

La economía española en 2019: un año de transición hacia cotas más sostenibles

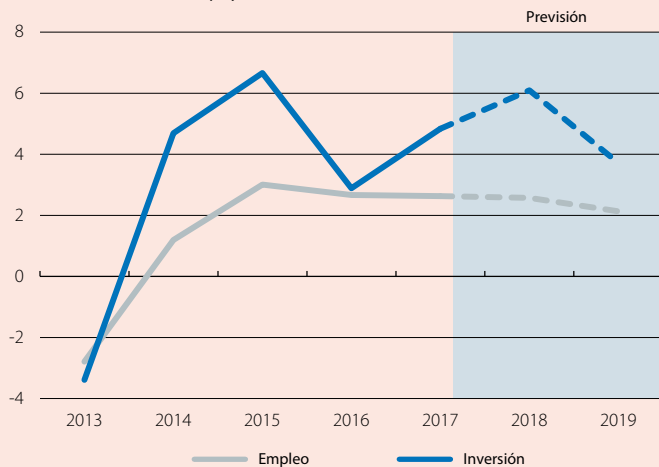
Estamos cerca de finalizar el 2018 y, como es habitual en estas fechas, queremos abstraernos de las preguntas concretas que ajetea nuestro día a día, tomar algo de perspectiva y pensar qué podemos esperar del año que se avecina. Tal y como veremos, prevemos que el 2019 se recuerde como un año de transición: el año en el que la economía dejó de pisar el acelerador, cambió de marcha y se instauró en una cómoda velocidad de crucero.

Antes de entrar en prospectivas, un pequeño *detour*. No es posible entender hacia dónde vamos sin repasar de forma sucinta el pasado reciente. La economía española viene de experimentar tres años de crecimiento muy elevado. Este elevado ritmo de crecimiento ha sido posible gracias a distintos factores. Primero, al empuje cíclico: al salir de la recesión, muchas áreas de la economía española ofrecían un amplio margen para crecer y, cuando las perspectivas económicas mejoraron, la simple recuperación de la actividad desde las cotas tan bajas que se habían alcanzado durante la crisis ofreció un fuerte impulso al crecimiento.¹ El empuje cíclico se vio también beneficiado por algunas de las reformas que la economía española llevó a cabo en el ámbito laboral o en el sector financiero, por ejemplo. Segundo, la economía española se benefició de una serie de factores temporales que dieron un mayor impulso a la recuperación. De estos factores destacamos la pronunciada caída del precio del petróleo que tuvo lugar a finales de 2014, la compresión de los tipos de interés fruto de la política monetaria expansiva del BCE y la recuperación económica global, que ayudó a la dinamización de las exportaciones españolas y potenció el sector turístico.²

Sin embargo, ya en 2017, estos factores de apoyo, o vientos de cola, empezaron a perder fuelle, y en algunos casos incluso se giraron de cara, como es el caso del petróleo, cuyo precio se ha recuperado de forma gradual desde mediados de 2017.³ Asimismo, el contexto internacional ha sufrido un ligero deterioro en los últimos trimestres: la normalización de la política monetaria de EE. UU. ha empezado a tener un impacto sobre los mercados y la escalada de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China ha pesado sobre el clima de confianza global en los últimos meses. Todas estas dinámicas se han visto reflejadas en los últimos datos disponibles hasta la fecha sobre la economía española, que muestran que el ritmo de crecimiento de la economía se ha moderado respecto a los registros de los últimos años, aunque aún permanece en cotas elevadas. Así pues, con este marco de fondo, ¿qué podemos esperar para el 2019?

