

La economía española en 2018 y previsiones para 2019-2021

Raymond Torres y María Jesús Fernández*

La economía española creció en 2018 un 2,5%, una tasa relativamente elevada en comparación con la eurozona, pero inferior a la registrada el año anterior (3%). Se esperaba que la ralentización procediera principalmente de la demanda nacional, pero esta mantuvo una notable fortaleza en todos sus componentes, de modo que la desaceleración se debió enteramente al deterioro del sector exterior. Para 2019 se prevé un crecimiento del 2,1%, gracias de nuevo a la demanda interna, puesto que el sector exterior detraerá tres décimas de crecimiento, por el menor incremento de las exportaciones que refleja el deterioro del entorno internacional. Pese ello, la economía española seguirá creando empleo y se estima que la tasa de paro baje hasta el 13,9%. La aprobación de una agenda de reformas orientada a reducir la temporalidad del empleo que lastra la productividad y la generación de capital humano, mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, e incentivar la inversión en nuevas tecnologías, innovación y educación, potenciaría en los años sucesivos el crecimiento, reduciría en mayor medida la tasa de paro y mejoraría la deuda pública y externa.

Desde el inicio de 2018, la economía española crece a tasas inferiores a los valores registrados durante el trienio de la recuperación, 2015-2017. Si bien la desaceleración es progresiva —lo que permite mantener un diferencial favorable con respecto a la media europea y a la vez seguir avanzando en la reducción del paro—, conviene examinar sus características para evaluar la sostenibilidad de la onda expansiva. Este es el objetivo del presente artículo.

Para ello, empezaremos por analizar los principales resultados de 2018, para después presentar

las previsiones para el periodo 2019-2021. Este trabajo actualiza y extiende los anteriores escenarios, para 2018-2021 (Torres y Fernández, 2018). El periodo de tres años que cubre el análisis prospectivo es el horizonte temporal que se considera adecuado para realizar pruebas de resistencia de la economía ante posibles *shocks* (véase ESRB, 2018).

En estas previsiones se presta especial atención no solo al crecimiento del PIB sino también a la evolución de la balanza por cuenta corriente. Estos últimos años la economía española, ade-

* Funcas.

más de crecer por encima del 3%, ha conseguido mantener un importante superávit externo. Este es un resultado importante desde el punto de vista de la confianza de los mercados y de la sostenibilidad financiera de la expansión. Así pues, todas las recesiones anteriores venían precedidas por un fuerte deterioro de las cuentas externas.

Finalmente, el artículo desarrolla un escenario alternativo, que incluye la aplicación de una agenda de reformas y examina su impacto sobre

el crecimiento y la balanza corriente, así como los principales desequilibrios de la economía, que son el paro y el déficit público.

La economía española en 2018

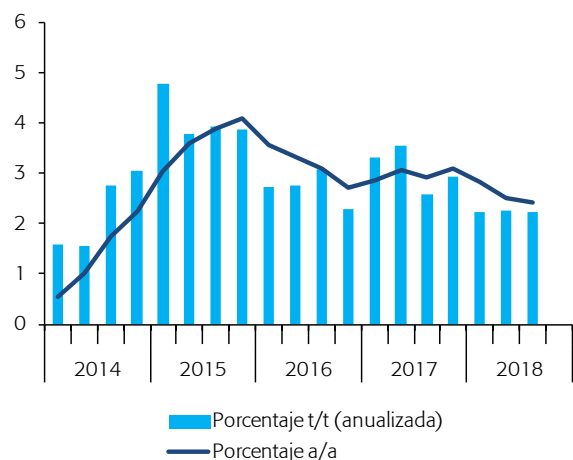
Con información todavía incompleta sobre el cuarto trimestre, se estima que la economía española creció un 2,5% en 2018. El ritmo intertrimestral de crecimiento se mantuvo estable en tasas

Gráfico 1

PIB, empleo y productividad

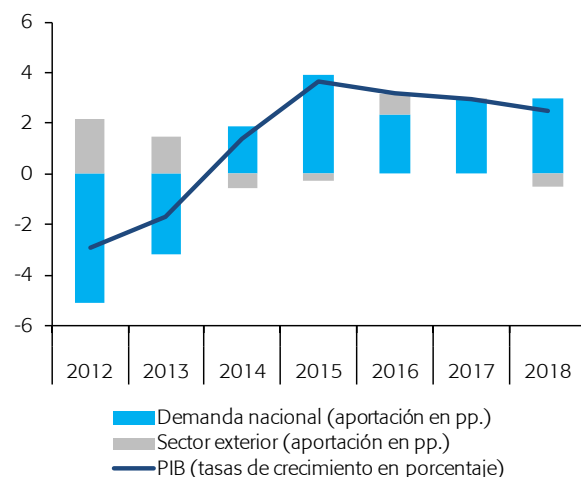
1.1. PIB

(Tasas de crecimiento en porcentaje)



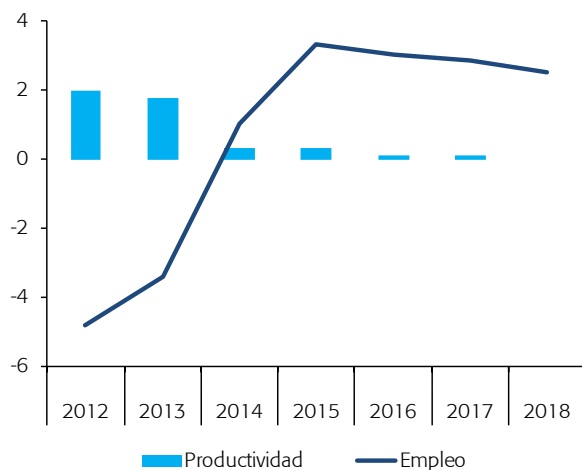
1.2. Aportaciones al crecimiento

(Puntos porcentuales y porcentaje)



1.3. Empleo y productividad

(Tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

del 0,6% en los tres primeros trimestres, mientras que en el último los indicadores apuntan a una aceleración hasta el 0,7%. Son tasas relativamente elevadas en comparación con la eurozona, pero inferiores a las registradas el año anterior, lo que explica la moderación del crecimiento anual con respecto a 2017, cuando la economía creció un 3,0% (gráfico 1.1).

