



FOCUS

Boletín Trimestral
de Coyuntura Económica

Nº15 / Mayo / 2019

axesor

ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	3
ESCENARIO GLOBAL: EUROPA ESTANCADA.....	5
PREVISIONES 2019-2020: PAULATINA DESACELERACIÓN.....	7
CUADRO DE PREVISIONES ANUALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.	13

Boletín trimestral de coyuntura económica

Resumen ejecutivo.

La economía española lidera el crecimiento económico en Europa, avanza un 0,7% trimestral y sale airosa del anunciado riesgo de significativa ralentización europea en el primer trimestre de 2019. Tras crecer la zona euro un 0,4% en el arranque de año, después de dos trimestres de profunda desaceleración, las cifras demuestran que las expectativas eran demasiado pesimistas. El dinamismo de la economía continúa siendo intenso en creación de empleo, lo que permite avanzar en la corrección de la todavía elevada tasa de desempleo. En clave negativa, no obstante, la productividad sigue deteriorándose.

Un factor a destacar es que lo hace a pesar del crecimiento de los salarios. La subida del salario mínimo interprofesional, los progresos en la negociación colectiva y la fuerte creación de empleo han provocado que la masa salarial esté avanzando a ritmos del 4,6% interanual. Es el mayor ritmo de crecimiento de los salarios desde 2015, un 1,3% por encima del PIB, y conlleva una reducción de márgenes por parte de las empresas y una desaceleración en el avance de las rentas del capital, hasta el 1,3%. El crecimiento de los salarios, no obstante, no ha impedido la pérdida de dinamismo del consumo privado, que avanza un mero 0,3% trimestral entre enero y marzo y registra seis décimas menos, situándose en el 1,4% en la comparativa anual, mostrando agotamiento y un posible giro hacia una mayor voluntad de ahorro por parte de los hogares.

El menor empuje del consumo privado se compensa con el mantenimiento del consumo público y el impulso que adquiere la inversión, tanto en bienes de equipo, como, en menor medida, en vivienda. Por otra parte, el sector exterior estaría aportando crecimiento en vez de reducirlo, como sucedió en los trimestres anteriores.

Si bien los datos anteriores apuntan a un crecimiento más equilibrado, el sector exterior muestra datos preocupantes. Durante los primeros meses de 2019, la balanza por cuenta corriente, que recoge la diferencia

entre ingresos y pagos frente al exterior, arrojó un déficit sustancialmente superior al registrado un año antes. De este modo, se confirma la fuerte contracción del superávit externo, que es uno de los principales pilares que otorgan confianza al tejido empresarial español.

En los próximos trimestres, numerosos indicadores apuntarían hacia una desaceleración del crecimiento. Por un lado, el ahorro familiar en mínimos, que condicionaría el ajuste de las decisiones de consumo de los hogares, observado en el primer trimestre durante un tiempo prolongado. En segundo lugar, el consumo público, que 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. Finalmente, el encarecimiento de los precios de la gasolina y de la electricidad, que reducen el poder adquisitivo de las familias.

Así, nuestra previsión de crecimiento para la economía española en 2019 es del 2,3%. Será un crecimiento equilibrado gracias a la aportación positiva tanto de la demanda interna, pese a su ralentización, como de la demanda externa, en la que se espera un mayor crecimiento de las exportaciones frente al de las importaciones. Todo ello llevará a que la tasa de paro promedio se sitúe en el 13,6% de la población activa.

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.

El desempeño de la economía española se verá dificultado por la incertidumbre que rodea la evolución

del comercio exterior. No son pocos los focos de riesgo. La desaceleración de la zona euro, el principal mercado de exportación para la economía española, es factible de empeorar si no hay una clara salida al *brexit* o el nuevo parlamento europeo quedase muy fragmentado tras las elecciones, sin que la falta de ambición de la política fiscal alemana o en el diseño de la unión monetaria inviten al optimismo sobre el futuro cercano para los países miembros de la moneda única, especialmente en un escenario de fuerte subidas de la prima de riesgo italiana, de ralentización del comercio internacional, de precio del petróleo al alza y de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales.

La guerra comercial tiene visos de poder recrudecerse, convirtiéndose, por ello, en el principal elemento desestabilizador de la economía mundial, capaz de introducir importantes dosis de incertidumbre y desconfianza en los mercados. Las negociaciones comerciales de Estados Unidos con China no muestran avances y la fecha límite para lograr ha sido prorrogada. Además, la guerra comercial podría afectar en los próximos meses a las relaciones entre Estados Unidos y Europa, tras el anuncio por parte de Washington de la plena aplicación a Europa de la Ley Helms-Burton por los negocios europeos en Cuba, y la respuesta en forma de represalias comerciales. Por último, la apreciación del dólar, junto a la falta de ahorro en Estados Unidos, están teniendo como efecto un empeoramiento de la balanza comercial de ese país, lo que podría reforzar la ofensiva comercial del presidente Donald Trump.

El balance de riesgos es claramente a la baja. A la desaceleración de la economía china se le suman ahora los efectos comerciales de la subida del 25% de los aranceles por parte de Estados Unidos. A ello hay que añadir el riesgo de que este último país entre en recesión, al coincidir lo avanzado de su ciclo económico con el final de los efectos del estímulo fiscal previstos para 2020. Esto puede ser 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 disipó y se ha registrado una evolución muy positiva, con prácticamente todas las categorías de activos presentando revalorizaciones importantes. Esto no evita, no obstante, 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. La prórroga al *brexit* es simplemente dejar para más tarde un problema aún no resuelto, pero también la realidad de un Parlamento Europeo más fragmentado y más euroescéptico.

