

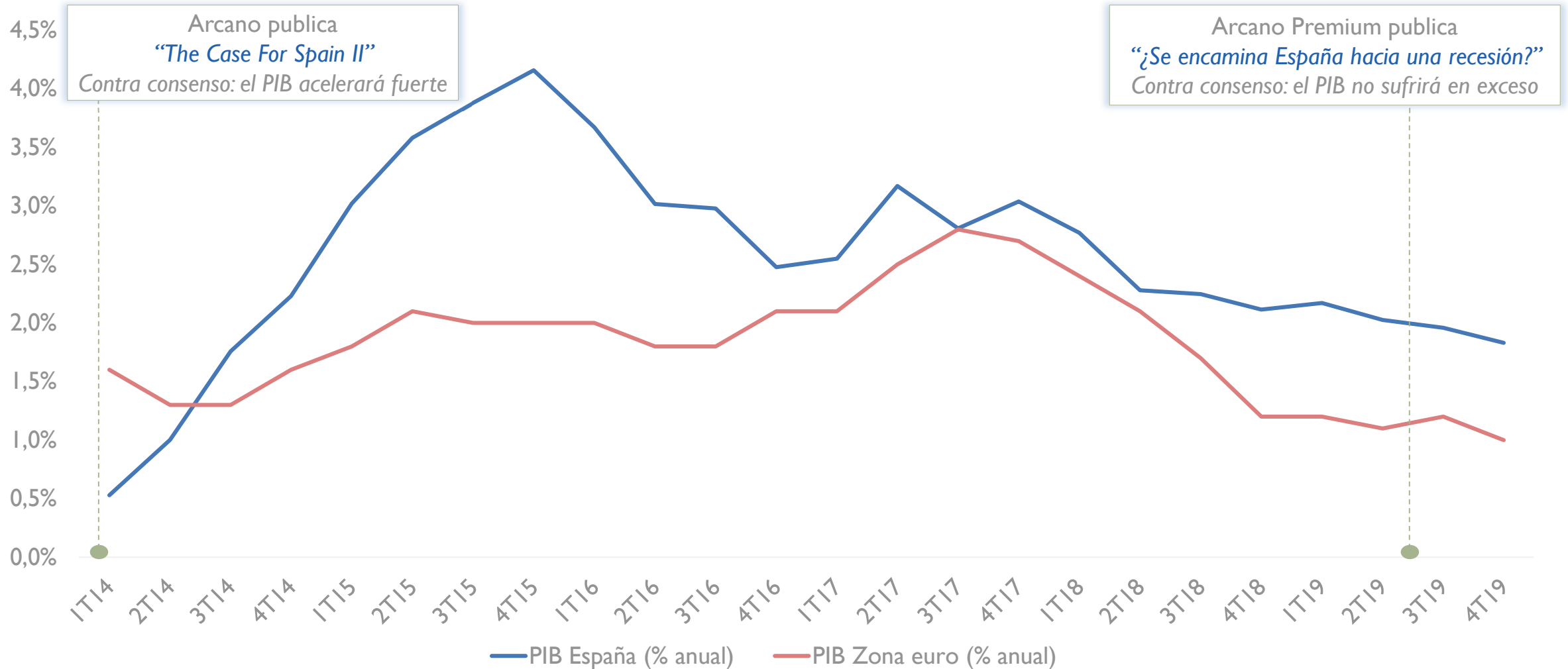


# ¿Resiste la economía española la hostilidad del entorno?

Leopoldo Torralba - Ignacio de la Torre  
Febrero 2020

# La economía española mantiene su notable crecimiento, superior a la zona euro. Incluso acelera la diferencia, tanto en crecimiento interanual...

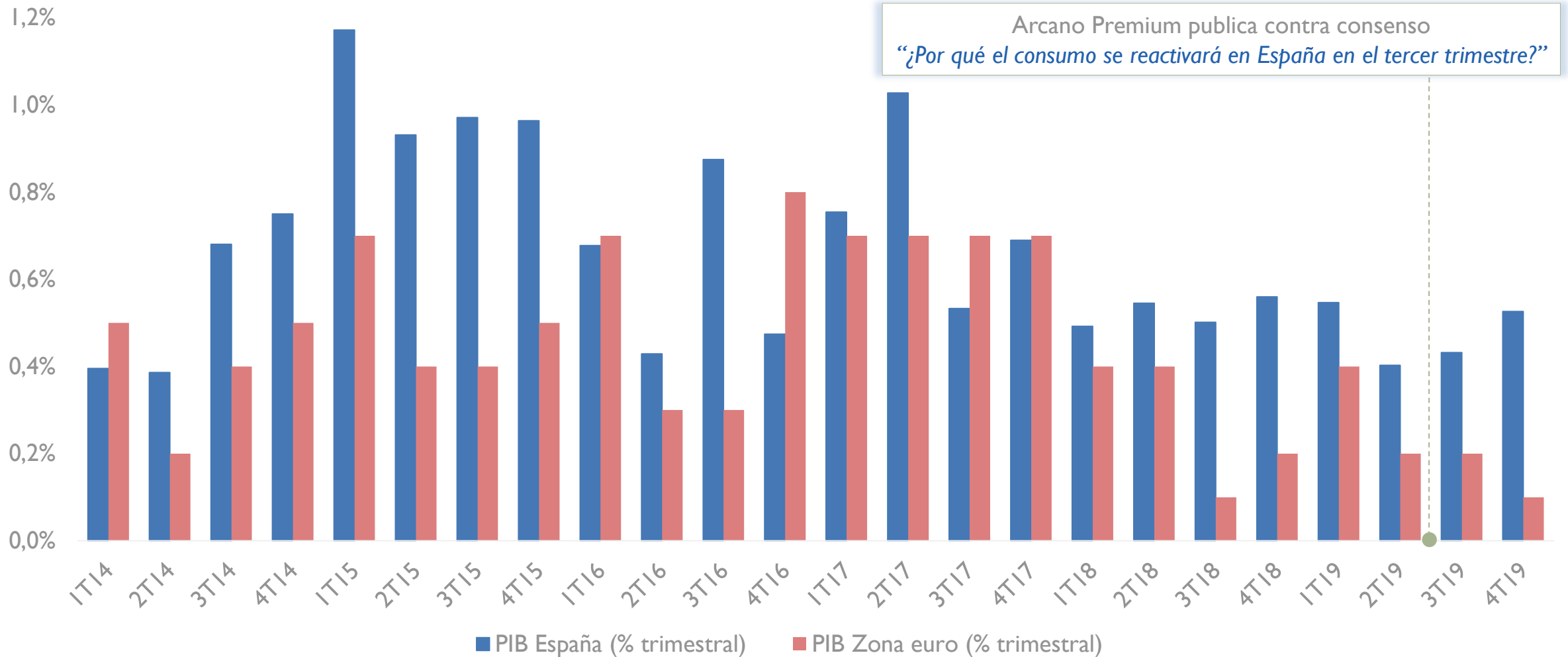
PIB trimestral de España y de la zona euro (variación real interanual, %)



Fuente: INE, Eurostat, Arcano Economic Research

## ... como en intertrimestral

PIB trimestral de España y de la zona euro (variación real trimestral, %)



Fuente: INE, Eurostat, Arcano Economic Research

## Resumen ejecutivo\*

---

- El entorno lleva tiempo siendo hostil para la economía española, por lo que se instaló cierto pesimismo en el consenso, especialmente tras el verano de 2019
- Sin embargo, Arcano Economic Research se ha mantenido moderadamente optimista desde entonces. Los datos más actualizados apoyan nuestra tesis
- Así, la economía española ha acelerado su crecimiento trimestral y ha ralentizado sólo ligeramente el anual
- El empleo y los salarios siguen creciendo razonablemente, soportando el consumo. La elevada competitividad y la mejora del sector de autos ha permitido la aceleración de las exportaciones. Como resultado, las inversiones en equipos resisten. La construcción sigue débil, pero creemos que por motivos coyunturales
- El ciclo alcista se prolongará durante algún tiempo. Hay margen de mejora de consumo y compra de casas
- Los riesgos, tanto coyunturales, como financieros y políticos (política tradicional\*\* y económica), son limitados
- España crecerá en 2020 de modo razonable (1,5-2%), de nuevo por encima de la mayoría de países avanzados. El consenso puede revisar al alza sus estimaciones

(\*) Detallamos y profundizamos en las razones y argumentos aquí expuestos, en el mismo documento recientemente publicado, pero sólo accesible por clientes Premium ["¿Resiste la economía española la hostilidad del entorno?"](#).

(\*\*) Explicamos pormenorizadamente el riesgo político local en nuestro reciente documento Premium: ["La economía española ante el nuevo gobierno"](#).