El crecimiento alcanzado se situó en torno a las previsiones que, tanto Funcas como el consenso de analistas recogido en el *Panel de previsiones* de Funcas, mantenían al final del pasado año (aunque en la primera mitad de 2018 dichas previsiones fueron revisadas al alza, para, posteriormente, ser rebajadas de nuevo). No obstante, hay importantes divergencias con respecto a dichas previsiones en cuanto a la composición del crecimiento.

Se esperaba que la ralentización procediera básicamente de la moderación de la demanda nacional, más concretamente del consumo, mientras que la aportación del sector exterior seguiría siendo positiva. Sin embargo, la demanda nacional mantuvo una notable fortaleza, con un crecimiento incluso algo superior al del año anterior, debido a un dinamismo mayor de lo esperado en todos sus componentes, procediendo la desaceleración

Tras registrar un saldo financiero superavitario desde el inicio de la crisis, los hogares vuelven a ser desde 2017 demandantes de financiación. No obstante, su endeudamiento todavía siguió descendiendo, pese a que el crédito al consumo creció a buen ritmo. Por ello, no puede hablarse aún de un desequilibrio, pero si la necesidad de financiación de las familias sigue ampliándose, muy pronto su endeudamiento volverá a aumentar.

enteramente del deterioro del sector exterior. La contribución de este al crecimiento ha pasado de ser ligeramente positiva en 2017 a detraer unas cinco décimas porcentuales en 2018, debido a la fuerte desaceleración de las exportaciones, tanto

de bienes como de servicios, turísticos y no turísticos (gráfico 1.2).

El consumo privado se estima que creció a una tasa muy parecida a la del año anterior. No obstante, en términos nominales su crecimiento se desaceleró, por la menor tasa de inflación, aunque volvió a ser superior al crecimiento de la renta disponible de los hogares (RDB), como viene sucediendo desde el inicio de la recuperación. Esto ha supuesto un nuevo retroceso de la tasa de ahorro hasta un estimado 4,1% de la RDB, el mínimo histórico de la serie que comienza en 1999.

La caída del ahorro de los hogares, unida a la creciente inversión de estos, resultó en una ampliación de su necesidad de financiación hasta en torno al 1,4% del PIB (gráfico 5.1). De este modo, tras haber registrado un saldo financiero superavitario desde el inicio de la crisis hasta 2016, los hogares vuelven a ser desde 2017 demandantes de financiación. No obstante, su endeudamiento todavía siguió descendiendo (gráfico 6), pese a que el crédito al consumo creció a buen ritmo. Por ello, por el momento no puede hablarse de la generación de un desequilibrio, pero si la necesidad de financiación de las familias sigue ampliándose, muy pronto el endeudamiento de estas volverá a aumentar, de modo que el comportamiento de estas variables deberá vigilarse.

La inversión en bienes de equipo también mantuvo un tono más dinámico de lo previsto, con un crecimiento superior al de 2017. Esta variable se sigue apoyando sobre unos balances saneados, unos tipos de interés reducidos, y la recuperación de la tasa de rentabilidad empresarial. Aunque esta, según la Central de Balances del Banco de España, aún es inferior a la existente antes de la crisis. La fuente de financiación de la inversión empresarial, al igual que viene sucediendo desde 2009, procedió, en términos agregados, de los recursos propios de las empresas, las cuales en 2018 volvieron a registrar un excedente financiero (gráfico 5.2). Así, el volumen de endeudamiento de estas en relación al PIB ha seguido descendiendo, y es inferior a la media de la eurozona (gráfico 6).

La inversión en construcción experimentó una aceleración en 2018, que procedió de la construcción no residencial, fundamentalmente obra pública, mientras que la construcción de vivienda moderó su crecimiento, si bien manteniéndose en tasas elevadas. El mercado inmobiliario conservó un tono muy pujante, con un crecimiento del 11% en las compraventas de viviendas hasta septiembre y un aumento de precios del 3,2% hasta el tercer trimestre según la información del Ministerio de Fomento, o del 6,7% según el INE.

Las exportaciones sufrieron una acusada desaceleración en 2018, tanto las de bienes como las de servicios, y dentro de estos, tanto los turísticos como los no turísticos. Se estima un crecimiento del 1,9%, frente al 5,2% del año anterior. En el caso de los bienes, la ralentización fue más acusada que la experimentada por el comercio mundial y por las importaciones de nuestros mercados de exportación.

superiores al 10% en Madrid, Barcelona, Palma de Mallorca, San Sebastián y Málaga, y crecimientos mucho más moderados o incluso caídas en el resto de capitales, según las cifras de Ministerio de Fomento hasta el tercer trimestre.