En clave interna, desde 2015 España se encuentra en un nuevo escenario de fragmentación política con dificultad para formar gobiernos estables. Los resultados de las últimas elecciones vuelven a situar a un partido con una escasa mayoría y que necesitará de numerosos apoyos. De momento, la inestabilidad política no está teniendo impacto en el crecimiento del PIB ni del empleo y tampoco en la prima de riesgo. Pero a medio plazo esa incertidumbre acabará afectando negativamente al crecimiento potencial.

España volverá a tener unas cuentas expansivas en 2019, fruto de la prórroga presupuestaria y de las medidas de gasto aprobadas para 2019. Esto pone en situación muy delicada a las finanzas públicas. Y es 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 terminó 2018 en el 97,09%, colocándose como una de las más elevadas del mundo.

Ante la ausencia de cualquier atisbo de tensión inflacionista y con la perspectiva de que los tipos de interés se mantengan muy bajos durante todo 2019, 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 impulsa al sector exterior gracias a un tipo de cambio del euro infravalorado respecto al dólar, de alrededor del 1,12. Es, sin embargo, la parada en seco del comercio mundial y la desaceleración de la zona euro lo que condicionará a lo largo de 2019 las exportaciones españolas, que esperamos que crezcan ligeramente y con enorme dificultad. Será el avance de las importaciones, aún más débil de lo esperado por una demanda interna en permanente desaceleración a lo largo del año y unas menores exportaciones, lo que permita que la contribución del sector exterior sea ligeramente positiva a lo largo de 2019.

Sin embargo, a pesar de que ambas políticas de demanda están orientadas hacia la expansión, son las políticas por el lado de la oferta las que, tras años sin importantes reformas, necesita la economía española para elevar su crecimiento y situarlo en torno al 1,5%. Hacia ahí podría dirigirse la economía española en 2020 tras cinco años de crecimiento muy por encima de su potencial. Esa debería ser una de las prioridades del nuevo gobierno. Además, si el escenario internacional se complica, bien por un recrudecimiento de las

tensiones comerciales, bien por cualquier shock externo que afecte seriamente a los mercados financieros, la situación sería preocupante para la vulnerable economía española, ya que el país no cuenta con el margen de ajuste necesario en sus políticas de demanda para intentar revertir la situación.

Escenario global: Europa estancada.

Desde 2008, la eurozona es el área que menos ha crecido del mundo, tan sólo el 8%. La economía mundial ha crecido un 45% en la última década, las economías emergentes lo han hecho un 75% y Asia ha doblado su PIB a pesar de incluir en el periodo de análisis la peor recesión en 80 años. De nuevo en 2019, la zona euro será la economía más afectada por la debilidad del comercio mundial, según el consenso de previsiones.

¿Qué le sucede a Europa? El PIB a largo plazo puede crecer por dos variables: más personas trabajando o mayor productividad de los trabajadores. Y la productividad depende del capital por trabajador y de la innovación. Europa envejece y su demografía es la principal causa del débil crecimiento. La crisis provocó un aumento del nacionalismo y un mayor rechazo a la inmigración, lo cual hace poco probable aumentar el potencial de crecimiento por esta vía.

La Gran Recesión provocó una grave crisis bancaria que ha limitado la concesión de crédito y la inversión de capital por trabajador. Por lo tanto, la única vía para aumentar el crecimiento potencial europeo es vía innovación. Uno de cada tres artículos científicos que se publican en el mundo son europeos. Pero a la hora de la verdad, hay muy poca investigación básica que se traduzca en inversión y en empleo. Europa va retrasada con respecto a China y EEUU en las vanguardias tecnológicas: inteligencia artificial, 5G, fotovoltaica, etcétera. Europa tiene que liderar la revolución tecnológica si quiere acabar con la maldición de su bajo crecimiento.

La eurozona tiene la mayor ratio de exportaciones por habitante del mundo y es una economía muy dependiente del exterior, especialmente Alemania, donde las exportaciones suponen cerca del 50% del PIB. Por lo tanto, la guerra comercial iniciada por Trump afecta mucho a las exportaciones chinas y alemanas. En el caso de China, el consumo minorista crece un 8% anual. El país asiático invierte el 45% de su PIB. En Alemania, el consumo apenas crece y ahorran el 28% de PIB e invierten el 21%. Eso se traduce en un superávit exterior del 7% del PIB crónico.

Alemania tuvo un superávit fiscal del 2% del PIB en 2018 y redujo su deuda pública neta al 40% del PIB. Tiene margen para hacer un estímulo fiscal y aumentar su crecimiento a corto plazo, pero no hay voluntad política para hacerlo. En Francia, el presidente Emmanuel Macron ha anunciado bajadas de impuestos y un plan de estímulo, pero va a incumplir el Pacto de Estabilidad y el estímulo será mínimo. Por su parte, la deuda pública de Italia está próxima al 130% de su PIB y sigue creciendo. No ha bajado del 100% desde 1990. Por lo tanto, Italia tampoco tiene margen fiscal. España tiene el mayor déficit estructural de Europa y el mecanismo preventivo obliga a un ajuste de 0,8% del PIB en 2019 y 2020.

