

LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL EMPEORAMIENTO DEL ENTORNO EXTERIOR

En 2018, el crecimiento del PIB en España —del 2,6 %— no fue muy distinto del que el Banco de España proyectó en diciembre de 2017 —de un 2,4 %— (véanse gráficos 1 y 2). Sin embargo, la composición sí que difirió notablemente de la esperada. En concreto, la aportación de las exportaciones netas al crecimiento del PIB fue 0,7 puntos porcentuales (pp) menor que la prevista, mientras que la de la demanda nacional fue 0,8 pp más alta, sorpresa a la que el consumo privado y el consumo

público contribuyeron en dos décimas cada uno de ellos, y las inversiones en equipo, en viviendas, en otras construcciones y en variación de existencias lo hicieron en 0,1 pp en cada caso. Por el contrario, en el área del euro, al comportamiento más negativo de lo esperado de las exportaciones se añadió una sorpresa del mismo signo en la demanda nacional, lo que llevó a un crecimiento del PIB del 1,9 %, cuatro décimas por debajo de lo proyectado¹.

Gráfico 1
ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE):
PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA EN 2018
Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones

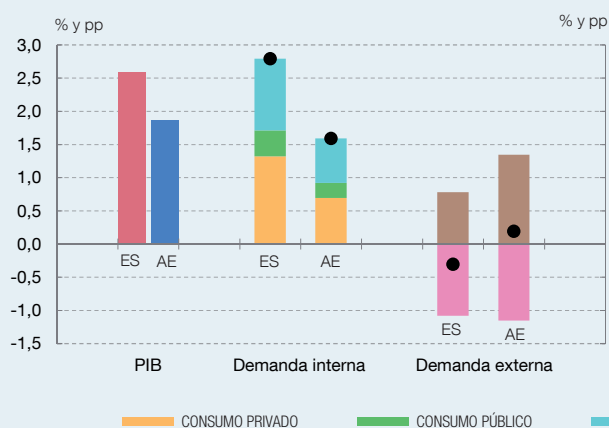


Gráfico 2
ESPAÑA (ES) Y ÁREA DEL EURO (AE):
DIFERENCIAS ENTRE EL PIB Y LOS COMPONENTES DE DEMANDA OBSERVADOS Y SUS PROYECCIONES DE DICIEMBRE DE 2017
Tasas de crecimiento medias anuales y contribuciones

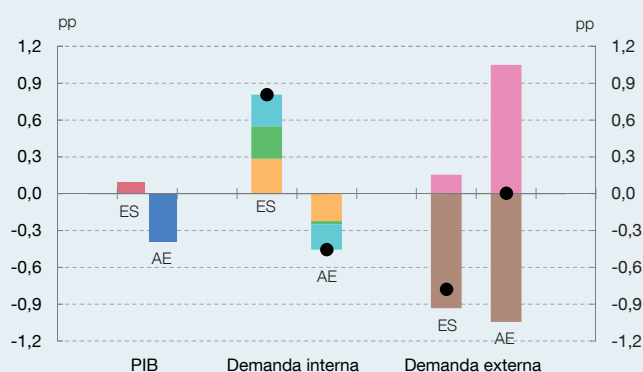


Gráfico 3
ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO: EVOLUCIÓN DE DIVERSAS VARIABLES
Tasas de crecimiento y niveles en porcentaje de la renta bruta disponible y del PIB
Tasas de variación interanual en términos reales

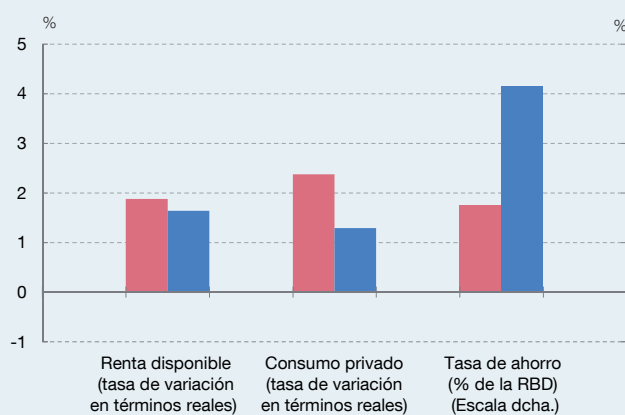
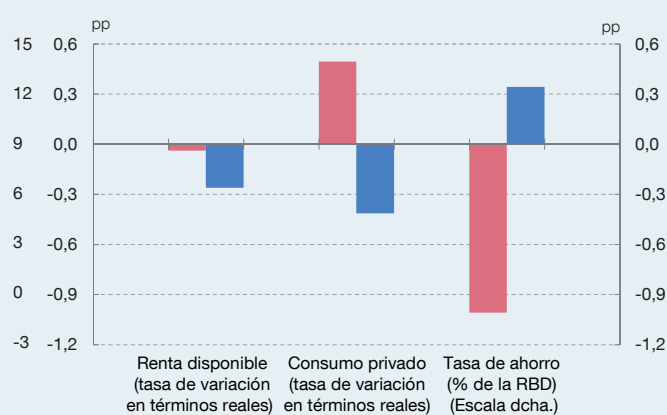


