gracias al buen dato de avance intertrimestral de las exportaciones y al débil incremento de las importaciones, la contribución negativa al crecimiento de la demanda externa neta en el cuarto trimestre de 2018 se redujo al 0,3 interanual.

También en el cuarto trimestre, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas contribuyó de manera notable al crecimiento del PIB con un avance intertrimestral del 1,2%, el segundo mayor incremento registrado desde el inicio de la crisis allá por 2008. Consumo privado e inversión, por su parte, iniciaron sendas de desaceleración, siendo especialmente preocupante la caída intertrimestral de la inversión del 0,2%.

Gráfico 3. Demanda nacional y externa (Contribución al crecimiento %).



Fuente: INE

De hecho, la formación bruta de capital fijo, se desvaneció en el último cuarto del 2018, retrocediendo un 0,2% intertrimestral, hecho que sólo se ha observado en dos trimestres de los diecisiete transcurridos desde que comenzó la recuperación, allá por el cuarto trimestre de 2013. El deterioro de la inversión empresarial responde al incremento de la incertidumbre que han mostrado los indicadores de confianza en los últimos meses. El entorno de mayor incertidumbre, tanto interna como externa, se acumula y pasa factura al impulso inversor observado durante los dos últimos trimestres.

En 2019, se prevé un crecimiento del 2,3%, una décima más que nuestra anterior previsión, fundamentalmente motivada por la sorpresa al alza del crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2018, con un comportamiento mejor del esperado del sector exterior. Pese a la revisión ligeramente al alza, mantenemos la senda de desaceleración que continuará en 2020. La economía española resistirá ese año con un crecimiento del 1,9% en un contexto cercano al estancamiento en Europa, meritorio en mayor medida. Ahora bien, en un contexto de desacople de la economía española del ciclo de sus socios europeos, y con históricamente reducidos tipos de interés, la probabilidad de acumular nuevos desequilibrios se incrementa sustancialmente, particularmente a través del sector exterior.

Esperamos que el consumo privado crezca a niveles muy parejos a los del empleo en 2019, mientras que las exportaciones se mantienen con avances cercanos o ligeramente superiores al 2,5%.

En el caso del consumo privado, la desaceleración será suave, creciendo en torno al 2%, ya que la creación de empleo seguirá siendo notable y el escaso margen que deja la baja tasa de ahorro se compensará, en parte, con el mayor crecimiento de las rentas de los hogares resultado de factores 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. En el cuarto trimestre de 2018 cayeron con fuerza las ventas de coches. Entró en vigor una nueva regulación de emisiones y los concesionarios anticiparon muchas matriculaciones que luego se vendieron en el mercado de segunda mano. Pero en el mes de enero la tasa anual de ventas de coches a particulares siguió cayendo y empiezan a dar una señal poco clara. Tanto las ventas de coches como la inversión en equipo son indicadores adelantados que expresan expectativas y, precisamente por ello, mantenemos un escenario de desaceleración a pesar del repunte observado en el PIB en el cuarto trimestre de 2018. Un mal dato del cuarto trimestre fue precisamente la caída del 1,7% intertrimestral de la inversión en bienes de equipo, el peor dato en más de un año.

De este modo, la inversión, tanto en bienes de equipo como en construcción, también se ralentizará debido al empeoramiento de las perspectivas exportadoras ante el enfriamiento de la economía europea y mundial y de crecimiento de la demanda interna, al ligero encarecimiento del factor trabajo y a la propia incertidumbre política. El Índice de Confianza

Empresarial Armonizado descendió un 1% en el primer trimestre de 2019 respecto al cuarto trimestre de 2018, recogiendo su segunda caída trimestral, si bien esta vez también con deterioro del componente expectativas, lo que adelanta un mal trimestre para la inversión empresarial.

Otro factor que previsiblemente favorecerá la suave desaceleración es el ritmo de avance de los préstamos a particulares y empresas. Las nuevas operaciones de préstamos y créditos a hogares y empresas crecen a ritmo de dos dígitos. En términos acumulados de los últimos doce meses, el crédito a hogares para vivienda y al consumo creció en diciembre respectivamente un 14,2% y un 17,7% interanual. En el caso de las empresas el avance es del 7,9%, creciendo el doble el crédito dirigido a empresas grandes que a pymes. El enorme esfuerzo de desapalancamiento llevado a cabo en los últimos años tanto por familias como por empresas, que ha llevado a situar la deuda del sector privado respecto al PIB próxima al promedio europeo (125,1 frente a 118,6 en el tercer trimestre de 2018), favorece el aumento de estas operaciones en la actualidad que sirven para impulsar la actividad económica.