## I. Crecimiento

A. Crecimiento agregado

B. Consumo

C. Sector exterior

D. Inversión

2. Predictores de crecimiento

3. Sostenibilidad de crecimiento – Riesgos

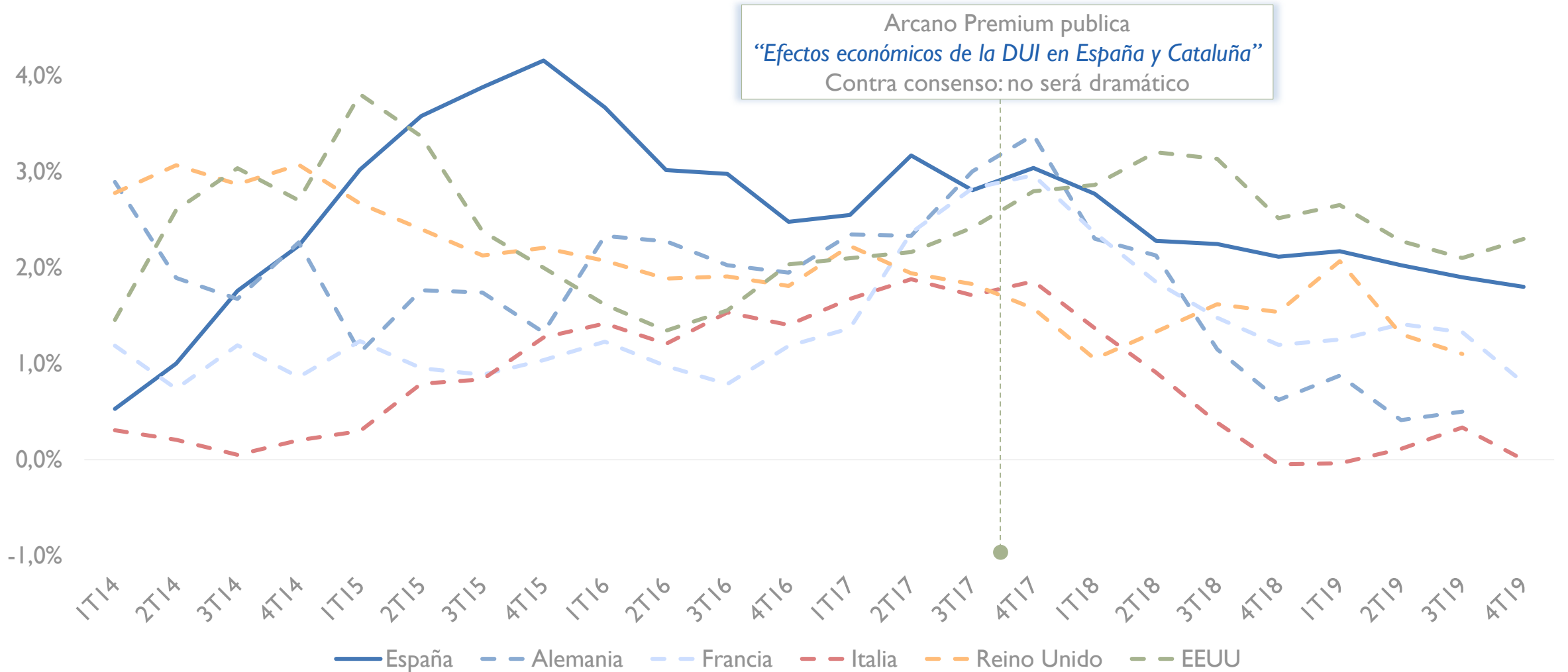
4. Conclusiones finales

# I. Crecimiento

# A. Crecimiento agregado

# España crece más que los principales países del mundo desarrollado

PIB trimestral (variación real interanual, %)



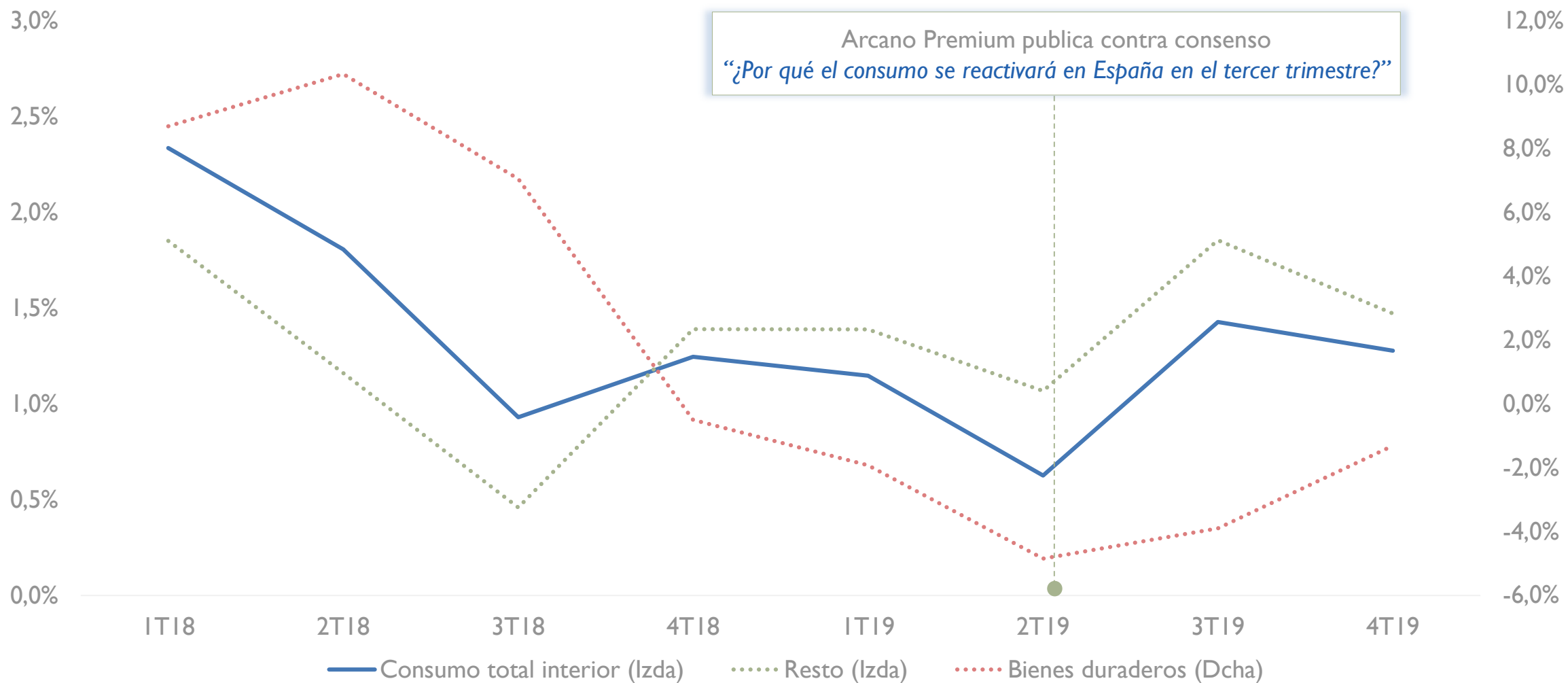
Fuente: OCDE, Arcano Economic Research



## B. Consumo

# El consumo resiste razonablemente bien, aunque el duradero sufre... habiendo, eso sí, tocado fondo

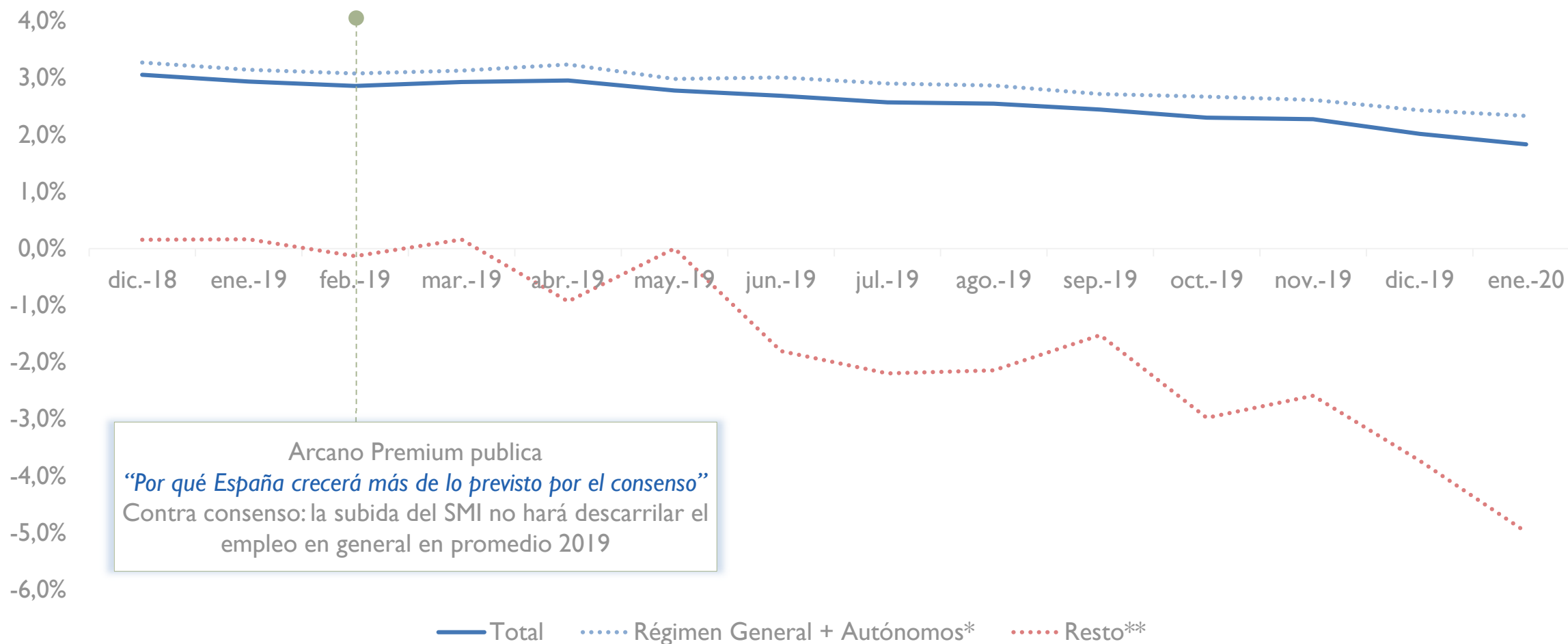
Consumo de las familias. Cifras trimestrales (crecimiento real interanual, %)