La política monetaria sigue siendo expansiva con tipos al 0% y recompras de los vencimientos de la cartera de deuda pública acumulada desde 2015. 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 (0%), la facilidad marginal de crédito (0,25%) y la facilidad de depósito (-0,40%). El Consejo espera, asimismo, que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales hasta al menos el final 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.

El BCE puede aumentar sus compras de deuda en caso de episodios de inestabilidad como los de 2012 para evitar una nueva recesión. Pero difícilmente conseguiría aumentar el consumo y la inversión privada para estimular más el crecimiento.

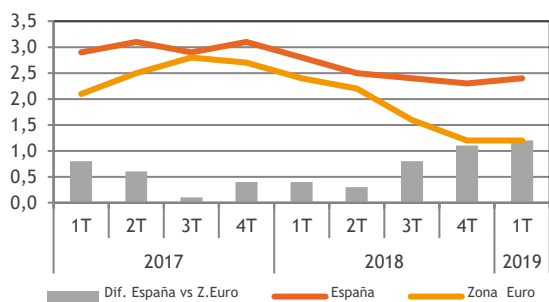
A corto plazo, la única forma de reactivar la economía europea es que el comercio mundial aumente su crecimiento. China acaba de bajar el IRPF especialmente a las rentas bajas y eso aumentará el consumo y sus importaciones. El problema es que, en EEUU, los modelos de la Reserva Federal de Nueva York empiezan a asignar un 25% de probabilidad de recesión y los estadounidenses siguen consumiendo el triple que los chinos.

España concentra dos tercios de sus exportaciones en Europa y esa es la causa del frenazo en seco que estas

tuvieron en 2018. En 2019, las perspectivas para las exportaciones españolas no son muy halagüeñas.

El crecimiento de la eurozona en el primer trimestre de 2019 se mantuvo en el 1,2% interanual, lo que situó el diferencial favorable a España en el máximo de los últimos trimestres (gráfico 1).

Gráfico 1. Variación interanual del PIB (%)



Fuente: Eurostat.

La clave a medio plazo es diversificar y reducir el peso de las exportaciones a Europa. Las empresas españolas no deben confundir internacionalizarse con europeizarse y deben explorar los nuevos mercados donde crecen las clases medias y el consumo, especialmente en el este y en el sur.

La economía global podría haber entrado en una zona de mayor dificultad que la aleje de su senda expansiva de los últimos años. Tanto el ritmo de crecimiento de la economía global como, especialmente, el del comercio internacional se ralentizan de manera notable.

Recientemente hemos asistido a una caída generalizada de las bolsas, así como a un aumento del índice VIX del 25%, reflejo de la mayor volatilidad observada en los mercados como consecuencia de la preocupación generada por la guerra comercial abierta por Estados Unidos, fundamentalmente dirigida hacia los productos chinos. El índice PMI de manufacturas global disminuyó dos décimas en abril, hasta 50,3, el menor valor desde junio de 2016.

En el mercado de materias primas, la disputa comercial también ha frenado en seco la escalada que acumulaba el precio del petróleo desde que arrancara el año.

EEUU 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. Las bolsas estadounidenses vuelven a estar sobrevaloradas, especialmente las

empresas tecnológicas, como en 2001; la deuda de las familias se sitúa por encima de la de 2008; el déficit público estructural está próximo al 5% del PIB y la deuda pública, próxima al 100% del PIB. La Reserva Federal se asustó 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% y mantiene una actitud prudente respecto a subidas de tipos de interés futuras, si bien considera que el reciente descenso de la inflación probablemente sea transitorio y no persistente.

Los mercados están apostando hoy por una Reserva Federal en modo pausa durante todo el año, 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%, el miedo a al menos dos nuevas subidas este año puede volver, trayendo consigo inestabilidad en los mercados y endurecimiento en las condiciones financieras. Esto, a su vez, puede reavivar las preocupaciones en torno al crecimiento de la primera economía mundial.

En lo que se refiere a las economías emergentes, las influencias externas serán mixtas. Será positivo que la Reserva Federal se tome una tregua en su proceso de subidas de tipos de interés y de reducción de su balance. Esto probablemente permita un dólar algo más débil en términos efectivos, lo que podría beneficiar a las economías más endeudadas en dólares. Por el contrario, será negativo que se cumplan las peores perspectivas en lo referente a un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos por sus efectos adversos en las relaciones comerciales de los países emergentes. Además, un mayor precio del petróleo tras la subida reciente tendrá efectos negativos sobre los países importadores al aumentar la inflación, lo que reducirá el consumo y empeorará el saldo exterior y el fiscal, dando un menor margen de maniobra a las políticas monetarias de estos países.

