

Análisis Regional España

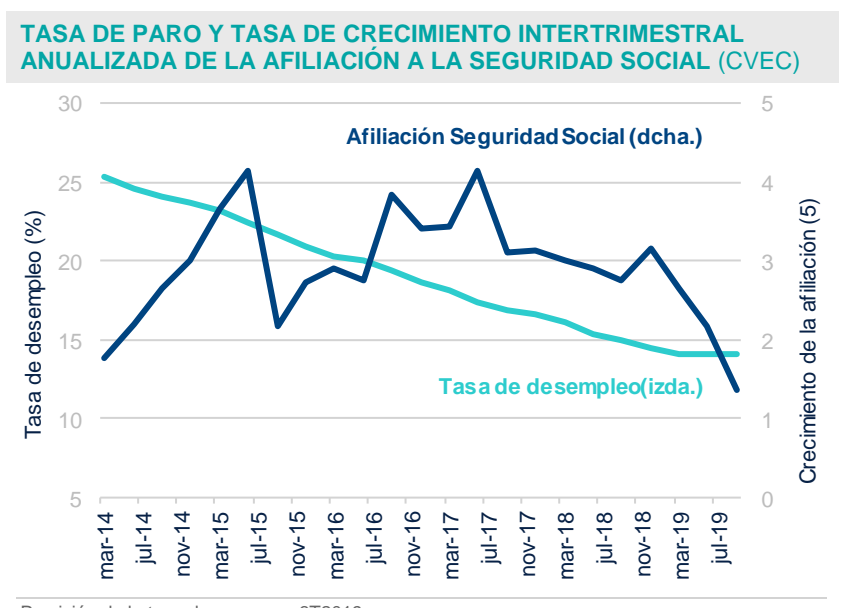
Incertidumbres sobre una desaceleración más intensa de lo previsto

Vozpópuli (España)

Rafael Doménech

La revisión que acaba de hacer el **INE** de la Contabilidad Trimestral ha sorprendido negativamente con un crecimiento del segundo trimestre por debajo de lo avanzado anteriormente y de las previsiones de analistas y expertos. La tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre (1,6%) indica que la desaceleración de la economía española está siendo más intensa de lo previsto a principios de 2019. Además, ofrece una composición de la demanda agregada peor que la que estábamos manejando hasta ahora. Mientras el consumo privado se estancaba con esta revisión a la baja, el consumo público crecía por encima de lo que lo hacía la demanda interna, que aumentó solo un 0,4% en tasa trimestral anualizada. El crecimiento del gasto público, junto con la desaceleración de los ingresos, dio lugar a que el déficit público acumulado de los últimos trimestres volviese a aumentar y se acercara de nuevo al 3% del PIB. La inversión en maquinaria y equipo, una de las variables que mejor refleja las perspectivas y la confianza de las empresas sobre la situación económica, pasó a tener una contribución negativa. Por otro lado, la variación intertrimestral del empleo en la Contabilidad Trimestral fue del 2% en tasa anualizada. Al crecer por encima del PIB, la productividad retrocedió mientras el coste laboral aumentó un 2,8%. Las mejores noticias han venido por la positiva contribución del sector exterior, con un crecimiento de las exportaciones que casi duplicó al de las importaciones y permitió así que la demanda externa contribuyera en un 75% al crecimiento del PIB trimestral.

Respecto a la información más reciente, los datos de **afiliación** a la Seguridad Social del mes de septiembre indican que el tercer trimestre ha cerrado con un crecimiento del empleo del 1,2% en tasa trimestral anualizada (una vez que se descuentan los cuidadores no profesionales), frente al 1,6% del segundo trimestre y menos de la mitad que hace un año (3,2%).



Previsión de la tasa de paro para 3T2019.
Fuente: BBVA Research en base a SS e INE

Frente a estas tasas de crecimiento, las previsiones del consenso económico apuntan hacia un crecimiento para 2020 en línea con el que ya estamos observando ahora. En otras palabras, tras reducir el crecimiento desde el 4,5% a principios de 2015 al 1,6% actual, el consenso supone que, a partir de ahora, esta desaceleración se frena en seco y que el crecimiento de los próximos trimestres se mantendrá en los niveles actuales y cerca de su potencial. Ante los importantes y numerosos riesgos existentes, tanto internacionales como domésticos que justificarían que la desaceleración continúe, cualquier escenario de crecimiento para 2020 por encima del 1,5% puede considerarse bastante benigno y más que aceptable, frente a otros alternativos. Y ello, a pesar de que este escenario implique que apenas se produzca una mejora cíclica de la actividad. Si esto termina ocurriendo y el crecimiento coincide con su potencial, el desempleo se mantendrá estable o disminuirá poco, lo que supone malas noticias para una economía en la que la tasa de paro todavía se encuentra en el 14%.