Fuente: INE, Arcano Economic Research

# El empleo continúa sólido, claramente mejor que en Europa y los EEUU... excluyendo los segmentos minoritarios más afectados por la subida del salario mínimo

Número de afiliados a la Seguridad Social. Cifras mensuales (crecimiento interanual, %)



Arcano Premium publica  
“Por qué España crecerá más de lo previsto por el consenso”  
Contra consenso: la subida del SMI no hará descarrilar el empleo en general en promedio 2019

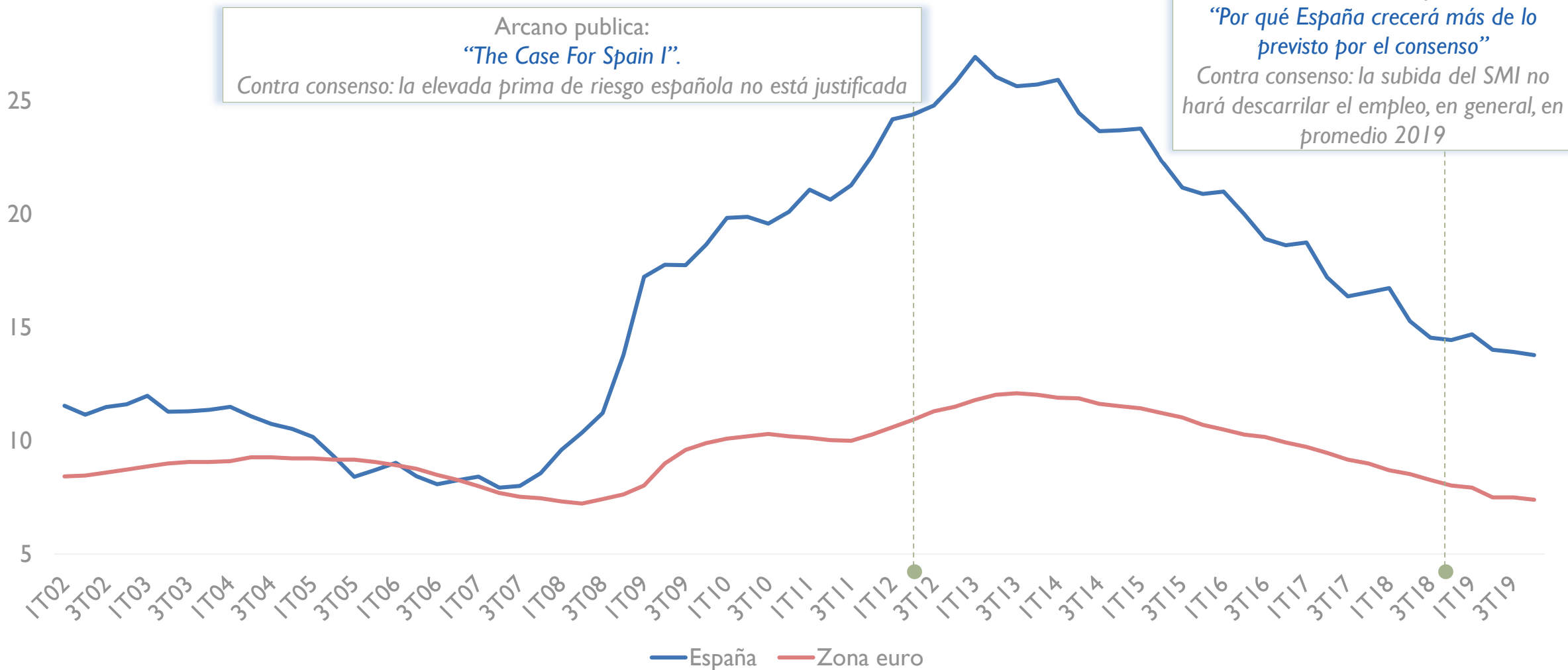
(\*) Aglutinan cerca del 95% de los afiliados.

(\*\*) Sobre todo, sector agrario y empleadas del hogar.

Fuente: Ministerio de Trabajo, Arcano Economic Research

# Aún hay recorrido al alza del empleo por una tasa de paro todavía demasiado elevada

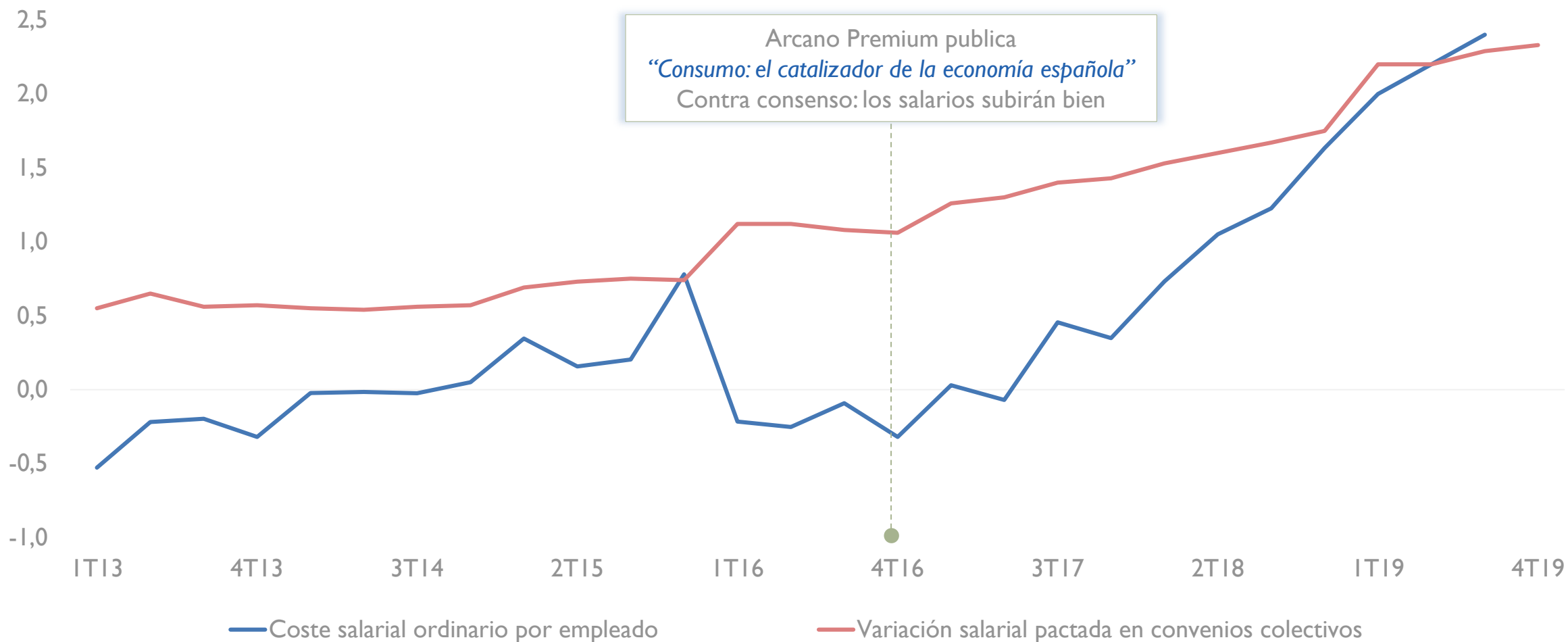
Tasa de paro. Cifras trimestrales. INE-EPA (%). 2002 – 4T19



Fuente: INE, Eurostat, Arcano Economic Research

# Los salarios repuntan gracias al menor paro, por encima de la inflación, soportando el consumo

Coste salarial ordinario\* por empleado (crecimiento interanual, %)



(\*) Excluyendo extraordinarios.

Fuente: INE, Ministerio de Trabajo, Arcano Economic Research

# Sin embargo, los empresarios pueden ser más receptivos a subir salarios, por el mayor margen por hora trabajada por empleado frente a países comparables\*\*

Margen empresarial por empleado en 2018

	Productividad por hora (€)	Coste laboral por hora (euros)*	Margen por hora trabajada	
			euros	% sobre productividad
Italia	41,6	28,2	13,4	32,3%
<b>España</b>	<b>41,3</b>	<b>21,4</b>	<b>19,9</b>	<b>48,1%</b>
Francia	52,4	35,8	16,6	31,6%
Alemania	52,6	34,6	18,0	34,2%

(\*) Después de impuestos.