La ligera revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de la zona euro anunciada por la Comisión Europea ha influido en el estado de ánimo de los inversores, aunque también pone de manifiesto que la desaceleración del área del euro no es tan grave como algunos analistas preveían. De nuevo, la demanda se desplazó desde la bolsa hacia los bonos con mayor calidad crediticia, que sirven de refugio momentáneo. Entre ellos está el bono alemán a 10 años, el cual recientemente mostraba rentabilidad negativa, lo

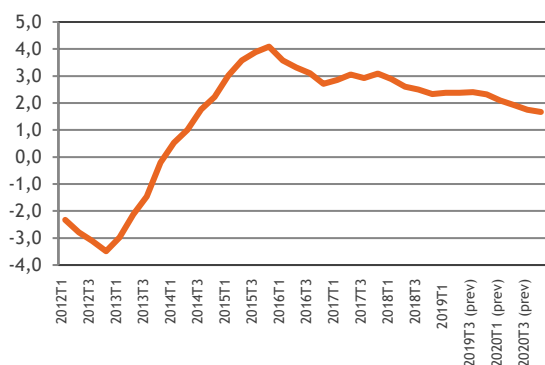
contrario de lo que sucedía con el bono italiano, por encima de los 260 puntos básicos ante la proyección publicada por la Comisión Europea sobre el déficit público del país transalpino, que subiría hasta el 3,5% en 2020. La prima de riesgo del bono español aguanta de momento por debajo de los 100 puntos básicos.

Previsiones 2019-2020: paulatina desaceleración.

La economía española creció a un ritmo intertrimestral del 0,7% en el primer trimestre de 2019. Esto permitió que el avance interanual fuese del 2,4%, una tasa una décima superior a la del cuarto trimestre de 2018. Este aumento intertrimestral supone el mayor ritmo de crecimiento desde 2017, tras cuatro trimestres con subidas del 0,6% o del 0,5%. La economía española acumula 24 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 estables, lo que se traduce en un elevado potencial de crecimiento y de creación de empleo.

La aceleración en términos intertrimestrales del PIB se explica por el empuje tanto de la demanda externa como interna, este último proveniente en su totalidad de la inversión en equipo, que se recuperó de las caídas sufridas en los trimestres anteriores. Mientras que el consumo público mantuvo estable su crecimiento, el consumo de los hogares, por su parte, moderó ligeramente su avance. No obstante, la desaceleración fue más intensa en términos nominales debido a que su deflactor fue negativo. Ello implica que pese al efecto favorable, derivado de un descenso en el nivel de precios, el consumo privado se moderó en términos reales. Así, la demanda nacional aportó 0,5 puntos porcentuales (frente a 0,3 en el trimestre anterior), mientras que el sector exterior contribuyó con 0,2 puntos porcentuales.

Gráfico 2. PIB (variación interanual en %)



Fuente: INE

Son dos, por tanto, los factores clave que permiten explicar el fuerte impulso del crecimiento observado en el primer trimestre. El primero es la inversión, especialmente la empresarial en maquinaria y bienes de equipo. Esta última avanza un 3,8% trimestral, un crecimiento muy fuerte tras seis meses de atonía, lo que sitúa el avance conjunto de la formación bruta de capital en el 1,5% trimestral. La inversión en construcción, sin embargo, se desacelera 1,7 puntos, hasta el 4,6%, el menor crecimiento desde mediados de 2017, lastrada por la pérdida de fuerza de sus dos segmentos, especialmente el residencial (3,1% frente al 6,2% del resto de edificios y construcciones).

El segundo factor que explica la mejora en el PIB es la recuperación de la demanda externa, gracias fundamentalmente a la caída de las importaciones por el menor dinamismo del consumo de los hogares. Así, el descenso de las importaciones del 1,1% en los tres primeros meses del año contribuyó a que la demanda exterior neta vuelva a aportar dos décimas al crecimiento del PIB anual, lo que ocurre por vez primera en los dos últimos años (0,2 puntos frente a -0,2 puntos en el cuarto trimestre de 2018). Pese al descenso interanual de las exportaciones (-0,5%, primer dato negativo en siete años), las importaciones retroceden con más intensidad (-1,2%, el peor registro desde 2013). En ambos casos destaca el comportamiento del comercio de servicios frente al claro retroceso del de bienes en España, en Europa y en la mayoría de las regiones del mundo. La competitividad y la calidad de los bienes españoles es la misma que hace un año pero hoy la guerra comercial de Estados Unidos ha frenado en seco el comercio mundial. En el primer trimestre de 2019, las exportaciones mundiales han caído, especialmente en Asia. El resultado para las exportaciones españolas es un frenazo desde principios de 2018 y una caída en el pasado trimestre. Según la Organización Mundial de Comercio (OMC), el crecimiento del volumen de comercio de mercancías se reducirá hasta un ritmo del 2,6% en 2019, cuatro décimas menos que el 3% al que avanzó en 2018. El recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China podría hacer de la previsión anterior un escenario demasiado optimista.

Entre el resto de los componentes de la demanda interna, el peor comportamiento lo ha mostrado el consumo de los hogares, que se ralentiza hasta el 0,3%, resultado de una baja tasa de ahorro que dificulta un mayor gasto si consideramos agotada la demanda embalsada por los efectos de la crisis.

Por último, el crecimiento se vio impulsado por el avance del consumo público del 0,4%, que acumula ya más de cuatro años en positivo.

España, como en 2001, vuelve a desacoplarse de la recesión europea y lo hace de nuevo por el crecimiento del empleo en construcción y el ciclo inmobiliario. Este sector volvió a liderar el avance del PIB con tasas de crecimiento que casi triplican las del resto de la economía (1,8% trimestral, frente a 1,4% de la industria, 0,8% del sector servicios y -2% de la agricultura). También es cierto que partimos de niveles muy bajos y alejados de los observados en los años de la burbuja inmobiliaria.

