

La desaceleración de la economía española, ¿cuánto debe preocuparnos?

Los últimos datos de contabilidad nacional publicados por el INE, que incluyeron ligeras revisiones a la baja en trimestres recientes, reflejaron un crecimiento del PIB por debajo de lo esperado. Sin embargo, dado que ya había una expectativa de que el ritmo de crecimiento de la economía española se moderaría, en este artículo veremos que los últimos datos no dan motivos para alarmarse.¹ De hecho, los datos disponibles hasta el momento sugieren que la desaceleración a la que se enfrenta el país está causada por factores que entrañan un riesgo limitado y las magnitudes que se contemplan son moderadas.

Un vistazo a los datos más recientes

Empecemos por analizar los datos más recientes y que han podido generar algo de preocupación. En la primera tabla presentamos los datos de contabilidad nacional de los últimos cuatro trimestres de la economía española.

Tal y como se puede observar, el crecimiento del PIB se ha desacelerado de forma significativa. Aunque cabe recordar que estos registros aún suponen una tasa de crecimiento sólida (superior a la de la mayoría de los países desarrollados, por ejemplo), hay dos elementos que suscitan cierta preocupación: la desaceleración del consumo privado que se observa en el último trimestre y el mal dato de la contribución de la demanda externa.

Respecto al primer punto, una lectura rápida del dato podría sugerir que la desaceleración se debe a un deterioro de la confianza de los hogares respecto a las perspectivas económicas. Ello, sin embargo, contrasta con los positivos indicadores de confianza y de mercado laboral disponibles. En el 2T, el índice de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) elaborado por la Comisión Europea se situaba en los 109,8 puntos, por encima del registro promedio de 2017 (108,6). Asimismo, el índice de confianza del consumidor elaborado también por la Comisión Europea se situaba en los 0,5 puntos, 1,2 puntos por encima del promedio de 2017. Por su parte, el índice PMI compuesto elaborado por Markit en el 2T se situó en 55,4 puntos, un registro compatible con tasas de crecimiento robustas. Finalmente, cabe destacar los favorables datos del mercado laboral, que en el 2T registró una tasa de creación de empleo del 2,8% interanual (según datos de la EPA), ligeramente por encima del crecimiento promedio del 2,6% de 2017.

1. A modo de ejemplo, véase el artículo «La economía española en 2017: creciendo con menos vientos de cola» incluido en el Dossier del IM12/2016.

De hecho, si nos fijamos no solo en el consumo real sino también en la evolución del consumo nominal y del deflactor, los datos ofrecen una visión menos negativa. En concreto, el segundo gráfico muestra que, tras una fase inicial de recuperación (2014-2015) en la que la estabilidad de los precios hizo que el consumo real y nominal evolucionaran de manera muy pareja, desde 2016 el avance del consumo real se ha mantenido relativamente estable y ha mostrado poca sensibilidad al aumento de los precios que refleja el deflactor (que sigue muy de cerca la evolución del IPC): es decir, las familias optaron por compensar los aumentos en los precios con un mayor gasto con tal de mantener su consumo de bienes y servicios. Sin embargo, en el 2T 2018, el repunte de la inflación (debido al aumento

España: cuadro macroeconómico

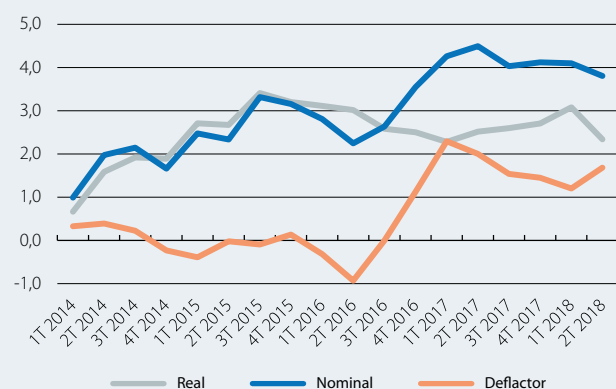
Variación intertrimestral (%)