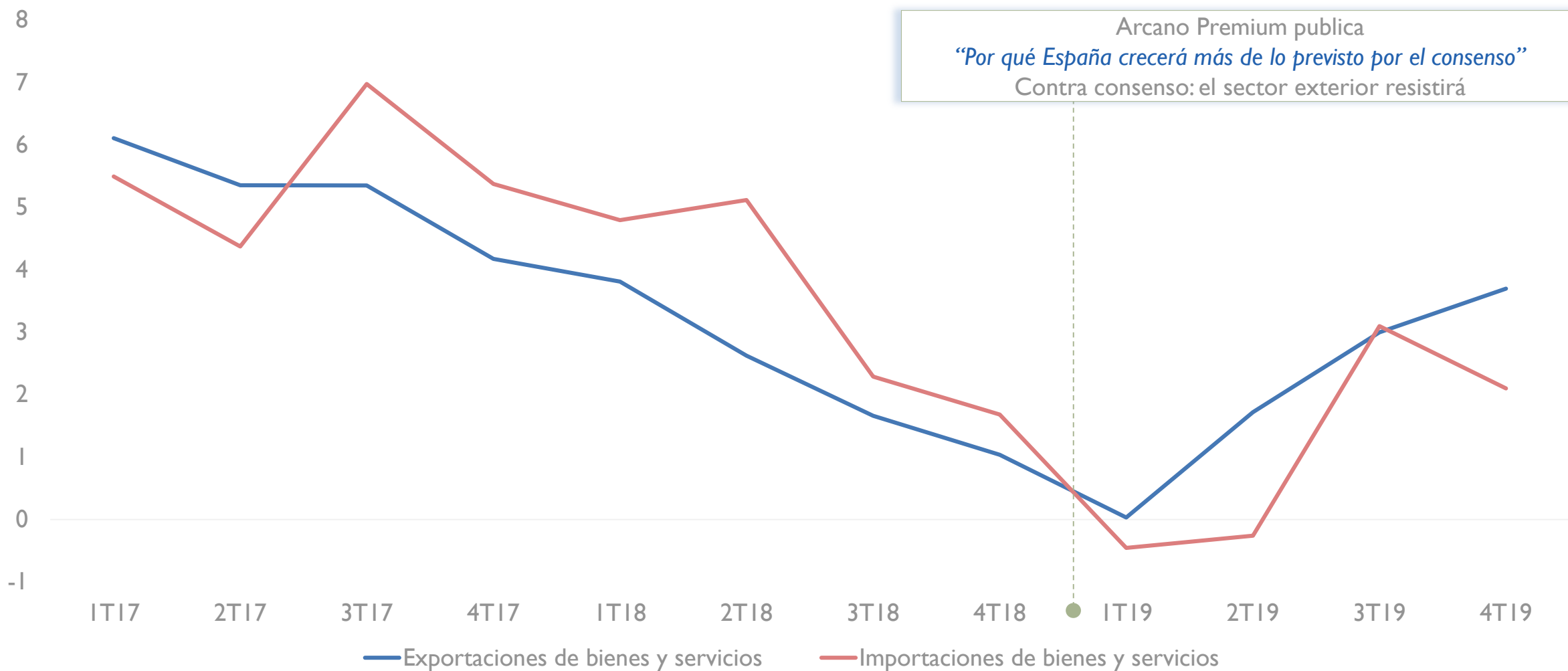
(\*\*) Según estadísticas homogéneas por países de Eurostat, los aumentos interanuales del tercer trimestre de 2019 del coste laboral por hora trabajada, son del +3,1% en Alemania, +2,2% Francia, +1,6% Italia y +2,4% España.

Fuente: OCDE, Eurostat, Arcano Economic Research

## C. Sector exterior

## El comercio exterior mejora

Exportaciones e importaciones agregadas de bienes y servicios. Datos trimestrales (crecimiento real anual, %)

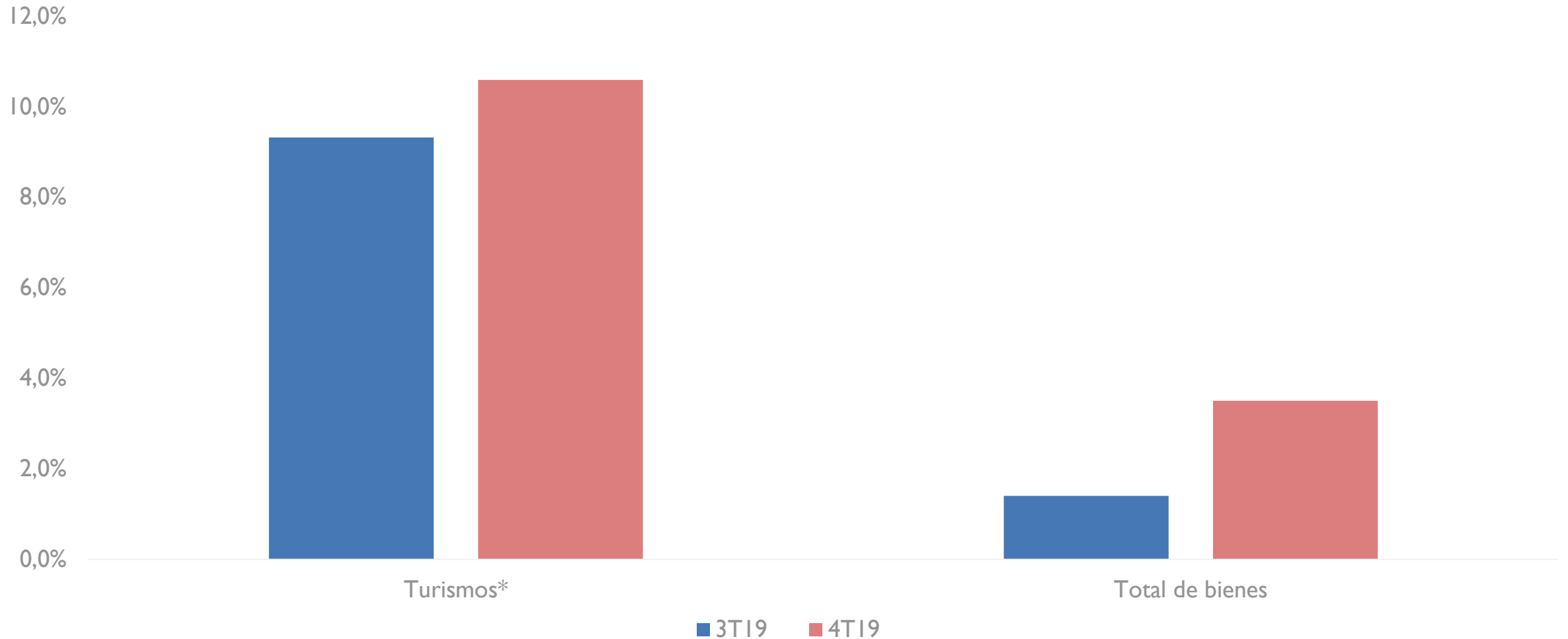


Fuente: INE, Arcano Economic Research



# La aceleración de exportaciones de bienes se ha beneficiado de la de coches

Exportaciones de bienes y turismos. Datos trimestrales (crecimiento real interanual, %)

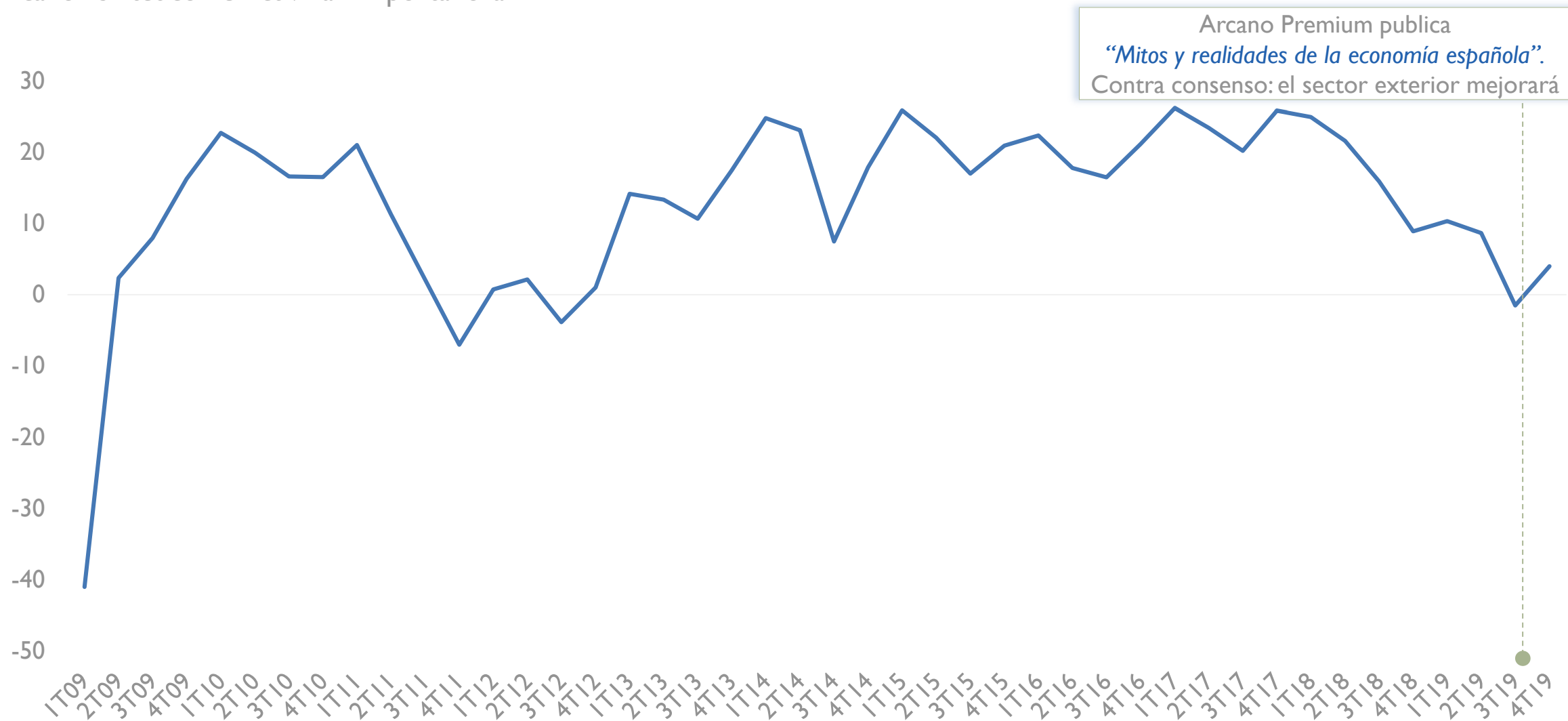


(\*) Media de cada trimestre de los crecimientos interanuales de cada mes del trimestre en turismos.