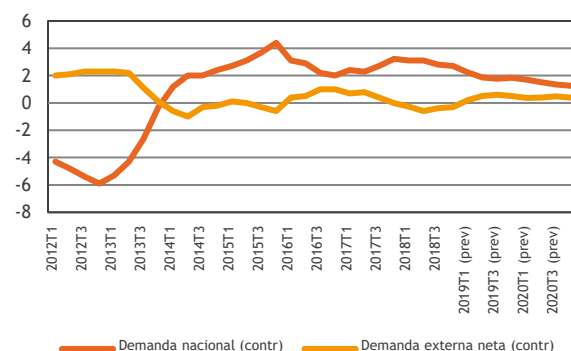
Probablemente la mejor noticia sea la recuperación de la industria tras dos trimestres en negativo, lo que, unido al avance de la inversión, nos sirve para ser moderadamente optimistas sobre la recuperación del sector.

Los datos de Contabilidad Nacional apuntan en la misma dirección que la Encuesta de Población Activa (EPA) al avanzar el número de ocupados un 2,8% interanual, el mayor progreso desde 2017. La construcción vuelve a ser clave para lograrlo con un ritmo de crecimiento del 11,3% interanual, superior aún al del trimestre anterior, si bien en abril se desacelera. El empleo público crece también con fuerza en periodo pre electoral en comunidades autónomas y ayuntamientos.

Los servicios, por su parte, avanzaron un 0,8%, una velocidad de crucero que se viene observando en los últimos trimestres y que sitúa el avance interanual alrededor del 3% en el primer trimestre, mientras que la agricultura retrocedió con fuerza hasta un -2% trimestral, un 1,1% en términos interanuales.

En tasa de crecimiento interanual, el PIB se aceleró hasta el 2,4%, lo que supone un cambio de tendencia de una desaceleración que se prolongaba desde el primer trimestre de 2018. La demanda nacional aportó 2,2 puntos al crecimiento, con tendencia a la baja, mientras que la contribución positiva al crecimiento de la demanda externa neta permitió, por primera vez en casi dos años, el avance finalmente registrado (gráfico 3).

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



Fuente: INE.

El consumo privado, por su parte, creció un 1,4%, seis décimas menos que en el trimestre anterior y la tasa más baja en cinco años. Es destacable la caída del gasto en bienes duraderos (-1,6%) por segundo trimestre consecutivo. Se hace necesario retroceder hasta el cuarto trimestre de 2014 para encontrar un avance menor. Adversas al riesgo e incómodas si deben variar sus hábitos de consumo, las familias gastan en función de sus expectativas de renta futura. Y, en este sentido, una caída del consumo de bienes duraderos señala que sus expectativas se han deteriorado y anticipan un aumento de la tasa de ahorro por precaución y consumo débil en los próximos trimestres. Y todo ello pese al intenso incremento del empleo y de las remuneraciones salariales, en especial en aquellos trabajadores afectados por la subida del Salario Mínimo Interprofesional (SMI). Todo parece indicar que las familias españolas empiezan a ajustar su gasto a la evolución de su renta disponible y que la tasa de ahorro podría haber cambiado de tendencia, poniendo fin a una senda descendente que preocupaba y aún preocupa por el incremento de la deuda de los hogares que trae consigo.

La inversión, por su parte, repunta tres décimas, hasta el 4,7%, impulsada por el componente de bienes de equipo (6,8%, cuatro puntos más que en el trimestre anterior). 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 en bienes de equipo. En cambio, la inversión en construcción se desacelera 1,7 puntos, hasta el 4,6%, el menor crecimiento desde mediados de 2017, perjudicada por la pérdida de vigor de sus dos segmentos, especialmente el residencial (3,1% frente 6,2% el resto de edificios y construcciones). El excelente e inesperado dato de inversión se vio favorecido por el impulso observado en la inversión

pública, ascendiendo en el primer trimestre del año la licitación por obra pública a 5.319 millones de euros, un 23,3% más que en el mismo periodo del año anterior. Estuvo fundamentalmente impulsada por los proyectos del AVE y el calendario electoral.

En el mercado de trabajo, la velocidad a la que la actividad económica crea empleo se acelera, tanto en términos trimestrales (una décima, hasta el 0,7%) como interanuales (dos décimas, hasta el 2,8%, el ritmo más elevado en cinco trimestres), dando lugar a la creación de 510.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en el último año. La tasa de desempleo se situó en el 14,7%. La remuneración media por ocupado se aceleró debido, sobre todo, a los aumentos salariales de los empleados de las Administraciones Públicas.

La productividad aparente del trabajo cae por segundo trimestre consecutivo y lo hace de forma abrupta: una décima, hasta el -0,4% interanual, la mayor disminución desde 2005, con la significativa excepción de la industria manufacturera. Si además consideramos el repunte de la remuneración por asalariado anteriormente citado (dos décimas, hasta el 1,3% interanual, el mayor incremento desde finales de 2013), el resultado es un fuerte aumento del coste laboral unitario (CLU): 1,7%, cuatro décimas por encima del observado en el cuarto trimestre de 2018. Sin embargo, este aumento no se observó en la industria manufacturera, sector en el que los costes laborales unitarios descendieron.