España: empleo e inversión

Variación interanual (%)



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

Para empezar, prevemos que la demanda interna se mantenga como el principal motor de crecimiento de la economía. Esta previsión se sustenta principalmente en dos ejes. Primero, en la buena evolución del mercado laboral, que sigue arrojando elevadas tasas de crecimiento del empleo. Aunque cabe esperar que el ritmo de creación de empleo se modere a medida que lo haga la actividad, las perspectivas favorables de la demanda y el elevado grado de holgura que subsiste en el mercado laboral sugieren que la economía seguirá generando empleo a un ritmo ligeramente por encima del 2%. Asimismo, a la buena evolución del empleo, cabe añadir una incipiente recuperación de los salarios que ya se empieza a apreciar en los últimos datos y que prevemos que muestre una continuidad en 2019.⁴ Todo ello seguirá apoyando el consumo privado. Segundo, cabe esperar que la inversión mantenga una dinámica favorable, aunque algo más moderada, gracias al contexto de condiciones financieras acomodaticias y las perspectivas favorables de la demanda (véase el primer gráfico).

Por su parte, la demanda externa mantendrá un tono moderado. Tras crecer los últimos trimestres por debajo de lo esperado

debido al repunte de la incertidumbre provocada por las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y a la desaceleración del sector turístico, prevemos que las exportaciones se vayan recuperando parcialmente. Sin embargo, pese a esta recuperación, el buen comportamiento de la demanda interna supondrá un tirón a las importaciones que hará que la contribución del sector exterior al crecimiento acabe siendo prácticamente nula en los próximos trimestres.

- ¿Cómo se conjugan todos estos elementos? Pues bien, la buena dinámica que muestran el empleo y la inversión sostendrá el crecimiento de la economía. En el segundo gráfico, mostramos la previsión de crecimiento del PIB para 2019 (del 2,1%) y su descomposición según la contribución del componente subyacente –el crecimiento que se explica por la acumulación de los facto-
1. El principal ejemplo es el del mercado laboral: en 2013, la tasa de paro se situaba en el 26,1%, un registro muy por encima del promedio entre el 2000 y el 2007 del 10,5%.
 2. Para un análisis más en detalle de la contribución de estos factores de apoyo, véase «La desaceleración de la economía española, ¿cuánto debe preocuparnos?», en el IM10/2018.
 3. El precio del petróleo pasó de los 47,6 dólares en junio de 2017 a los 79,1 dólares en septiembre de 2018.
 4. Por ejemplo, los incrementos salariales pactados en convenio hasta octubre de 2018 fueron del 1,7%, mientras que los firmados un año antes fueron del 1,4%.

res de producción: capital y trabajo–, los factores coyunturales (precio del petróleo, tipos de interés y turismo) y la productividad total de los factores.⁵ Tal y como se puede observar, el elevado crecimiento registrado entre 2015 y 2017 fue producto de un fuerte repunte del crecimiento subyacente, fruto del robusto crecimiento del empleo y la recuperación de la inversión, pero también del impulso de los vientos de cola. En cambio, de cara a 2018 y 2019, podemos ver cómo estos vientos de cola se han agotado y el crecimiento se estabilizará alrededor del crecimiento del componente subyacente, que mantendrá un buen tono gracias a los sólidos fundamentos de la economía (el capital y el empleo), y de la contribución de la PTF, que prevemos que sea modesta, pero acorde con la experiencia histórica reciente.⁶ De este modo, pese al desvanecimiento de los factores coyunturales, podemos ver que la economía seguirá avanzando a un ritmo elevado y más sostenible.

Por definición, el futuro es incierto. De este modo, el análisis de las perspectivas de la economía sería incompleto sin tener en cuenta que el próximo año puede albergar algún evento imprevisto que distorsione el curso esperado de los acontecimientos.

Para reflejar esta incertidumbre, mostramos en la siguiente tabla la sensibilidad de una serie de variables macroeconómicas frente a dos escenarios. El primer escenario sería representativo de un *shock* negativo en alguna de las principales economías del mundo, pero con un impacto contenido a nivel global. Por ejemplo, ello podría ser debido a una desaceleración brusca de la economía norteamericana tras la finalización del empuje fiscal de la Administración Trump y/o al impacto de las tensiones comerciales con China.⁷ El segundo escenario es algo más severo y está inspirado en una versión más suavizada del episodio de la crisis de la deuda soberana que tuvo lugar entre 2010 y 2012. Este escenario podría darse en el caso de que el pulso entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea escalara de tono y la sostenibilidad de la deuda pública italiana se pusiera en entredicho. Tal y como muestra la tabla, en función del escenario considerado, la economía española se enfrentaría a una desaceleración más o menos pronunciada de la esperada. Sin embargo, en ambos casos, la economía se mantendría alejada de la posibilidad de una recesión, la tasa de desempleo seguiría reduciéndose, aunque a un ritmo inferior al predicho, y la prima de riesgo aumentaría de forma moderada.