Fuente: INE, Anfac, Arcano Economic Research

# Los exportadores empiezan a recuperar la confianza

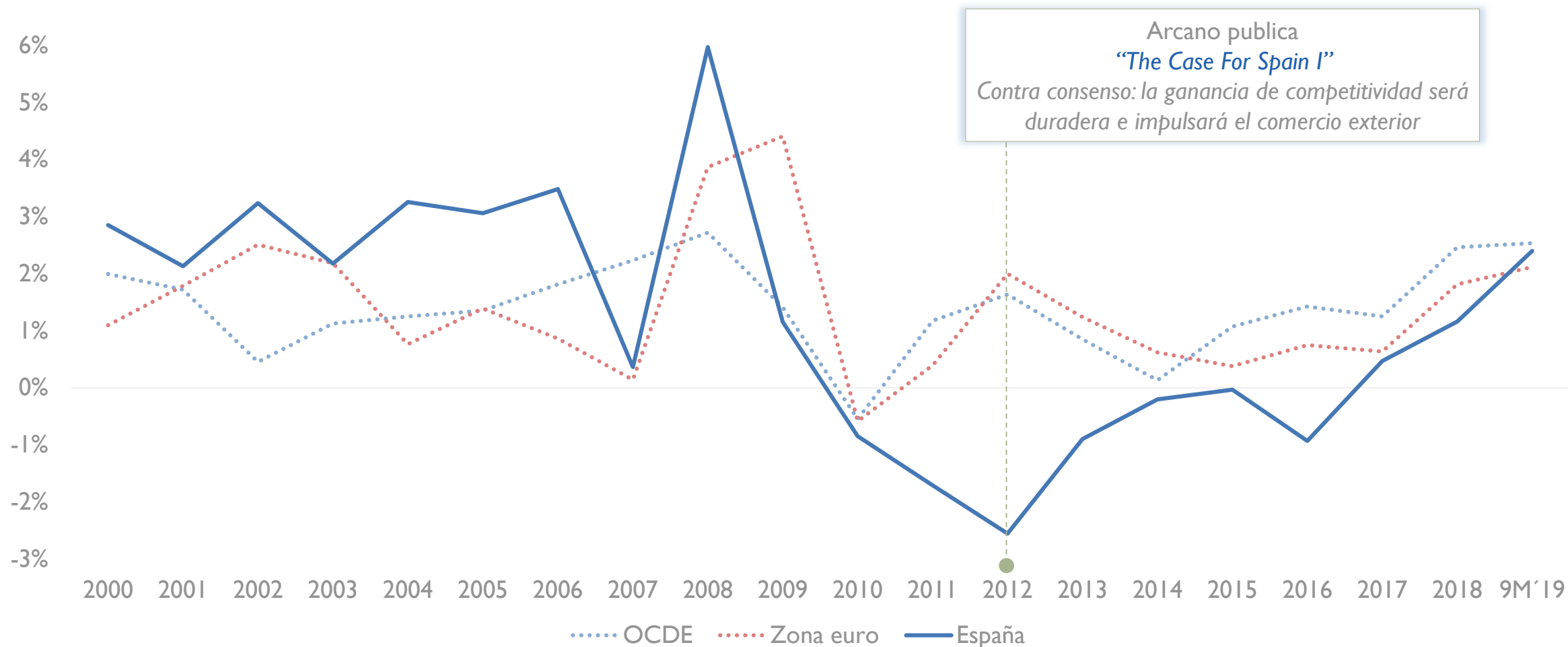
Indicador Sintético de Actividad Exportadora



Fuente: Ministerio de Comercio, Arcano Economic Research

# La competitividad ha mejorado mucho y ayudará al sector exterior\*

Costes Laborales Unitarios\*\* (crecimiento interanual, %)



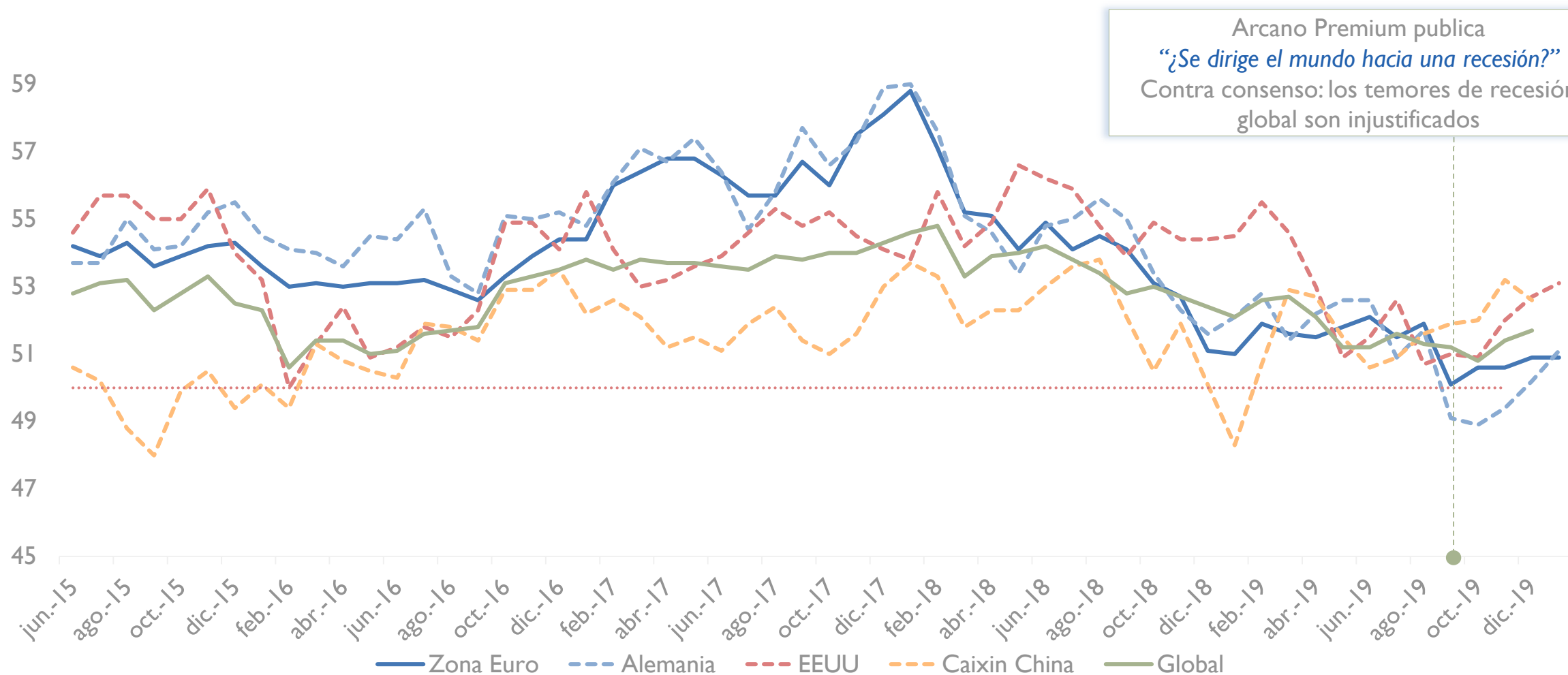
(\*) Otro indicador indirecto de competitividad es la inflación general. A enero de 2020, la española (1,1%) era inferior a la de la zona euro (1,4%), lo que favorece la competitividad.

(\*\*) Coste laboral ajustado por productividad, por hora trabajada.

Fuente: OCDE, Arcano Economic Research

# El mundo mejora y eso puede apoyar también al sector exterior... aunque el coronavirus\* podría ralentizar ligera y transitoriamente el crecimiento global

PMI compuesto\*\*. Datos mensuales



(\*) Sus potenciales efectos, detallados en nuestro documento Premium reciente: “[Coronavirus: ¿cuáles pueden ser sus consecuencias para la economía global?](#)”.