El sector que genera más dudas con relación a su comportamiento futuro es el exterior. Con una desaceleración muy significativa del principal mercado de exportación de la economía española (la UE) 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 2,5% en 2019. La subida de costes laborales unitarios iniciada en 2018 y prevista en mayor medida para 2019 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.

Por el lado de las importaciones, y pese al fuerte (aunque más moderado que en los dos últimos años) crecimiento previsto de la demanda interna, prevemos que no crezcan por encima del 2,7%, manteniendo la tendencia a la contención observada a lo largo del último trimestre de 2018. Todo ello se traduce en una previsión de ligera contribución negativa al crecimiento por parte de la demanda externa neta del 0,1%. El superávit por cuenta corriente se situaría en el 0,6% del PIB, también favorecido por la nueva prórroga otorgada por el Banco Central Europeo a las 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 cuarto trimestre y de la fortaleza de la demanda interna española, el diferencial de crecimiento entre las exportaciones y las importaciones en el cuarto trimestre de 2018 fue el quinto más importante desde el inicio de la recuperación a finales de 2013, lo que invita a mantener cierto optimismo sobre el sector exterior para el difícil año que comienza. No obstante, el dato de exportaciones de bienes de diciembre fue malo, directamente afectado por la debilidad de la economía europea, lo que explica la caída de la producción industrial en ese mismo mes del 6% anual y la destrucción de empleo observada en el sector. Además, la realidad al hacer balance del año es que el déficit comercial no energético de la economía española es el mayor de los últimos ocho años y se ha visto especialmente perjudicado por la caída de las ventas de automóviles del 10%.

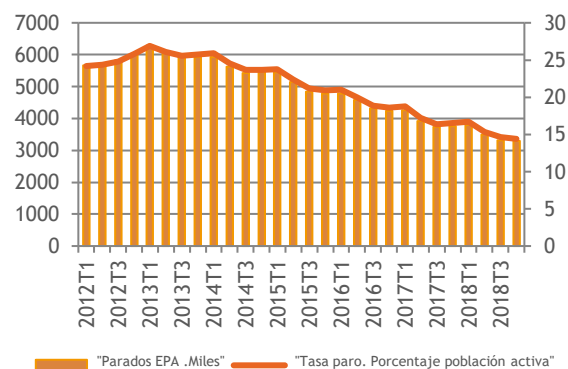
Si analizamos las importaciones de la economía española, los resultados muestran que, si bien se ha hecho un esfuerzo importante en la compra de bienes de capital, también el crecimiento de los bienes de consumo ha sido importante en los últimos años. Concretamente, en el quinquenio de la recuperación (2014-2018) las importaciones de bienes de capital alcanzaron un crecimiento acumulado del 54,1% mientras que las compras de bienes de consumo no duradero al exterior atesoraron una subida del 50,2%. Los datos, por tanto, no indican que la subida de las importaciones se centre en exceso en bienes de equipo para producir más y pagar deudas, sino más bien que se está comprando más de todo, más máquinas pero también más coches. El año 2018 registró la ralentización en el crecimiento de ambas partidas, si bien las importaciones de bienes de consumo no alimenticio crecieron ligeramente por encima de las importaciones de capital (3,5% frente a 2,8%), por lo que no se puede concluir que el déficit comercial esté sirviendo a la economía española para importar bienes de capital y tecnología capaces de elevar la productividad y la producción en trimestres venideros.

La compra de bienes de capital es uno de los elementos determinantes del crecimiento a largo plazo, al incidir de manera positiva sobre la productividad total de los factores y por lo que supone de incorporación de progreso técnico a la capacidad productiva instalada. Y esto último es importante, pues permitiría afrontar con garantías el principal desequilibrio de la economía española: la vulnerabilidad financiera, resultado 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 paro podría bajar hasta el 13,9% en promedio en 2019. La tasa media de paro en el año 2018 fue del 15,25%, en línea con nuestra previsión, siendo la menor en diez años. Bajó 1,97 puntos respecto a la de 2017, según la Encuesta de Población Activa (EPA), finalizando el año con 3,3 millones de parados, un 14,4% de la población activa (gráfico 4).