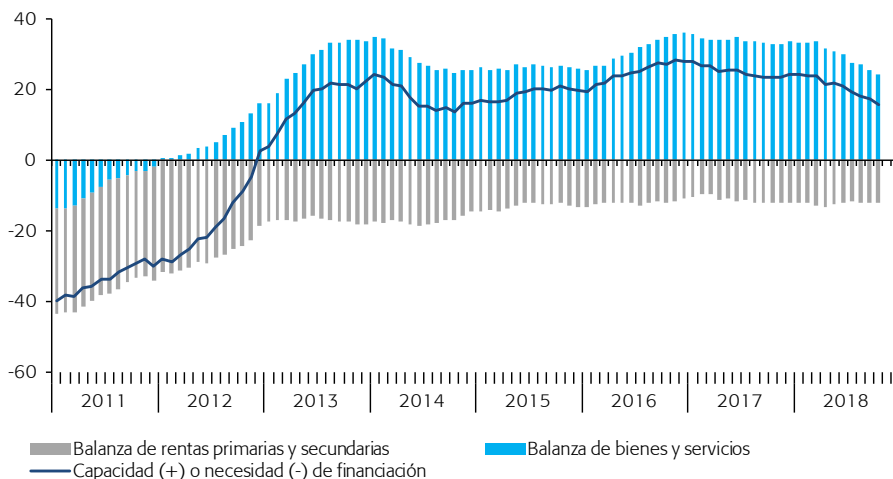
Las exportaciones sufrieron una acusada desaceleración, tanto las de bienes como las de servicios, y dentro de estos, tanto los turísticos como los no turísticos. Se estima un crecimiento del 1,9%, frente al 5,2% del año anterior. En el caso de los bienes, la ralentización fue más acusada que la experimentada por el comercio mundial y por las importaciones de nuestros mercados de exportación. El crecimiento de las importaciones fue del 3,7%, en línea con la elasticidad media respecto a la demanda final observada en los últimos años. En consecuencia, estas últimas crecieron más que las exportaciones dando lugar a una aportación negativa del sector exterior al crecimiento.

Como consecuencia de dicha aportación negativa, unida al precio del petróleo más elevado durante la mayor parte del año y a un aumento del déficit de la balanza de rentas, el superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente se redujo hasta un estimado 0,6% del PIB, frente al 1,8% de 2017 (gráfico 2).

Gráfico 2

Balanza de pagos

(Miles de millones de euros, suma móvil 12 meses)



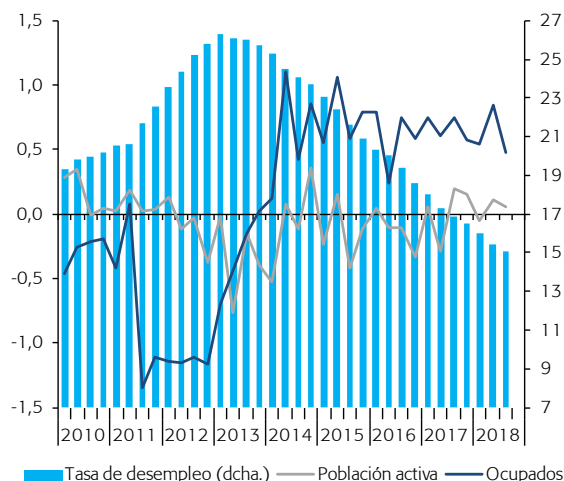
Fuente: Banco de España.

Gráfico 3

Mercado de trabajo

3.1. Empleo y desempleo (EPA)

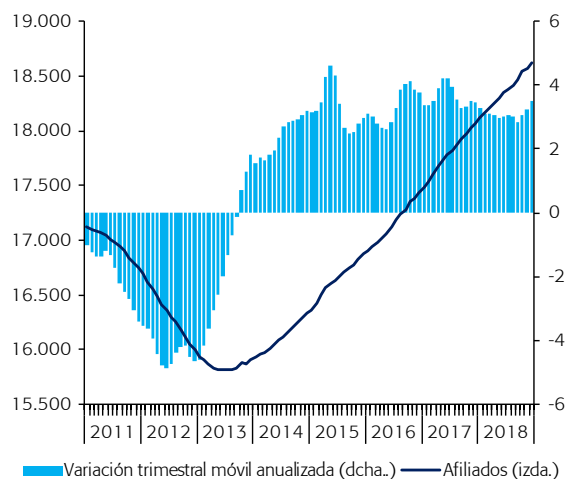
(Variación trimestral en porcentaje, series CVE, y porcentaje de la población activa)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Funcas.

3.2. Afiliados a la Seguridad Social

(Miles y variación trimestral móvil anualizada en porcentaje [T3/3])



Fuente: Ministerio de Empleo y Funcas.

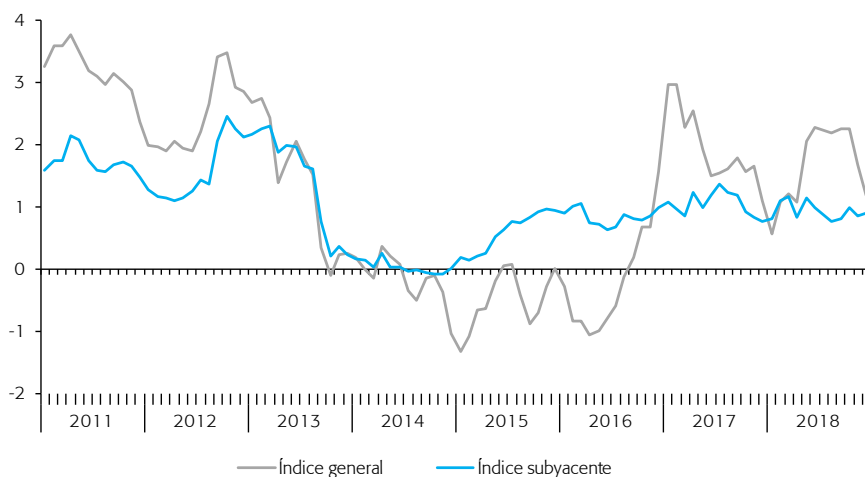
El sector que lideró el crecimiento fue la construcción, mientras que la industria registró su tasa más baja desde el inicio de la recuperación, reflejando la débil evolución de las exportaciones. Su resultado también estuvo marcado por la paraliza-