Por otra parte, si tenemos en cuenta el número de horas efectivamente trabajadas y que estas crecieron un 2,8% en el primer trimestre (dato dos décimas inferior al del anterior), la productividad por hora trabajada cae también un 0,4%, aunque lo hace dos décimas menos que el trimestre previo, acumulando en este caso cuatro trimestres en negativo.

Consecuencia de las mayores remuneraciones por asalariado y de la intensa creación de empleo es el fuerte impulso que se observa en la remuneración total (4,6%, el mayor ritmo desde 2015), que crece de forma intensa desde hace un año.

Todo ello da lugar a un crecimiento económico más equilibrado, en el cual la demanda interna cede parte del protagonismo a la demanda externa neta. De este modo, la contribución al crecimiento de cada una está más compensada. Así, la principal responsable del crecimiento del 2,4% interanual sigue siendo la demanda interna, con una aportación de 2,2 puntos, tres décimas inferior a la del cuarto trimestre. Por su parte, la demanda externa presenta una aportación de

0,2 puntos, cuatro décimas superior a la del trimestre pasado.

Para el conjunto de 2019 mantenemos la previsión de crecimiento del 2,3%, si bien su composición es diferente. La contribución de la demanda interna caerá hasta 1,9 puntos, más de un punto inferior a la observada en 2018, mientras que la demanda externa neta aportará cuatro décimas al avance del PIB español. También mantenemos la senda de desaceleración que ya avanzábamos que tendría lugar 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 escenario de desacople de la economía española del ciclo de sus socios europeos, y con históricos tipos de interés reducidos, la probabilidad de acumular nuevos desequilibrios se incrementa sustancialmente, particularmente a través del sector exterior.

Esperamos que el consumo privado crezca por debajo de lo que lo hará el empleo en 2019, mientras que las exportaciones mantendrán una mayor debilidad.

En el caso del consumo privado, la desaceleración será notable, cercana al punto porcentual, produciéndose un avance del 1,5%, el menor desde 2014. Y es que el consumo de los hogares acumula ya tres trimestres de desaceleración, lo que denota una clara tendencia a la baja. La explicación hay que buscarla en un empeoramiento de las expectativas y en cierto agotamiento tras el esfuerzo por recuperar niveles de consumo anteriores al efecto de la crisis, que ha llevado la tasa de ahorro de las familias a mínimos históricos. En efecto, si bien el indicador mensual de confianza elaborado por el CIS mejora ligeramente en abril, sigue en niveles más próximos a los observados en 2017 e inferiores a los obtenidos en la primera mitad de 2018, cuando se observaba una percepción claramente positiva por parte 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 para ello, 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 dos puntos, ralentizando su crecimiento hasta un 3,3%, viéndose más afectada la inversión en construcción que en bienes de equipo. Factores tales como las muestras de debilidad que ofrece el consumo de los hogares, el ligero encarecimiento del trabajo, el parón

observado en las exportaciones en los dos últimos trimestres y la propia incertidumbre política llevarán a las empresas a no mantener el gasto inversor al ritmo observado en el primer trimestre de 2019 (+3,8% frente al mismo periodo del año anterior), especialmente en la segunda mitad del año. El segundo trimestre todavía podría ofrecer buenos niveles de inversión si atendemos a los resultados del Indicador de Confianza Empresarial elaborado por el INE, que recoge una mejora en las expectativas de las empresas.

A todo lo anterior hay que añadir la menor demanda de crédito por parte de las empresas en el primer trimestre del año, que coincide con la fuerte caída interanual del 6% del importe otorgado en nuevas operaciones de préstamos y créditos a las pymes españolas. En línea con estos datos, las mayores exigencias de capital por parte del regulador a la banca española y europea podrían llevar a esta, en aras precisamente de obtener capital en el mercado que les es costoso, a ejercer la opción de reducir el crédito, buscando aunar así mayor capital y mayor rentabilidad para los inversores, al disminuir riesgos y tamaño de balance. Y ello tendría lugar en un momento en el que, precisamente, la intensidad del desapalancamiento del sector privado ha permitido que la ratio deuda/PIB de las familias haya convergido con la media de la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea, mientras que la de las empresas está ya incluso por debajo. Y esto ocurre justo cuando tanto los bancos como la actividad económica de las empresas podrían hacer más por encontrarse generando mutuo beneficio en un marco de gestión óptima del riesgo de crédito.

Otro sector que genera dudas en relación a su comportamiento futuro es el sector exterior. Con una desaceleración muy significativa del principal mercado de exportación de la economía española y con las tensiones comerciales por las que atraviesa la economía mundial, que coincide con una ralentización generalizada del crecimiento en la inmensa mayoría de los países, las exportaciones españolas de bienes y servicios no crecerán muy por encima del 1,5% en 2019. Y ello suponiendo que haya una leve recuperación de la economía mundial y europea tras el fuerte deterioro registrado desde el pasado año, así como una cierta reactivación del comercio mundial gracias a una ligera aceleración de la economía china y a una menor tensión en las relaciones comerciales.