Gráfico 4
ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO:
DIFERENCIAS ENTRE LOS VALORES OBSERVADOS Y LOS PROYECTADOS EN DICIEMBRE DE 2017



ESPAÑA ÁREA DEL EURO

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

1 Véanse BCE (2019), *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2019*, y BCE (2017), *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017*.

LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL EMPEORAMIENTO DEL ENTORNO EXTERIOR (cont.)

El mayor sostenimiento de la actividad y de la demanda interna en España, frente al debilitamiento observado en el área del euro, pudo responder a múltiples causas, que resulta útil agrupar en dos categorías. Por un lado, cabe la posibilidad de que ambas economías se vieran afectadas de forma asimétrica por perturbaciones comunes. Por otro lado, pudieron existir factores idiosincrásicos de diversos tipos que recayeran solamente sobre una de ellas.

Comenzando por el primer tipo de factores, las divergencias observadas podrían explicarse, en parte, porque las sorpresas en el conjunto de los supuestos comunes sobre los cuales se condicionan las proyecciones hubieran afectado de distinta manera a España y al conjunto del área del euro. Entre esas sorpresas, el pasado año destacó la notable e inesperada desaceleración de los mercados exteriores, que, aunque perjudicó a ambas economías, podría haber tenido efectos diferenciados más severos sobre una de ellas, bien porque afectara comparativamente en mayor medida a sus exportaciones, bien porque repercutiera con más intensidad sobre el componente interno de su demanda.

En 2018, el crecimiento de los mercados de exportación de España fue inferior en 1,9 pp al que se proyectaba en diciembre del año anterior (véase cuadro 1). En el promedio de los tres mayores países del área del euro —esto es, Alemania, Francia e Italia—, esa diferencia tuvo una magnitud menor (de 1,2 pp), lo que se explica por el mayor peso relativo, dentro del conjunto de los mercados

exteriores españoles, de aquellos cuya evolución sorprendió a la baja en mayor medida. Por otro lado, de acuerdo con las simulaciones realizadas con los modelos de los correspondientes bancos centrales nacionales, el impacto sobre el crecimiento del PIB de una reducción de la demanda externa de un 1 % sería, tanto en el caso de España como en el del promedio de los tres países considerados, de 0,18 pp al cabo de un año. Por tanto, dada esta elasticidad, el peor comportamiento de las demandas externas respectivas habría dado lugar a una disminución de la tasa de variación del PIB de unas tres décimas en el caso de España y de unas dos en el promedio de los otros tres países². Además, el impacto negativo del mayor nivel del precio del petróleo, en relación con el anticipado a finales de 2017, sobre el PIB y la demanda interna habría sido muy similar en los cuatro países considerados (véase cuadro 2), en tanto que el efecto conjunto del resto de las sorpresas en las variables sobre las cuales se condicionan las proyecciones habría sido prácticamente nulo en todos los casos. Por consiguiente, los efectos asimétricos de las perturbaciones comunes no parecen poder explicar que el PIB y la demanda interna se vieran sometidos a sorpresas positivas en nuestro país, en contraste con las de signo negativo en las tres economías de mayor tamaño de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Los factores idiosincrásicos, por su parte, constituyen, por su propia naturaleza, una categoría muy heterogénea. En primer lugar, a lo largo de 2018 se materializaron

Cuadro 1
MERCADOS EXTERIORES EN 2018: IMPACTO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LA CONTRIBUCIÓN DE LAS DEMANDAS INTERNA Y EXTERNA