ción de la producción de automóviles en septiembre, debido a la disrupción generada por la entrada en vigor de la nueva normativa sobre medición de emisiones. Los servicios de no mercado aceleraron su crecimiento, mientras que el resto de servi-

Gráfico 4

Índice de precios de consumo

(Variación interanual en porcentaje)

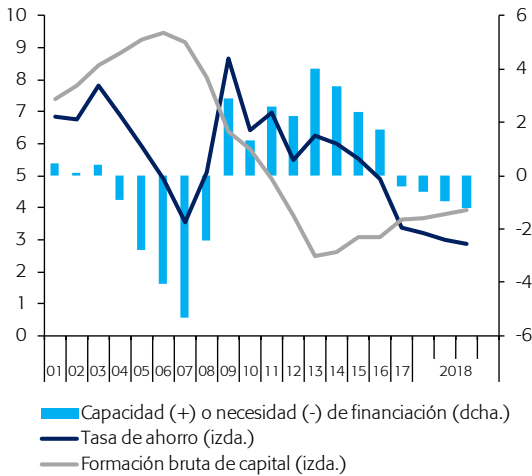


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 5

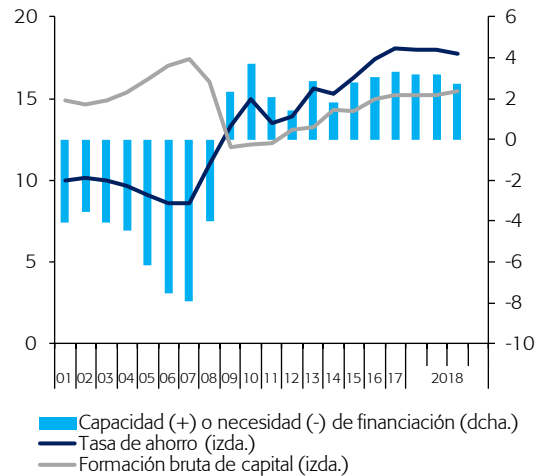
Saldos financieros de hogares y empresas

5.1. Hogares: ahorro y saldo financiero (Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

5.2. Sociedades no financieras: ahorro y saldo financiero (Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

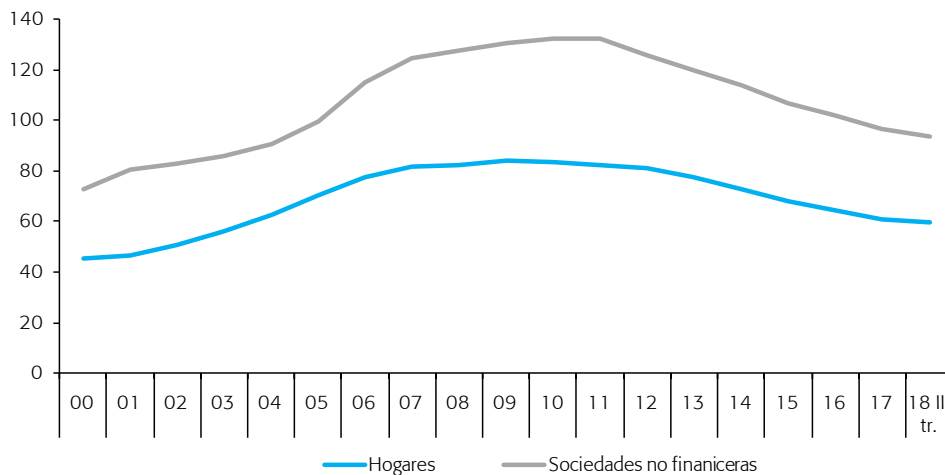
cios se ralentizaron, debido fundamentalmente al moderado ritmo registrado por los sectores más vinculados al turismo.

la productividad aparente del trabajo (gráfico 1.3). El mayor crecimiento del mismo fue en la construcción. En cuanto la ocupación según la *Encuesta de Población Activa (EPA)*, a falta todavía de conocer el resultado del cuarto trimestre, se estima que creció también un 2,5% (gráfico 3.1). La pobla-

Gráfico 6

Tasa de endeudamiento del sector privado

(Porcentaje del PIB)

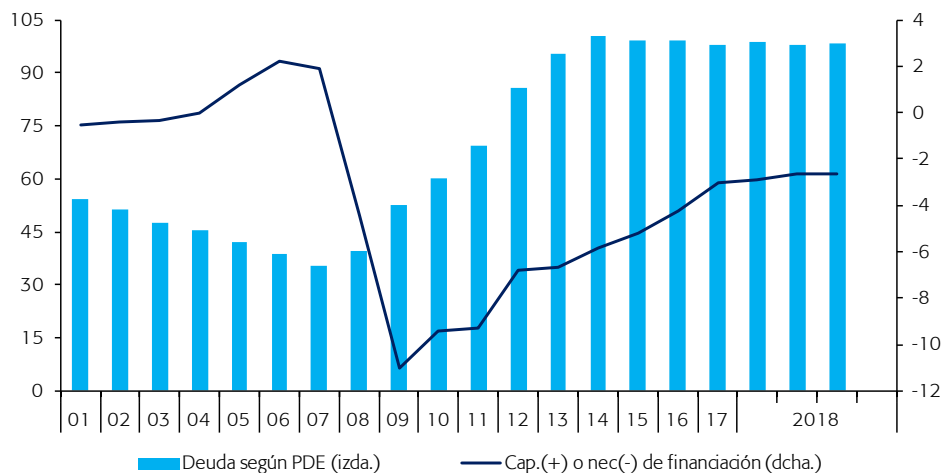


Fuente: Banco de España.