	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
Consumo privado	0,9	0,4	0,9	0,1
Consumo público	0,6	0,3	0,8	0,1
Formación bruta de capital fijo	2,3	0,6	1,1	3,5
Inversión en bienes de equipo	3,6	0,5	-0,1	6,5
Inversión en construcción	1,7	0,8	2,1	2,2
Demanda interna (contrib.)	1,2	0,4	0,9	0,8
Exportaciones	0,1	1,4	0,6	0,2
Importaciones	1,9	0,6	1,7	1,0
Demanda externa (contrib.)	-0,5	0,3	-0,3	-0,2
PIB	0,64	0,73	0,56	0,56

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Evolución del consumo privado nominal, el real y el deflactor

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

del precio del petróleo) sí que hizo mella en el consumo real, mientras que el crecimiento del consumo nominal se mantuvo estable alrededor del 4%. En parte, ello puede ser resultado de la baja tasa de ahorro de los hogares, que en el 2T 2018 se situó en el 4,7%, el registro más bajo de la serie histórica. Así, la falta de reacción del consumo nominal ante la subida de los precios puede ser indicativo del escaso margen de maniobra del que disponen los hogares para ajustar al alza su gasto en consumo. Con todo, dado que el repunte de los precios se debe, en gran parte, a un aumento de los precios energéticos, que se espera que sea temporal, es probable que el consumo real recupere mayores tasas de crecimiento en los próximos trimestres a medida que la inflación retroceda.

Por lo que se refiere al desempeño del sector exterior, los datos disponibles hasta julio muestran un deterioro del saldo comercial en bienes no energéticos. Este dato resulta menos sorprendente si se tiene en cuenta el contexto actual de desaceleración de los flujos comerciales a nivel global, así como la apreciación gradual del euro que tuvo lugar entre principios de 2017 y abril de 2018.² A estos factores, hay que añadir que la incertidumbre generada por las tensiones comerciales entre EE. UU. y China puede penalizar la confianza.

Además, el sector turístico, que es uno de los pilares del superávit comercial de los últimos años, también ha visto frenada su contribución al crecimiento, tras un 2017 excepcionalmente bueno. Tal y como se puede ver en el tercer gráfico, con datos hasta julio, la llegada de turistas se ha estancado respecto al año anterior. Así, todos estos factores hacen prever que el sector exterior tenga un comportamiento menos favorable en los próximos trimestres que el registrado en los últimos años. En este sentido, en el cuarto gráfico presentamos un cuadro con distintas estimaciones del impacto que la desaceleración del sector turístico puede tener sobre el PIB: en un escenario razonable, el impacto se situaría en torno a los 0,1-0,2 p. p.

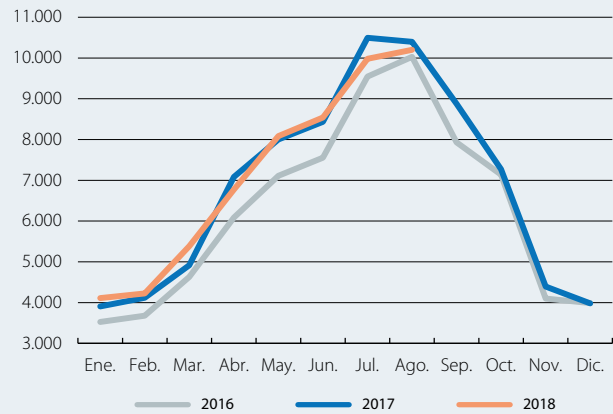
Vientos que cambian de dirección

Las elevadas tasas de crecimiento registradas en España entre 2015 y 2016 no hubieran sido posibles sin una serie de factores que dieron más impulso a la recuperación económica que ya estaba en marcha. Estos vientos de cola se refieren a la caída del precio del petróleo que se produjo a finales de 2014 (el precio del crudo pasó de los 112 dólares en junio de 2014 a 50 dólares en enero de 2015), la compresión de los tipos de interés resultante de las políticas del BCE, una política fiscal que pasó de restar al crecimiento a realizar ligeras aportaciones y a la depreciación del

2. El tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció un 9% entre enero de 2017 y abril de 2018.

España: número de turistas

Miles de personas



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Sector turístico: cuadro de sensibilidades del PIB