Gráfico 4. Parados (EPA) y Tasa paro (% población activa)



Fuente: INE

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 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.

Entre los Indicadores adelantados del primer trimestre, hay varias notas muy positivas que apuntan a un crecimiento trimestral de al menos el 0,6% para el primer trimestre del año. En primer lugar, el buen ritmo de creación del empleo medido a través de las afiliaciones a la Seguridad Social que crecen el 2,9% interanual en el mes de enero, tan sólo una décima por debajo de la cifra observada en el mes de diciembre. A ello se suma el buen dato de pernотaciones hoteleras, que avanza en enero un 0,4% interanual y, finalmente, el comportamiento del índice PMI compuesto de actividad global para España, que aumentó 1,1 puntos en enero, hasta el nivel 54,5, manteniéndose así entre los países de la eurozona con mayor actividad en el inicio de 2019.

Por lo que se refiere al estado de las cuentas públicas, éstas vienen claramente condicionadas por el rechazo a la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado, 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. La no aprobación de los Presupuestos situará el déficit público en el 2,4% en 2019, al no disponer el Gobierno de los ingresos necesarios para reducir el déficit público (aumento previsto del impuesto sobre sociedades y del IRPF, de la fiscalidad al diésel o de la tasa Google), y a pesar del crecimiento nominal del 4%. Y, por el lado del gasto, porque las principales partidas de gasto, como son la subida del salario de los funcionarios y de las pensiones ya están aprobadas por la vía del real decreto-ley.

El menor dinamismo en la creación de empleo, la reducida tasa de ahorro, 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. La ralentización del crecimiento en cuatro décimas hasta el 1,9% también implicará una menor 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.

Y esa demanda interna, que estimamos que crezca, pero de manera más débil en 2020, coadyuvará a una ligera desaceleración de las importaciones hasta el 2,4%, lo que, para un crecimiento de las exportaciones inferior al de los últimos años si bien similar al de 2019, permitiría que la contribución de la demanda externa neta al crecimiento volviese a ser ligeramente positiva.

Finalmente, en 2020 el limitado aumento de la productividad se traduciría en una caída adicional del superávit externo, que se quedaría en un escaso 0,5% del PIB.

Los riesgos para el escenario aquí expuesto provienen tanto del exterior como del interior del país. Sin lugar a duda elementos como la inconclusa guerra comercial entre Estados Unidos y China, la desaceleración y elevado apalancamiento de ésta última, el elevado nivel de endeudamiento de la economía mundial, el ascenso populista al seno de la Unión Europea y un Brexit desordenado son factores capaces de dar rienda suelta a una crisis de confianza que llevase 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 bien preparada para esta situación, al seguir siendo enormemente vulnerable por su elevado déficit estructural y endeudamiento público, que dejan un escaso margen para implementar una política fiscal anticíclica.

Pero los riesgos también proceden de dentro del país. La reciente inestabilidad y fragmentación política que han dificultado enormemente la puesta en práctica de las políticas presupuestarias, provocando prórrogas y grandes retrasos. De mantenerse tras las próximas elecciones, agudizaría la creciente necesidad de llevar a cabo reformas estructurales de calado en la economía. Seguirían sin resolverse 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, dañando el crecimiento potencial de la economía española y el bienestar de sus ciudadanos en los próximos años.

## 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	2,3	1,9
Consumo final hogares	2,0	1,6
Consumo final AAPP	2,5	1,2
Formación Bruta de Capital Fijo	3,5	2,8
- Maquinaria y bienes de equipo (1)	3,2	2,3
- Construcción	3,6	2,9
Variac. existencias (contribución al crec. del PIB en pp)		
Demanda nacional	2,4	1,8
Exportaciones de b. y s.	2,6	2,7
Importaciones de b. y s.	2,9	2,4
IPC subyacente (media anual)	1,0	1,1
IPC total (media anual)	1,1	1,2
Costes laborales por asalariado (2)	1,7	1,0
Empleo (Contabilidad Nacional) (3)	2,0	1,5
Tasa de paro (EPA, % población activa)	13,9	12,7
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)	0,6	0,5
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. excluyendo ayudas a ent. financieras (% PIB)	-2,4	-2,0
<p>(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.</p>		

**F**●**OCUS**

axesor

902 544 044  
[www.axesor.com](http://www.axesor.com)  
[mailbox@axesor.com](mailto:mailbox@axesor.com)