Gráfico 7

Saldo (excluyendo ayudas a las entidades financieras) y deuda de las AA.PP.

(Porcentaje del PIB, suma móvil de 4 trimestres)



Fuente: Banco de España y Funcas.

ción activa registró un pequeño crecimiento, el primero desde 2011, y la tasa de paro media anual fue del 15,3%, la más baja desde 2008, nivel en torno al cual se encuentra la tasa de paro no aceleradora de inflación (NAWRU), según las estimaciones habituales.

Las cifras de afiliación a la Seguridad Social arrojan un crecimiento del empleo en 2018 mayor que el que resulta de la EPA, un 3,1% (gráfico 3.2). Destaca, además, el intenso aumento de los afiliados asalariados con contrato indefinido, que crecieron un 4,8%, frente a un 3,6% los temporales, en aceleración sobre el año anterior en el primer caso, y en desaceleración, en el segundo. Estas tendencias –aceleración del empleo indefinido y desaceleración del temporal– también se han observado en las cifras de la EPA, aunque de forma menos acusada que en las de afiliación.

Las administraciones públicas cerraron el ejercicio con un déficit estimado del 2,7% del PIB, tres décimas porcentuales menos que en el año anterior. Los ingresos tributarios crecieron por encima de lo esperado, en torno al 6%, pero también los gastos experimentaron un fuerte ascenso, debido fundamentalmente al aumento del gasto en pen-

siones. También crecieron, en menor medida, las remuneraciones de los empleados públicos y la inversión pública. La ratio de endeudamiento público se situó en el 97,4% del PIB (gráfico 7).

La tasa de inflación media anual fue del 1,7%, tres décimas porcentuales menos que en el año anterior. El descenso procedió tanto de los productos energéticos como de los componentes del índice subyacente. La tasa anual de crecimiento de este último se situó en el 0,9% (gráfico 4).

El contexto internacional y de política macroeconómica durante el periodo de previsión 2019-2021

Deterioro del entorno externo

El entorno externo ha sufrido un deterioro inesperado. A las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, las dos primeras economías del mundo, se une el resurgimiento de medidas de corte proteccionista que debilitan el comercio internacional. Esta situación complica la tarea del

gobierno chino, que ya se enfrentaba a una fuerte desaceleración de la demanda interna. Por otra parte, el incremento de tipos de interés liderado por la Reserva Federal encarece las condiciones de financiación de las economías emergentes más expuestas al endeudamiento en dólares, especialmente Argentina y Turquía.

Teniendo en cuenta los diferentes factores, se espera una ralentización de la economía global. Tanto el Banco Mundial como el Fondo Monetario Internacional han recortado sus previsiones de crecimiento del PIB mundial. Dichas previsiones se han incorporado en el presente escenario de Funcas, que parte de la hipótesis de un crecimiento de los mercados de exportación del 3,5% en 2019 y 2020 (dos décimas menos que en el anterior ejercicio de previsiones) y 3,8% en 2021.

La economía europea también se ha enfriado, como lo muestran la mayoría de indicadores de sentimiento económico, confianza de consumidores y producción industrial. Italia podría estar rozando la recesión, como consecuencia de las presiones sobre la prima de riesgo, las incertidumbres en torno al rumbo de la política fiscal en un contexto de fuerte endeudamiento público, y el elevado volumen de créditos dudosos que todavía persiste en el balance de los bancos. En Francia, se percibe un bache coyuntural como consecuencia de las revueltas de los *chalecos amarillos*. Pero la sorpresa viene sobre todo de Alemania, el país más vulnerable ante las tensiones comerciales y cuya economía experimentó una contracción en el tercer trimestre de 2018, sin señales claras de mejora. Además, las empresas alemanas tienen dificultades para contratar mano de obra cualificada, en un contexto de paro que se acerca a mínimos históricos. Finalmente, el incierto desenlace del *brexit* también pesa sobre el contexto europeo, sobre todo en Reino Unido, uno de los principales socios comerciales de las empresas españolas, que crece a tasas muy reducidas.

Con todo, las previsiones de crecimiento para la eurozona se han recortado hasta el 1,4% en 2019, dos décimas menos que en el anterior escenario. La eurozona seguiría creciendo a un

ritmo similar en 2020 y se recuperaría ligeramente en 2021.

Hipótesis de política macroeconómica

Se anticipa una política monetaria acomodaticia durante el periodo de previsión, como consecuencia de la debilidad del crecimiento en Europa y de la moderación de la inflación, netamente inferior al objetivo del 2% anual. El Banco Central Europeo mantendrá la senda anunciada de reinversión de bonos y probablemente retrasará el ajuste de los tipos de referencia hasta finales de 2019 o principios de 2020. Fruto de ello, las previsiones suponen un aumento de los tipos de interés a largo plazo a un ritmo aún más suave que en las anteriores previsiones.