Respecto a las importaciones, pese al crecimiento previsto de la demanda interna, prevemos que no crezcan por encima del 0,6%, manteniendo la tendencia a la contención observada a lo largo del último trimestre de 2018. Todo ello se traduce en una previsión de contribución positiva al crecimiento por

parte de la demanda externa neta del 0,4%. El superávit por cuenta corriente se situaría en el 0,3% del PIB, también favorecido por la nueva prórroga otorgada por el Banco Central Europeo a nuevas subidas de tipos dada la ausencia de tensiones inflacionistas en la eurozona. Esto es 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. Esto invitaba ya a principios de 2019 a mantener cierto optimismo sobre el sector exterior. Conservamos ese optimismo al resistir dicho diferencial en el primer trimestre de 2019, esta vez justificado por una caída de las exportaciones seis décimas menor a la caída registrada en las importaciones. Por último, todo lo anterior sería posible con una previsión de un barril de Brent que, tras subir por el efecto reducción de las exportaciones de Irán, se mantendría en torno a 70 dólares en la segunda mitad del año.

La subida de costes laborales unitarios iniciada en 2018 y prevista en mayor medida para 2019 tenderá a apreciar el tipo de cambio real, si bien ello podría ser compensado por la paulatina apreciación del dólar respecto a la moneda única que se viene observando desde finales del verano pasado y que es consecuencia del diferencial de intereses y de la expansión fiscal en Estados Unidos.

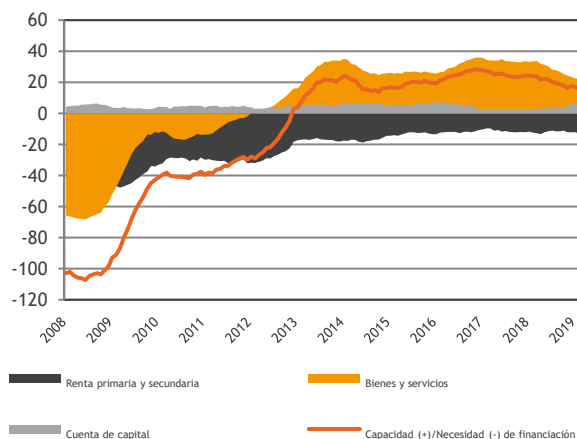
El problema reside en que en una unión monetaria no hay capacidad por parte de un país de devaluar los salarios con el tipo de cambio. Un aumento de los salarios por encima de la productividad equivale a una apreciación del tipo de cambio, que conlleva un efecto riqueza artificial de las familias. Esto las conduce a aumentar su consumo y su endeudamiento. España cuenta con un importante desequilibrio: su deuda exterior. Y una apreciación del tipo de cambio no ayudará en nada a las exportaciones, mientras que el aumento de consumo e inversión internos que genera la subida de los salarios conduce a un déficit por cuenta corriente, y a elevar aún más la deuda con el resto del mundo.

El endeudamiento adquiere sentido si se esperan altos retornos futuros debido al tipo de inversiones efectuadas. Carece de toda lógica hacerlo para abordar proyectos de inversión en vivienda o para un mayor consumo, más si cabe con una crisis financiera de las dimensiones de la sufrida por España en fecha

tan reciente. A ello habría que añadir que la política monetaria del Banco Central Europeo (que hoy es nociva para la economía española al ser enormemente expansiva, pues el PIB nominal de España crece próximo al 4,5% y el bono a 10 años se sitúa en el 1%) permite un ahorro en comparación con 2008 por pago por intereses ligeramente superior a los 80.000 millones de euros anuales, con una carga de deuda similar a la de antes de la crisis.

En línea con todo lo anterior preocupa el aumento de la necesidad de financiación de la economía española observada en enero y febrero, superior en 900 millones a la observada en 2018 y que alcanza así los 2.500 millones de euros. Ello reduce la capacidad de financiación de la economía en los últimos doce meses, hasta los 15.900 millones de euros, frente los 17.600 registrados en el conjunto de 2018 (Gráfico 4).

Gráfico 4. 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 neta y muy elevada y que se mantuvo entorno al 167% del PIB. Sólo el mayor aumento de las inversiones españolas en el exterior hizo que la deuda neta disminuyese. El endeudamiento bruto superó la barrera psicológica de los 2 billones de euros. Esta elevada deuda con los inversores extranjeros representa la principal vulnerabilidad de la economía española ante episodios de inestabilidad financiera internacional que, tarde o temprano, llegarán.

La actual vulnerabilidad financiera de la economía española resulta precisamente de su elevada deuda externa. El endeudamiento de la economía española frente al exterior es causa y síntoma de los problemas estructurales. Es causa ya que expone a España a posibles crisis de refinanciación de su deuda externa y

es síntoma al poner de manifiesto los enormes problemas de productividad del país. La diferencia entre los activos que los españoles poseemos en el exterior y los activos que los no residentes poseen en nuestro país (posición de inversión internacional neta) alcanzó en el tercer trimestre de 2018 el 80,6% del PIB, alzándose la deuda externa hasta el 167% del PIB.

A pesar de la desaceleración, la economía española seguirá creando empleo y la tasa de paro podría bajar hasta el 13,6% en promedio en 2019, para terminar 2020 en el 12,5%.