Variación interanual (%)

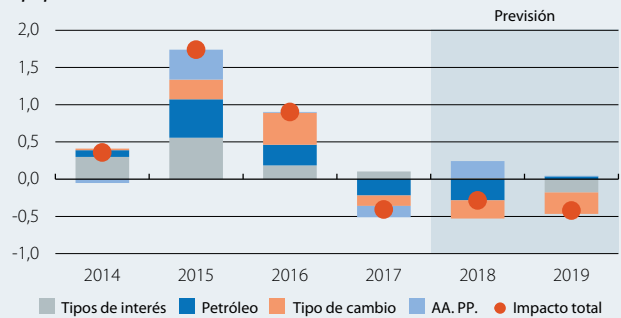
	2017	Acum. julio 18	Escenario 1	Escenario 2
Exportaciones turismo	17,1	3,3	2,0	0,0
Impacto sobre el PIB (en p. p.)			0,09	0,16

Nota: El impacto sobre el PIB se calcula en base al saldo de exportaciones turísticas. No se incluyen efectos indirectos.

Fuente: CaixaBank Research.

España: impacto sobre el crecimiento de los vientos de cola y de cara

(p. p.)



Notas: El impacto de los distintos factores se estima a partir del saldo energético, del pago de intereses, de la depreciación del tipo de cambio efectivo real y del ajuste fiscal. Para estimar el impacto en los componentes de la demanda, se asume una propensión marginal al consumo del 60% y una intensidad importadora del 25%. No se contemplan los efectos indirectos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, el BCE y el Banco de España.

euro. Todos ellos quedan recogidos en el quinto gráfico, donde nuestras estimaciones reflejan que los vientos de cola tuvieron una contribución especialmente remarcable en 2015 y 2016.

Sin embargo, en la coyuntura actual, muchos de estos vientos de cola se han agotado o incluso se han girado de cara. Los ejemplos más claros son los del precio del petróleo y el tipo de cambio. Así, tras situarse en los 48 dólares por barril en junio de 2017, el precio del petróleo ha ido escalando y, en septiembre de 2018, se situaba alrededor de los 80 dólares. Asimismo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se ha apreciado un 6% desde principios de 2017. Dado este viraje de los vientos de cola, en el último gráfico también mostramos nuestras estimaciones del impacto sobre el PIB previsto para cada uno de los cuatro factores mencionados anteriormente (petróleo, tipos de interés, tipo de cambio y política fiscal) para el periodo 2018-2019.

Tal como se puede observar, según las estimaciones de CaixaBank Research, todos los factores considerados limitarán el crecimiento de la economía española, con la excepción de la política fiscal, que prevemos que mantenga una orientación ligeramente expansiva. En relación con el precio del petróleo, se espera que el mayor impacto se

concentre este año dado que, a partir de entonces, prevemos que el precio del crudo frenará su tendencia alcista. En cambio, se espera que el efecto de los mayores tipos de interés, de la mano tanto del fin de las compras netas de activos por parte del BCE a finales de 2018 como de las subidas de los tipos de referencia del BCE a finales de 2019, empiece a notarse en 2019. Finalmente, la apreciación del euro que se ha producido hasta la fecha, y que se espera que tenga aún cierto margen de recorrido, pesará sobre el PIB a lo largo de este año y del que viene. Con todo, cabe destacar que el impacto negativo de estos factores sobre el crecimiento del PIB no se espera que supere, en conjunto, los -0,4 p. p. de PIB, una magnitud mucho más moderada que la observada en 2015 y 2016, cuando estos factores contribuyeron positivamente entre 1 y 1,5 p. p. al crecimiento del PIB.

Así pues, ¿hay que alarmarse por la desaceleración económica que señalan los últimos datos? Nuestro análisis sugiere que, si bien cabe esperar que se produzca una desaceleración y que esta se pueda intensificar a lo largo de este año y el siguiente, las magnitudes consideradas y los factores que la causan no apuntan a una desaceleración brusca, sino que respaldan la visión de que la economía está cambiando de marcha y entrando en una fase del ciclo más avanzada.