En cuanto a la política fiscal, las previsiones se han realizado bajo el supuesto de unos Presupuestos Generales del Estado (PGE) prorrogados, a los que se han añadido las medidas ya adoptadas. Estas incluyen, por el lado del gasto, el aumento de los salarios públicos y la subida de las pensiones. En cuanto a los ingresos, se han incorporado los aumentos ya decididos de las bases de cotización a la Seguridad Social y del impacto sobre la recaudación derivado del aumento del salario mínimo para 2019. Sin embargo, las previsiones no incorporan los nuevos PGE recientemente aprobados por el Gobierno. Esta decisión se explica por el amplio margen que ofrece el debate parlamentario y las incertidumbres en cuanto a la entrada en vigor efectiva de unos nuevos presupuestos –probablemente no antes de mitad de año–.

Previsiones para 2019-2021

Para 2019, se prevé un crecimiento del 2,1%, una décima menos que la anterior previsión (cuadro 1). El sector externo detraerá tres décimas de crecimiento, por el menor incremento de las exportaciones que refleja el deterioro del entorno internacional. El superávit por cuenta corriente se reducirá hasta el 0,7% del PIB.

Cuadro 1

Previsiones económicas para España, 2019-2021

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados				Previsiones Funcas			
	1996-2007	2008-2013	2014-2017	2017	2018	2019	2020	2021
1. PIB y agregados, precios constantes								
PIB, pm	3,8	-1,3	2,8	3,0	2,5	2,1	1,8	1,7
Consumo final hogares e ISFLSH	3,6	-2,2	2,5	2,5	2,5	2,2	1,8	1,6
Consumo final administraciones públicas	4,3	0,7	1,1	1,9	2,1	1,3	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	6,4	-7,4	4,8	4,8	5,6	4,0	3,0	2,1
Construcción	5,9	-10,7	3,4	4,6	6,0	4,1	3,1	2,2
Construcción residencial	7,8	-12,5	6,6	9,0	7,3	5,0	4,1	2,7
Construcción no residencial	4,2	-8,7	0,8	0,6	4,7	3,1	2,0	1,5
Equipo y otros productos	7,5	-2,2	6,2	5,0	5,2	3,8	2,9	2,1
Exportación bienes y servicios	6,6	1,7	4,7	5,2	1,9	2,0	2,4	2,5
Importación bienes y servicios	8,7	-4,1	5,1	5,6	3,7	3,1	2,9	2,5
Demanda nacional (a)	4,5	-3,1	2,8	2,9	3,0	2,4	1,9	1,6
Saldo exterior (a)	-0,7	1,8	0,0	0,1	-0,5	-0,3	-0,1	0,1
PIB precios corrientes: - millardos de euros	--	--	--	1.166,3	1.207,0	1.252,4	1.292,3	1.334,5
- % variación	7,4	-0,8	3,3	4,3	3,5	3,8	3,2	3,3
2. Inflación, empleo y paro								
Deflactor del PIB	3,5	0,5	0,5	1,2	0,9	1,7	1,4	1,6
Deflactor del consumo de los hogares	3,1	1,8	0,4	1,7	1,7	1,2	1,3	1,5
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	3,4	-3,3	2,6	2,9	2,5	1,7	1,4	1,3
Productividad por p.t.e.t.c.	0,4	2,0	0,2	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
Remuneración de los asalariados	7,5	-1,1	3,1	3,5	3,8	4,3	2,8	2,9
Excedente bruto de explotación	6,9	-0,3	3,2	5,0	2,7	2,7	3,6	3,7
Remuneración por asalariado (p.t.e.t.c.)	3,3	2,3	0,2	0,3	1,0	2,1	1,3	1,3
Coste laboral por unidad producida (CLU)	2,9	0,3	0,0	0,2	1,0	1,8	1,0	1,0
Tasa de paro (EPA)	12,5	20,2	20,8	17,2	15,3	13,9	12,7	11,6
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)								
Tasa de ahorro nacional	22,4	19,8	21,9	23,0	22,6	22,8	23,0	23,2
- del cual, ahorro privado	18,6	23,0	24,2	23,9	22,7	22,4	22,3	22,6
Tasa de inversión nacional	26,9	23,1	20,4	21,1	21,9	22,3	22,6	22,9
- de la cual, inversión privada	23,0	19,2	18,2	19,1	19,8	20,2	20,6	20,9
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-4,5	-3,2	1,6	1,8	0,7	0,6	0,4	0,4
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-3,7	-2,8	1,9	2,2	1,0	0,8	0,6	0,5
- Sector privado	-2,8	5,9	6,6	5,2	3,7	3,0	2,5	2,4
- Sector público (déficit AA.PP.)	-0,9	-8,6	-4,7	-3,1	-2,7	-2,1	-1,9	-1,9
- Déficit AA.PP. excl. ayudas a ent. financieras	-0,9	-7,9	-4,6	-3,0	-2,7	-2,1	-1,9	-1,9
Deuda pública bruta	52,2	67,2	99,2	98,1	97,4	95,9	94,8	93,6
4. Otras variables								
PIB eurozona	2,5	-0,3	1,9	2,3	2,0	1,4	1,4	1,6
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	10,2	10,1	7,8	5,5	4,1	4,1	3,8	3,7
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	93,1	127,7	105,7	100,2	96,9	94,0	92,0	89,6
Deuda bruta sociedades no financieras (% del PIB)	90,3	128,0	104,7	96,5	91,9	87,2	83,3	79,4
Deuda externa bruta española (% del PIB)	90,8	158,6	167,5	166,6	167,6	166,3	166,3	165,8
Euríbor 12 meses (% anual)	3,74	1,90	0,12	-0,14	-0,17	0,08	0,45	1,15
Rendimiento deuda pública 10 años (% anual)	5,00	4,74	1,85	1,56	1,43	1,54	1,75	2,00

Nota: (a) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

Fuentes: 1996-2017: INE y Banco de España; previsiones 2019-2021: Funcas; 2018: estimaciones Funcas.