	Crecimiento de los mercados en 2018 (%)			Impacto (pp) sobre...		
	Esperado en diciembre de 2017 (1)	Observado en marzo de 2019 (2)	Diferencias (pp) (2) - (1)	PIB	Demanda interna (contr.)	Demanda externa (contr.)
España	5,0	3,1	-1,9	-0,3	-0,1	-0,2
Promedio (Alemania, Francia e Italia)	4,8	3,5	-1,2	-0,2	-0,1	-0,1
Alemania	4,5	3,5	-1,0	-0,4	-0,1	-0,3
Francia	4,9	3,6	-1,3	-0,1	-0,1	-0,1
Italia	4,9	3,5	-1,4	-0,1	-0,1	-0,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

² Además, el comportamiento más desfavorable de lo esperado de los mercados de exportación habría tenido un impacto negativo sobre el crecimiento de la demanda interna en una magnitud de 0,1 pp, tanto en España como en el promedio de Alemania, Francia e Italia.

LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL EMPEORAMIENTO DEL ENTORNO EXTERIOR (cont.)

distintas circunstancias imprevistas, que, de forma inesperada y predominantemente transitoria, habrían podido incidir de forma adversa sobre las principales economías del área del euro, sin afectar de manera directa a nuestro país³. En segundo lugar, la política fiscal tuvo en España una orientación más expansiva con respecto a lo que se esperaba en diciembre de 2017. En concreto, las estimaciones más recientes, realizadas en el contexto de la formulación de las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2019, apuntan a un empeoramiento del saldo estructural primario entre 2017 y 2018, frente a la variación nula esperada en diciembre de 2017.

Según las simulaciones realizadas con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), la magnitud de la

contribución de las medidas discrecionales expansivas al crecimiento del PIB en 2018 habría sido, aproximadamente, de entre dos y tres décimas⁴.

En tercer lugar, el comportamiento de los hogares en 2018 en España, en términos de sus decisiones de gasto y de ahorro, difirió significativamente tanto del que se esperaba antes de que comenzara el año como del que pudo observarse en el área del euro. Concretamente, el crecimiento del consumo privado, de un 2,3% en términos reales, superó en 0,8 pp al de las rentas, lo que llevó a un descenso de la tasa de ahorro de seis décimas (véase gráfico 3). Estos desarrollos contrastan notablemente con las proyecciones realizadas en diciembre de 2017, que predecían que la tasa de ahorro

Cuadro 2
IMPACTO EN PUNTOS PORCENTUALES DE DIVERSOS FACTORES SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LAS CONTRIBUCIONES DE LAS DEMANDAS INTERNA Y EXTERNA

	Precio del petróleo			Otras variables (a)		
	PIB	Demanda interna (contr.)	Demanda externa (contr.)	PIB	Demanda interna (contr.)	Demanda externa (contr.)
España	-0,06	-0,10	0,04	0,02	0,00	0,02
Promedio (Alemania, Francia e Italia)	-0,06	-0,09	0,03	0,01	-0,01	0,03
Alemania	-0,09	-0,13	0,04	0,03	0,00	0,03
Francia	-0,03	-0,05	0,02	0,01	0,00	0,01
Italia	-0,06	-0,10	0,04	0,01	-0,03	0,03

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Incluye tipos de cambio, tipos de interés y cotizaciones bursátiles.

- 3 A principios de año, los factores mencionados incluyeron la climatología adversa, las epidemias de gripe que aquejaron al norte y al centro de Europa y algunas huelgas sectoriales en el caso específico de Alemania (véase recuadro 2, “La desaceleración de la actividad económica en el área del euro: ¿factores permanentes o transitorios?”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España). A partir de la primavera, Italia se vio afectada por las incertidumbres acerca del curso de sus políticas económicas, que tuvieron como consecuencia una elevación del coste de financiación de esa economía. Inmediatamente después del verano, las dificultades de los productores de automóviles para adecuar su oferta a la nueva normativa de emisiones contaminantes dieron lugar a un debilitamiento de la producción de esta industria (véase recuadro 4, “Impacto de la nueva norma de emisiones sobre el mercado del automóvil”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España). No obstante, España no habría sido inmune a esta última circunstancia, que habría perjudicado especialmente a Alemania, mientras que, por el contrario, su incidencia en Francia habría sido comparativamente más reducida. Ya en el tramo final del año, la agitación social pudo restar alguna décima al crecimiento del PIB de la economía gala.
- 4 Estas estimaciones son sensibles al supuesto realizado acerca de la propensión a consumir de los hogares que resultaron más directamente beneficiados por las medidas de aumento del empleo, los salarios y las transferencias públicas y de reducción de determinadas cargas impositivas, contempladas en los Presupuestos Generales del Estado de 2018. En todo caso, la estimación precisa del impacto del tono de la política presupuestaria sobre la actividad en el corto plazo está sujeta a un elevado grado de incertidumbre, puesto que la misma depende de numerosos factores, que incluyen las circunstancias específicas de la economía. En concreto, la literatura señala que el valor de los multiplicadores fiscales tiende, por un lado, a ser más elevado en las proximidades del límite inferior efectivo de los tipos de interés y, por otro lado, a ser más reducido en la fase alcista del ciclo, circunstancias ambas que se dieron en 2018 en el caso de la economía española, sin que sea fácil determinar el impacto neto de ambas.

LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL EMPEORAMIENTO DEL ENTORNO EXTERIOR (cont.)

repuntaría en 2018 en una décima, en un contexto de menor crecimiento del consumo (véase gráfico 4)⁵. A título ilustrativo, un ejercicio realizado con el MTBE en el que se simula un comportamiento menos expansivo del gasto de los hogares que replica ese aumento inicialmente proyectado de 0,1 pp de su tasa de ahorro conduce a un crecimiento del PIB inferior en unos 0,4 pp en 2018.

El descenso de la tasa de ahorro en España, su naturaleza no anticipada y el distinto comportamiento de esta variable en comparación con lo observado en el área del euro pueden responder a múltiples causas, de naturaleza muy distinta, algunas de las cuales sugieren la presencia de ciertos límites a la capacidad de los hogares para mantener en el futuro el dinamismo que ha mostrado recientemente su gasto en consumo⁶. Además, la reducción de la tasa de ahorro a lo largo de la recuperación ha venido acompañada de un aumento de la proporción del consumo que es financiada a través del crédito⁷ y, por tanto, con cargo a rentas futuras, lo que apunta a la posibilidad de que algunos agentes pudieran quizá estar incurriendo en una cierta sobreestimación de sus niveles de renta futura, lo que a

su vez aumenta su vulnerabilidad ante eventuales perturbaciones adversas.

En conclusión, los soportes del crecimiento en nuestro país en 2018 incluyeron un tono expansivo de la política presupuestaria y una elevada propensión al gasto de los hogares. Este análisis aconseja, por tanto, una aproximación cautelosa a la hora de extrapolar hacia el futuro el mejor comportamiento relativo de la economía española frente a sus referencias naturales dentro de la UEM. Por un lado, la consecución de un crecimiento más elevado en el corto plazo a expensas de retrasar la necesaria consolidación de las finanzas públicas —algo que, básicamente, viene observándose desde 2015— puede conllevar ciertos costes adicionales en el futuro, como se señala en el apartado 4.2.2 de este capítulo. Por otro lado, el reducido nivel de la tasa de ahorro, el hecho de que el sector de los hogares haya incurrido en necesidades netas de financiación (esto es, de que su ahorro sea insuficiente para financiar su inversión) y el elevado crecimiento del recurso al crédito para financiar el consumo apuntan, de cara al futuro, a una posible moderación del ritmo de avance del gasto de las familias.

-
- 5 Por su parte, aunque el crecimiento de las rentas de los hogares en las tres principales economías del área del euro fue similar al observado en España, su consumo fue muy inferior, lo que dio lugar a un aumento de su tasa de ahorro de 0,4 pp, algo mayor que el previsto un año antes.
 - 6 Entre las explicaciones más benevolentes se encuentran una posible mayor incidencia en España de los efectos composición asociados al hecho de que los nuevos entrantes en el mercado de trabajo tengan una propensión a consumir muy elevada o la posibilidad de que el proceso por el que ha venido satisfaciéndose la demanda embalsada acumulada durante la crisis tenga un grado de persistencia más elevado que el que se había supuesto, factores cuya incidencia es probablemente menor en otras economías del área. Véase el [capítulo 1 del Informe Anual 2017 del Banco de España](#) para una descripción de los diversos factores que habrían explicado la evolución de la tasa de ahorro de los hogares en la última década.
 - 7 Véase recuadro 7, “Evolución reciente del mercado de crédito al consumo en España”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018, Banco de España.