Desviación respecto al escenario central

(p. p.)

	2019			2020		
	Escenario central *	Escenario 1: Shock internacional con repercusiones limitadas	Escenario 2: Shock con origen en la eurozona	Escenario central	Escenario 1: Shock internacional con repercusiones limitadas	Escenario 2: Shock con origen en la eurozona
PIB	2,1%	-0,3	-0,8	2,0%	-0,2	-0,4
Tasa de desempleo	13,6%	0,3	0,8	12%	0,5	1,0
Precio de la vivienda (variación interanual)	4,2%	-0,5	-2,2	4,5%	-0,4	-2,5
Prima de riesgo (p. b.)	113	11	63	89	6	43

Nota: * Previsión según CaixaBank Research.

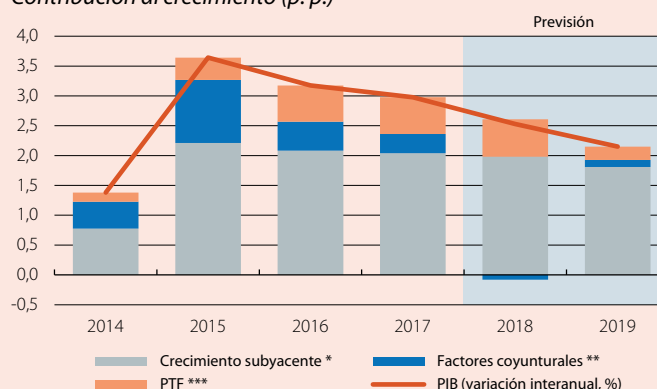
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, Ministerio de Fomento y Bloomberg.

A modo de conclusión, 2019 se nos presenta con buenas perspectivas. Los fundamentos que impulsan el crecimiento se muestran bien anclados y la desaceleración observada respecto a los años anteriores no deja de reflejar el curso natural del ciclo económico. Ello, sin embargo, no debería conducirnos a la complacencia. Los retos de la economía, entre los que destacamos el modesto comportamiento de la productividad del país, la elevada deuda pública y la dualidad en el mercado laboral, son de enjundia y deberíamos aprovechar el buen momento cíclico actual para encauzarlos.

Oriol Carreras
CaixaBank Research

España: previsiones de crecimiento

Contribución al crecimiento (p. p.)



Notas: * Crecimiento subyacente se define como el crecimiento del PIB que se explica por la acumulación de los factores de producción: empleo y capital. ** Los factores coyunturales engloban las aportaciones al crecimiento que provienen de las variaciones en el precio del petróleo, los tipos de interés y el saldo de los servicios turísticos. *** La productividad total de los factores (PTF) constituye el residuo sobrante.

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

5. La productividad total de los factores se obtiene como el residuo entre el crecimiento del PIB y el crecimiento explicado por la acumulación de factores de producción y los factores coyunturales. Según esta definición, el crecimiento que aporta la PTF también podría considerarse parte del crecimiento subyacente.

6. Según las estimaciones del Banco de España (véase Mora-Benito, E. y Chenxu Fu, 2018, «The evolution of Spanish total factor productivity since the global financial crisis»), la contribución de la PTF al crecimiento entre 2001 y 2007 fue de -0,4 p. p., entre 2008 y 2013 fue de -0,7 p. p. y entre 2014 y 2015 fue de 0,8 p. p.

7. El episodio histórico en el que nos hemos basado para la generación del escenario es la crisis de la burbuja *dotcom* que tuvo lugar entre el 2000 y el 2002, y que generó una desaceleración marcada de la economía estadounidense, aunque tuvo un impacto global moderado.