La demanda interna mantendrá un vigoroso ritmo de crecimiento, aunque más moderado que en los años anteriores. En el caso del consumo privado, la ralentización será muy suave, ya que la reducción del margen derivado del descenso de la tasa de ahorro se compensará en parte por el mayor crecimiento de las rentas de los hogares

En el caso del consumo privado, la ralentización será muy suave, ya que la reducción del margen derivado del descenso de la tasa de ahorro se compensará en parte por el mayor crecimiento de las rentas de los hogares como consecuencia de diversos factores, como la subida del salario mínimo, de los salarios de los empleados públicos y de las pensiones.

como consecuencia de diversos factores, como la subida del salario mínimo, de los salarios de los empleados públicos y de las pensiones. La inversión en equipo también se desacelerará debido al empeoramiento de las perspectivas globales, la desaparición del impulso derivado de las bajadas de tipos de interés, y el propio agotamiento cíclico de esta variable.

Pese a la desaceleración, la economía española seguirá creando empleo y se estima que la tasa de paro baje hasta el 13,9%. Se prevé un aumento de la remuneración por asalariado del 2,1%, la tasa más elevada desde 2009, fruto del ajuste del salario mínimo y de los salarios de la Administración Pública. Teniendo en cuenta el débil crecimiento de la productividad, los costes laborales unitarios se incrementarán un 1,8%, en línea con la media de la eurozona.

Las hipótesis presupuestarias conducen a un aumento de la recaudación superior al ritmo de crecimiento de la economía, mientras que el gasto lo haría ligeramente por debajo. Este contexto facilitaría la reducción del déficit hasta el 2,1% del PIB, seis décimas menos que en 2018. Aunque en retroceso, el déficit todavía superaría el objetivo marcado del 1,3% (o incluso la senda corregida

del gobierno, del 1,8%). Los componentes del gasto que más crecerán serán las remuneraciones salariales y las pensiones. Los pagos por intereses de la deuda alcanzarán un importe muy semejante al de 2018, para empezar a ascender a partir de 2020.

La economía española mantendría la senda de desaceleración hasta 2021, año en que se acercaría a su potencial de crecimiento, estimado entre 1,6% y 1,7%, todavía suficiente para reducir la tasa de paro hasta el 11,6%, ligeramente por encima del nivel alcanzado en 2008. Factores como la reducida tasa de ahorro, el ascenso —muy moderado— de los tipos de interés, y las limitaciones al gasto público derivadas del déficit, frenarán progresivamente el ritmo de crecimiento de la demanda nacional. El avance limitado de los mercados internacionales y de la productividad (la clave para mejorar la posición exportadora española) provocará una caída adicional del superávit externo, que se quedaría en un escaso 0,4% del PIB. Finalmente, la ralentización de la economía frenaría los progresos en la reducción del déficit público. La deuda pública todavía alcanzaría el 93,6% del PIB a finales de 2021.

La economía española mantendría la senda de desaceleración hasta 2021, año en que se acercaría a su potencial de crecimiento, estimado entre 1,6% y 1,7%, todavía suficiente para reducir la tasa de paro hasta el 11,6%, ligeramente por encima del nivel alcanzado en 2008.

El crecimiento de las remuneraciones salariales en 2020 y 2021 será inferior al esperado para el ejercicio actual, muy influido por factores extraordinarios, pero será superior a las tasas observadas en los últimos años. Esto unido al escaso crecimiento de la productividad dará lugar a un crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) superior también al registrado en la etapa más reciente. Con todo, la favorable posición competitiva de las empresas españolas se mantendrá durante el conjunto del periodo de previsión.

Escenario con reformas

Las previsiones se han realizado bajo la hipótesis de que no se adoptarán medidas específicas para incrementar el potencial productivo a largo plazo, lo que explica que el crecimiento se acerque a su potencial al final del periodo y el superávit externo tienda hacia su desaparición. Sin embargo, en un escenario alternativo con reformas, las perspectivas mejorarían notablemente.

Para ilustrarlo, el escenario alternativo incorpora la aprobación de una agenda de reformas que entrarían plenamente en vigor a partir de 2020. Esta agenda incluye reformas orientadas a reducir la elevada temporalidad del empleo que lastra la productividad y la generación de capital humano, mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, e incentivar la inversión en nuevas tecnologías, innovación y educación.

El resultado sería un aumento del crecimiento anual de la productividad desde el 0,2% actual hasta el 1% (la tasa media de crecimiento en

Alemania y Francia)¹. Así pues, el *shock* es relativamente modesto, puesto que mantendría el diferencial de niveles de eficiencia económica con las dos principales economías de la eurozona. Por otra

El principal resultado del incremento de la productividad conseguido gracias una agenda reformista sería, por una parte, una mejora de la competitividad de las empresas y un estímulo de las exportaciones, y por otra, una mayor rentabilidad de la inversión. El incremento del PIB que se derivaría de estos efectos repercutiría sobre la creación de empleo y las rentas salariales, impulsando la demanda interna.