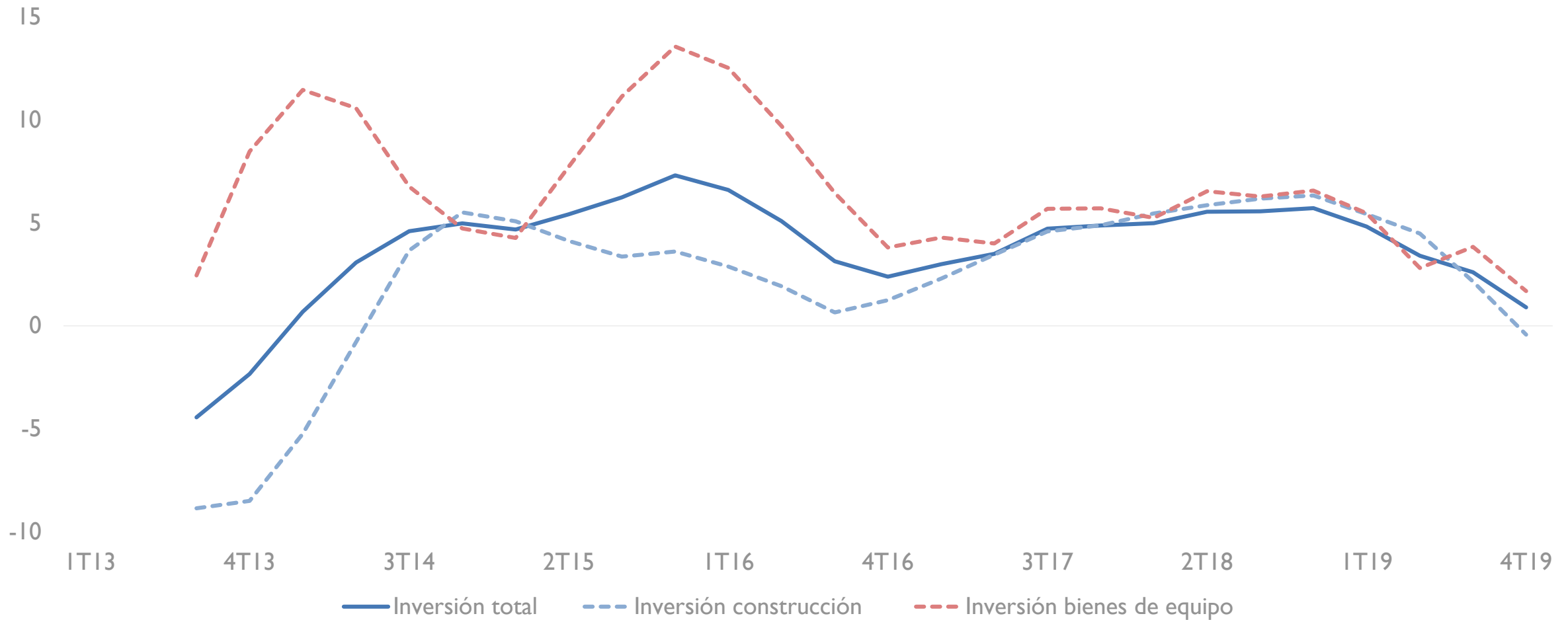
(\*\*) Encuesta a gestores de compras sobre su nivel de actividad, por encima de 50 indica expansión, y por debajo, contracción.

Fuente: IHS Markit, Arcano Economic Research

## D. Inversión

## Inversión: razonable en bienes de equipo\*, empeora en construcción, creemos que por factores coyunturales\*\*

Inversión trimestral (crecimiento real anual por componentes, medias móviles de tres trimestres, %)



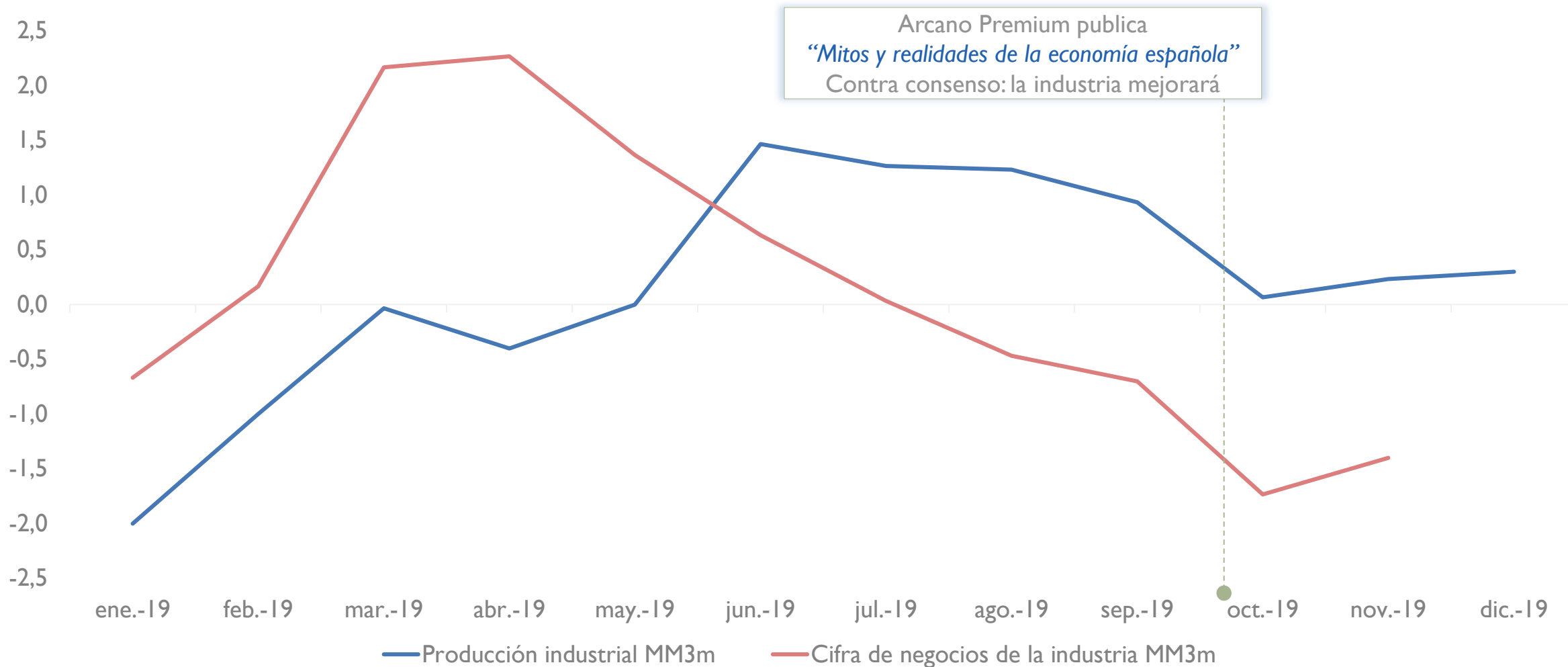
(\*) Sobre todo, teniendo en cuenta el entorno de incertidumbre y que en la mayoría de países avanzados están cayendo.

(\*\*) Argumentos esgrimidos prolijamente en nuestro reciente documento Premium: [“¿Qué ocurrirá con la vivienda en España en 2020?”](#).

Fuente: INE, Arcano Economic Research

## La industria va mejorando su producción levemente

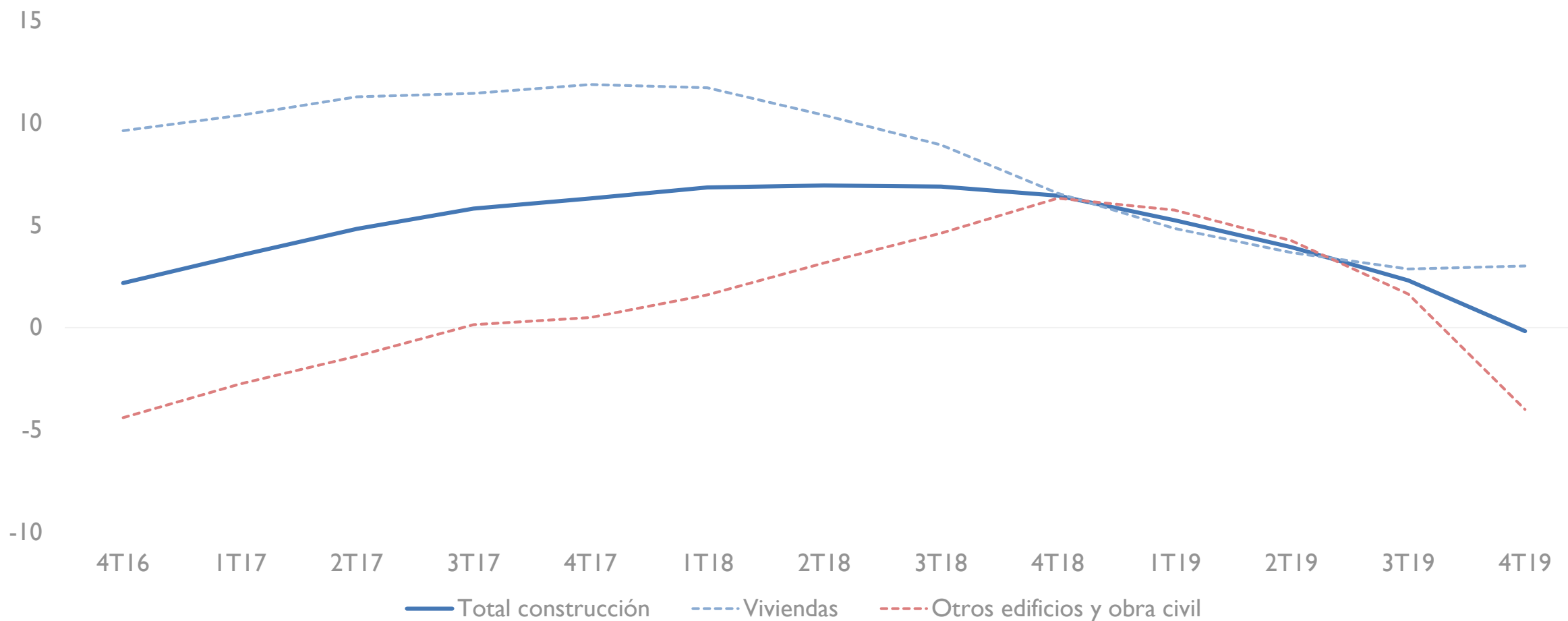
Índice general de producción industrial (real), cifra de negocio de la industria (nominal). Datos mensuales desestacionalizados (variación interanual, media móvil 3 meses, %)



Fuente: INE, Arcano Economic Research

## Construcción: la residencial se estabiliza en un nivel razonable, el debilitamiento se produce en el resto\*

Construcción trimestral (crecimiento real anual por componentes, medias móviles 3 trimestres, %)