Tanto en las previsiones de la economía mundial, como para Europa y España, desde hace unos trimestres hemos empezado a ver revisiones a la baja en las perspectivas de crecimiento. Esta señal no es un buen augurio. La experiencia indica que cuando las economías se encuentran en las fases iniciales de un ciclo expansivo, las previsiones tienden a revisarse al alza. Por el contrario, cuando nos acercamos al final del ciclo o, lo que sería peor, a una recesión, las revisiones son a la baja, como han empezado a hacer los grandes bancos centrales y los principales organismos internacionales.

Estos errores de previsión procíclicos se deben básicamente a dos razones. En primer lugar, la mayor parte de los modelos que utilizamos se caracterizan por tasas de crecimiento que revierten con bastante rapidez a su media, de manera que las previsiones tienden al crecimiento potencial de la economía, tanto en las expansiones como en las recesiones. El resultado es que las previsiones casi siempre anticipan un aterrizaje suave hacia el crecimiento potencial, en lugar de un ajuste severo en el que la economía crece por debajo o, incluso, se encamina hacia una recesión. En segundo término, la propia cautela de los analistas económicos invita a la prudencia y a no contribuir a un optimismo o pesimismo excesivo. En las expansiones se evita generar expectativas demasiado optimistas que aceleren aún más la actividad y contribuyan a producir burbujas y desequilibrios. De la misma manera, en los periodos de desaceleración se evita incrementar los riesgos de crisis con expectativas negativas que den lugar a profecías autocumplidas. Como recordaba recientemente Federico [Steinberg](#), los relatos y narrativas condicionan las decisiones económicas. Como resultado, la mayoría de los analistas tratan de que sus previsiones no aumenten la volatilidad del ciclo económico, ya de por sí elevada. Además, también hay algún precedente para defender que la desaceleración no continúe en 2020 e, incluso, se produzca cierta aceleración de la actividad. Esto fue, por ejemplo, lo que ocurrió en 2001, cuando la explosión de la burbuja tecnológica dio lugar a un corto periodo de aumento del paro, al que siguió una recuperación económica vertiginosa hasta el inicio de la crisis financiera internacional en 2008.

¿Podría ocurrir algo parecido en la economía española a lo largo de 2020 de manera que se conjurasen los riesgos de recesión y se volviera a acelerar la actividad económica? Es algo que no se puede descartar, teniendo en cuenta que las nuevas estimaciones de la Contabilidad Trimestral son ahora más volátiles y que la mayor parte de los indicadores apuntan a que el consumo privado no parecía estar estancado en el segundo trimestre, por lo que deberíamos observar cierto rebote en el tercero. Además, los fundamentos de la economía española en términos de endeudamiento del sector privado, competitividad externa o superávit de la balanza por cuenta corriente son mucho más sólidos que hace unos años, por lo que la recuperación puede tener todavía recorrido durante algún tiempo si se dan las condiciones apropiadas.

Pero ese escenario va siendo cada vez menos probable. Más bien al contrario. Haríamos mal en descartar la posibilidad de que el crecimiento económico en 2020 pueda estar por debajo del que observamos ahora, aunque no sea el escenario central. Muchas señales actuales son un mal presagio y existen demasiados riesgos (la guerra comercial y tecnológica entre Estados Unidos y China, el *brexit*, las tensiones geopolíticas con Irán, las protestas sociales en Hong Kong, o la incertidumbre política en España) como para confiar en que ninguno de ellos termine materializándose. En un contexto así, hay que reducir la incertidumbre y evitar cometer errores con la política económica. O, aún mejor, acertar con las medidas y llevar a cabo las reformas que los países necesitan para un crecimiento más inclusivo con el que acometer los retos de la revolución digital.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