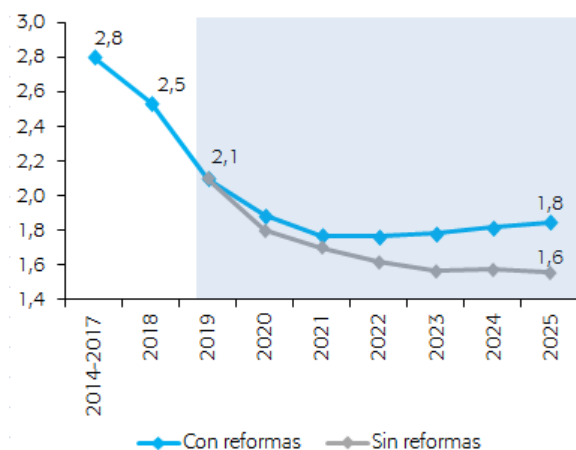
parte, en consonancia con la experiencia internacional, el impacto de las reformas sería progresivo, por lo que el incremento de la productividad ocurriría también gradualmente. Finalmente, no existe consenso sobre la magnitud del impacto del esfuerzo reformista sobre el incremento de la productividad². Por tanto, el escenario que aquí se

Gráfico 8

Previsiones 2019-2025 en escenarios alternativos

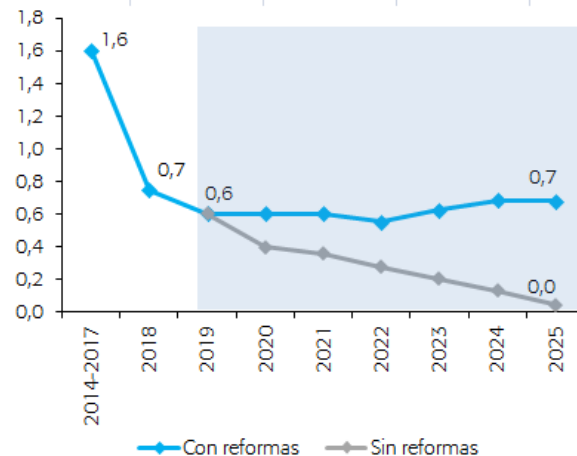
8.1. PIB

(Tasas anuales de crecimiento)



Fuente: Hasta 2017, INE; 2018-2015, Funcas.

8.2. Saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente (Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de España; 2018-2015

¹ En esta simulación de políticas se toma como referencia la productividad por hora trabajada, y no el PIB por persona ocupada. De esta manera se considera que las reformas incrementan la productividad total de factores.

² Para un estudio exhaustivo de esta cuestión, véase Cuadrado y Moral-Benito (2016).

Cuadro 2

Previsiones de paro y deuda en 2025 en escenarios alternativos

	2018	2025	
		Con reformas	Sin reformas
Tasa de paro	15,3	7,4	8,6
Deuda pública (% del PIB)	97,4	90,3	93,4
Deuda externa bruta (% del PIB)	167,6	159,1	164,2

Fuente: Funcas.

presenta no se debe considerar como una previsión. Se trata más bien de un ejercicio ilustrativo de los efectos macroeconómicos de las reformas.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, el principal resultado del incremento de la productividad conseguido gracias a las reformas es, por una parte, una mejora de la competitividad de las empresas españolas y un estímulo de las exportaciones, y por otra, una mayor rentabilidad de la inversión. El incremento del PIB que se deriva de estos efectos repercute sobre la creación de empleo y las rentas salariales, impulsando la demanda interna.

Así pues, la economía crecería en torno a dos décimas más en el escenario reformista que en caso de perpetuación del *statu quo* (gráfico 8). Por otra parte, la pujanza de las exportaciones haría posible el mantenimiento del excedente externo (alrededor de 0,7% del PIB), que contrasta con la desaparición del mismo en el escenario sin reformas. Finalmente, la tasa de paro se situaría cerca de un punto por debajo de la proyección central (cuadro 2). La elevación del crecimiento y el mantenimiento de un excedente de balanza corriente también permitirían una reducción de la deuda, tanto pública como externa.

Riesgos

En definitiva, la economía debería mantener un ritmo de crecimiento relativamente ele-

vado durante 2019. Sin embargo, el riesgo de un deterioro pronunciado del entorno externo, que podría pesar sobre esas perspectivas, se ha incrementado. Factores como la guerra comercial entre Estados Unidos y China, los desequilibrios que acumula esta última economía, el elevado nivel de endeudamiento de la economía a nivel global, o el ascenso de los populismos antieuropeos, podrían desencadenar crisis de confianza y frenar el crecimiento de la economía mundial más intensamente de lo esperado. En tales circunstancias, el elevado nivel de nuestro déficit estructural y endeudamiento público dejarían escaso margen para desarrollar una política fiscal anticíclica.

Otro riesgo, esta vez interno, sería el aplazamiento de la agenda reformista, necesaria para prolongar la onda expansiva, reducir el paro y corregir las desigualdades.

Referencias

- CUADRADO, P., y E. MORAL-BENITO (2016), Potential Growth of the Spanish Economy, Banco de España, *Occasional Paper*, 1603.
- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, ESRB (2018), *Adverse macro-financial scenario for the 2018 EU-wide banking sector stress test*, enero, www.eba.europa.eu
- TORRES, R., y M. J. FERNÁNDEZ (2018), "Escenarios para la economía española, 2018-2020", *Cuadernos de Información Económica*, 263, (marzo-abril): 1-11.