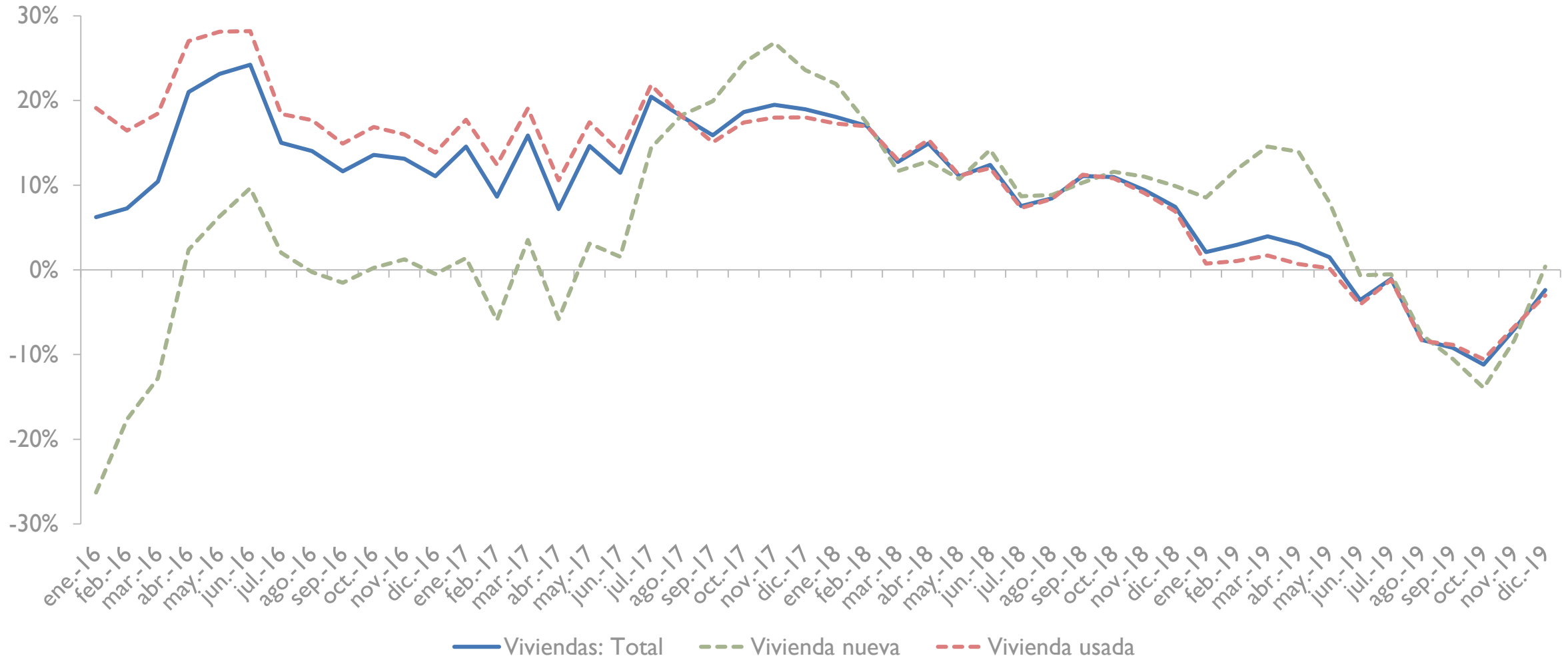
(\*) Comprende edificios no residenciales, y obra civil, habiéndose podido ver lastrada ésta por factores coyunturales como un posible parón vinculado al ciclo electoral, o la necesidad de mejorar el déficit público en la última parte del año. Por lo tanto, es de esperar que en próximos trimestres mejore la tendencia.

Fuente: INE, Arcano Economic Research



# Viviendas: la demanda está débil, pero lo peor ha pasado, la de vivienda nueva ya no cae

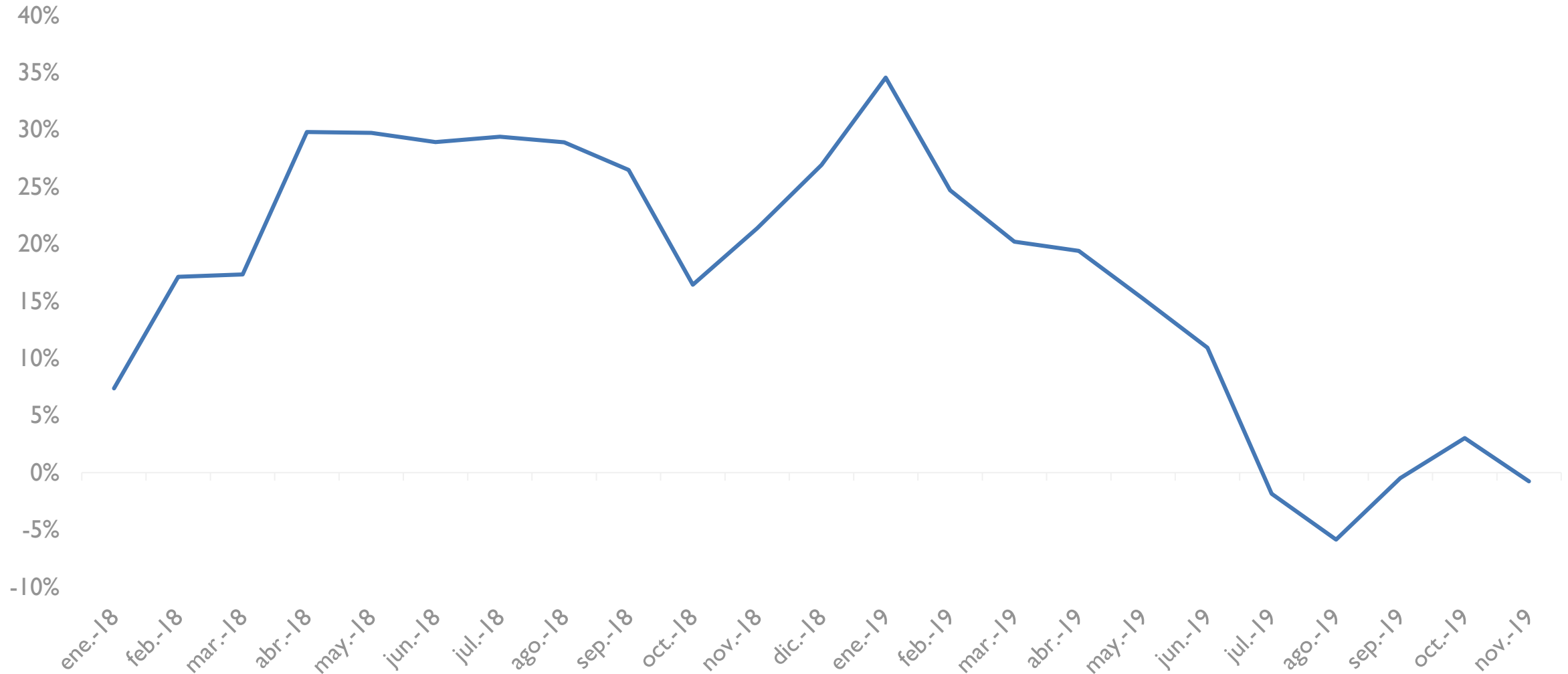
Compraventa de vivienda total, usada y nueva. Datos mensuales (crecimiento interanual, media móvil 3 meses, %)



Fuente: INE, Arcano Economic Research

# Construcción: los visados siguen débiles, pero la mejora de la demanda les beneficiará

Visados de dirección de obra nueva, datos mensuales (variación interanual, media móvil 3 meses, %)