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

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

Entre los indicadores adelantados del segundo trimestre, cabe destacar en clave positiva el buen ritmo de creación del empleo medido a través de las afiliaciones a la Seguridad Social. Estas crecieron un 2,95% interanual en abril, dos décimas por encima de la cifra de marzo. Ese buen ritmo apunta a un crecimiento robusto de al menos el 0,6% para el segundo trimestre del año. La afiliación continúa creciendo a ritmos elevados y en el entorno del 3% desde 2015. En clave menos positiva destacamos el comportamiento del índice PMI compuesto de actividad global para España, que se redujo en abril 2,5 puntos respecto al mes anterior, hasta el nivel de 52,9, debido al tono menos expansivo de la actividad comercial, parcialmente compensado por el mayor dinamismo de la industria manufacturera.

Por lo que se refiere al estado de las cuentas públicas, estas 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. Partidas de gasto ya aprobadas

como la subida del salario de los funcionarios y la de las pensiones o la mejora de la protección social se suman al estímulo fiscal en una línea parecida a la del anterior gobierno. Ello, unido a que los ingresos fiscales actuales son iguales a los de 2013, deviene en la imposibilidad de cerrar el déficit estructural y muestra que todo el ajuste ha sido por el lado del gasto. Explica también parte de la fortaleza de la demanda interna en los tres últimos trimestres y que un tercio del crecimiento venga del estímulo fiscal, así como que la política fiscal expansiva haya llevado a España a ser el único país de la unión monetaria con un déficit estructural superior al 3%.

En 2013 España había logrado bajar su déficit público estructural hasta el 1% del PIB. Desde entonces, la economía ha crecido muy por encima de su potencial, a un ritmo promedio fuerte cercano al 2,7% y generando millones de nuevas oportunidades de empleo, todo ello gracias a la política monetaria ultra expansiva del BCE. Pero en lugar de aprovechar para reducir el déficit público y la deuda en la fase alcista del ciclo, el gobierno aumentó el déficit estructural hasta el 2,7% del PIB. Gracias a situar su déficit público nominal por debajo del 3% en 2018, España abandonó el protocolo por déficit excesivo. Sin embargo, ello no es óbice para que tenga que reducir su déficit público estructural unos 15.000 millones de euros para cumplir el mecanismo preventivo. Este contempla que el país pueda pedir relajar el ajuste el primer año en 2.000 millones, pero se verá obligado a hacerlo en unos 8.000 millones el segundo año. Nuestra previsión de déficit público para 2019 es del 2,3% y 1,9% para 2020, estas proyecciones no incorporan las propuestas del Gobierno incluidas en el Programa de Estabilidad recientemente remitido a la Unión Europea al no estar todavía aprobadas por el Congreso. Además, tiene en cuenta todo lo anterior, así como la ralentización de la economía y la desaceleración también en los ingresos públicos. Poco a poco se agota el impulso fiscal que ha disfrutado la economía española en los últimos trimestres, contribuyendo también al menor crecimiento del PIB.

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

Y esa demanda interna, que estimamos que crezca - pero de manera más débil- en 2020, contribuiría a mantener bajo el avance de las importaciones (hasta el 1%). Este hecho se verá compensado en parte por un escenario de mayores oportunidades comerciales que

el de 2019 y por una zona euro que recupera progresivamente el paso. La demanda externa neta volvería así a contribuir positivamente al crecimiento en 2020. Ese año, el limitado aumento de la productividad se traduciría en una caída adicional del superávit externo, que podría incluso tornarse ligeramente negativo si el petróleo recupera el tono al ritmo que mejora la economía mundial. En ese caso, podríamos volver a ver los niveles que vimos en el verano de 2018, antes de que se iniciara la desaceleración de la economía mundial.

Los riesgos para el escenario aquí expuesto provienen tanto del exterior como del interior del país. Sin lugar a dudas, elementos como la inconclusa guerra comercial entre Estados Unidos y China, la desaceleración y el elevado apalancamiento de esta última, el alto nivel de endeudamiento de la economía mundial, el retorno populista al seno de la Unión Europea y un *brexit* desordenado son factores capaces de dar rienda suelta a una crisis de confianza que podría llevar a la economía mundial a un aterrizaje brusco, caracterizado por un parón en el crecimiento mucho más intenso de lo esperado. La economía española no está preparada para esta situación, ya que sigue siendo muy vulnerable por su elevado déficit estructural y endeudamiento público, que dejan un escaso margen para implementar una política fiscal anticíclica.

Ahora bien, conviene recordar que la reciente volatilidad observada en las bolsas de medio mundo no ha afectado al mercado de renta fija europea, cotizando en mínimos el interés de los bonos de España, Portugal o Irlanda. Ello podría indicar que, además de la confianza que otorgan mejores calificaciones crediticias que las disfrutadas durante la crisis, los inversores ya no venden bonos de la periferia europea con tanta facilidad, con la excepción de Italia, probablemente sabedores de su renovada fortaleza y de la red de seguridad que ofrece la presencia del BCE. En el caso español, el bono español a 10 años cotiza en niveles mínimos de 2016, con una rentabilidad inferior al 1%, y su mejoría ha tenido su impacto también en el mercado primario, donde el Tesoro Público pudo colocar la semana pasada bonos a 10 años a un tipo de interés inferior al 1% por primera vez desde 2016.

En clave interna, asumiendo que el nuevo gobierno es capaz de ordenar la cuestión catalana de manera paulatina, el principal riesgo es no dar los pasos para elevar el crecimiento potencial del país. Aspectos tales como la tasa de 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.

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

(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.

FOCUS

axesor

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