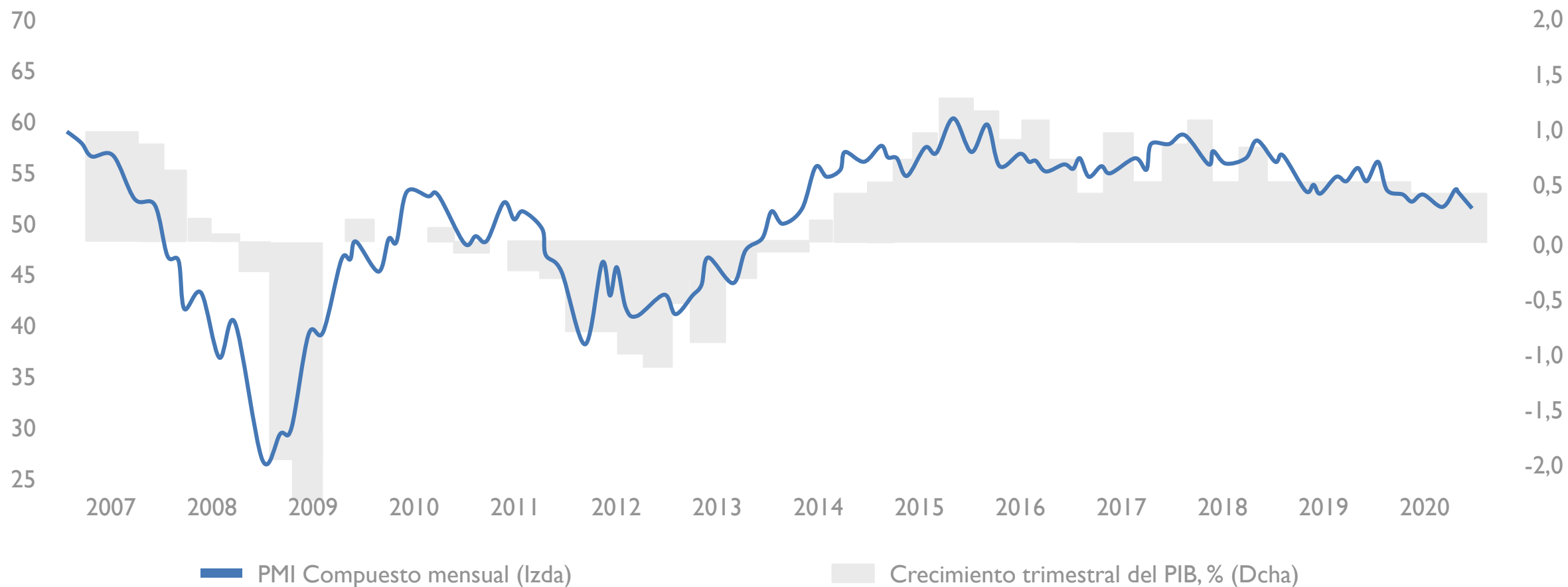


Fuente: Ministerio de Fomento, Arcano Economic Research

## 2. Predictores del crecimiento

## El PMI compuesto es consistente con +0,4% aproximado trimestral del PIB\*

PMI compuesto mensual y crecimiento trimestral del PIB (%). 2007 – Ene'19

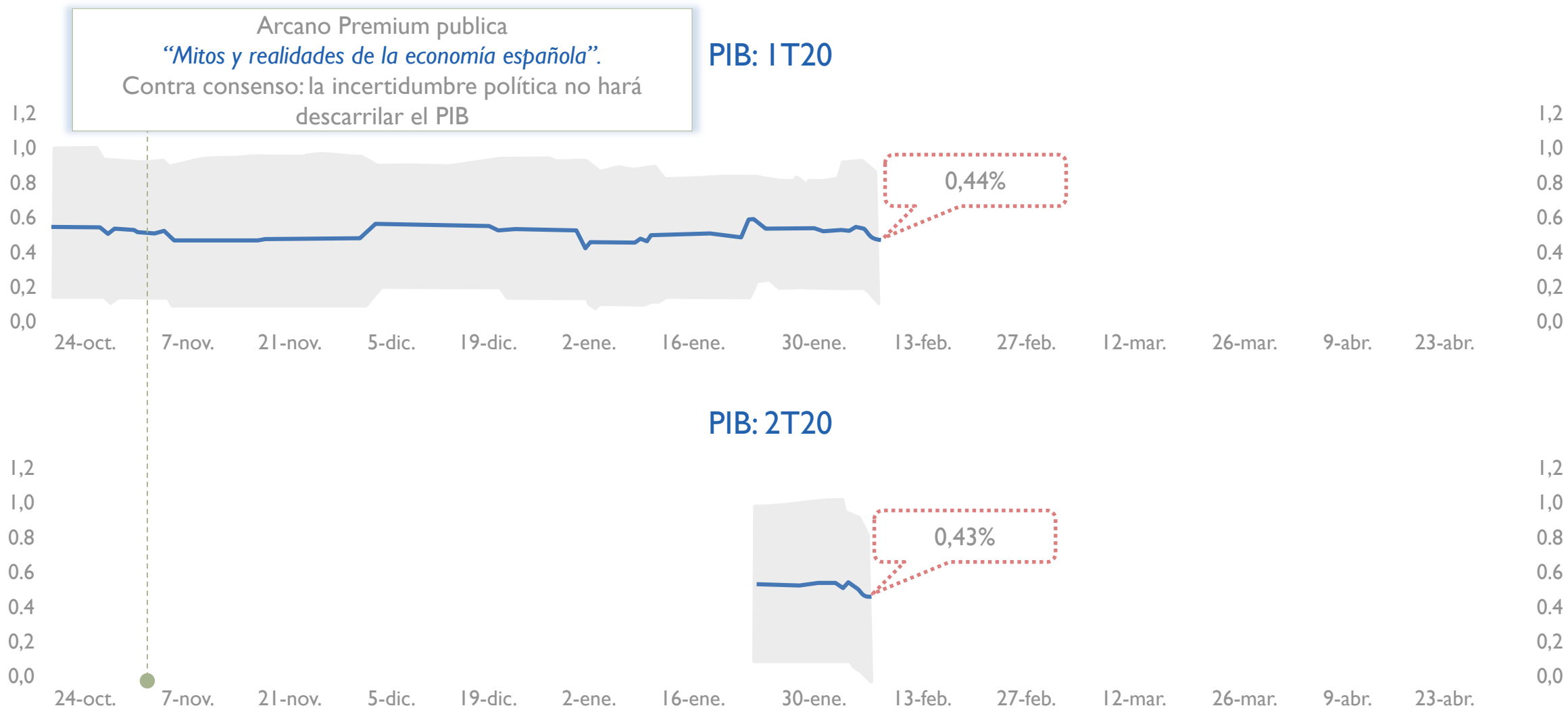


(\*) Cabe matizar que este indicador es mejor analizarlo, no mensualmente, sino en tendencia de unos meses, y además, en el cuarto trimestre de 2019 predecía +0,4% trimestral del PIB, y finalmente creció +0,5% (es decir, el PMI erró a la baja). Adicionalmente, este indicador se vio muy lastrado en enero 2020 por la incertidumbre tras la formación del nuevo gobierno, que dañó especialmente el PMI del sector servicios, y consideramos exagerada la reacción de los gestores de compras, de tal modo que en próximos meses, conforme la incertidumbre amaine, este indicador deberá recuperar de nuevo.

Fuente: IHS Markit

# La economía mantiene un crecimiento razonable

Modelo econométrico del crecimiento trimestral del PIB en tiempo real

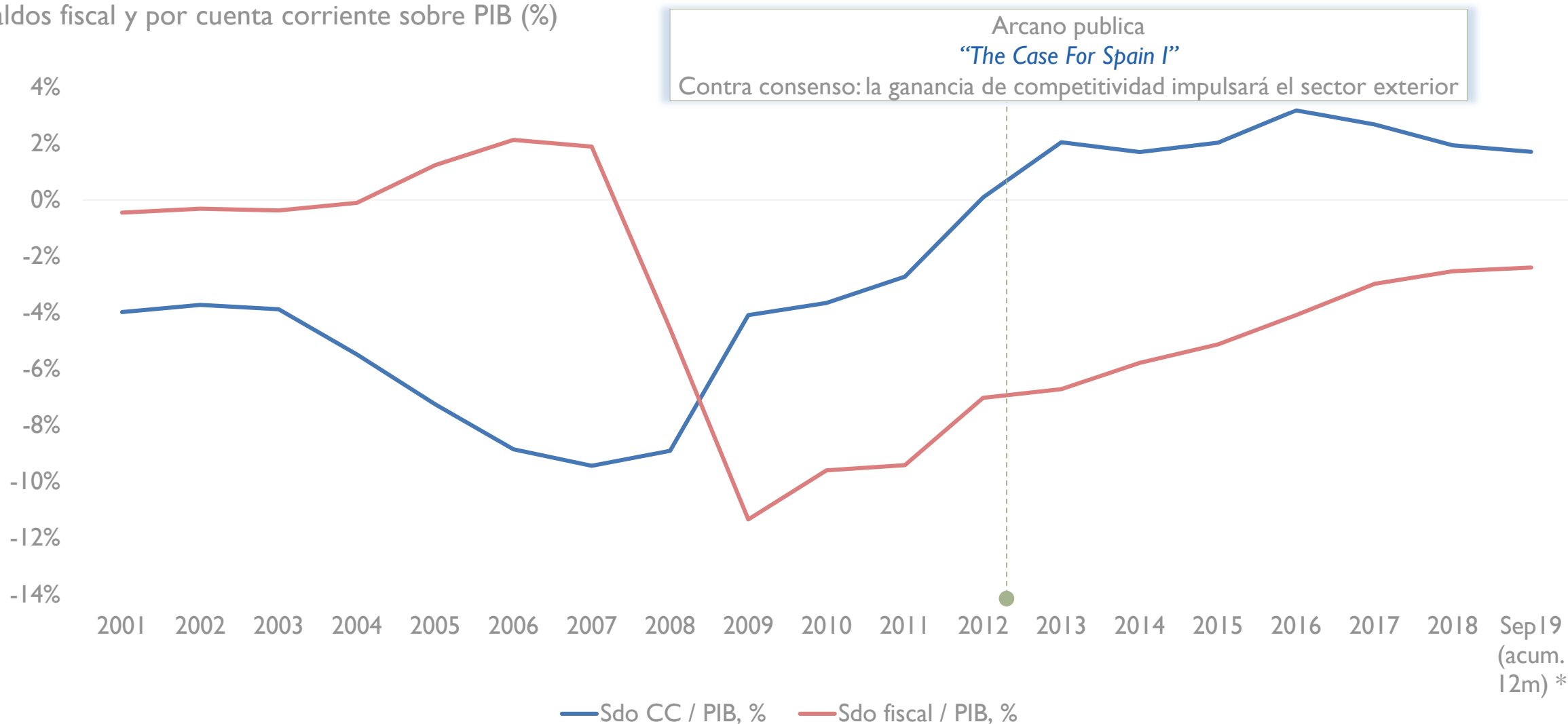


Fuente: AIReF (actualizado a 7 de febrero de 2020)

# 3. Sostenibilidad

# A pesar del déficit público (decreciente, eso sí), se mantiene el superávit externo: España crece mientras “ahorra” como país, a diferencia de ciclos pasados

Saldos fiscal y por cuenta corriente sobre PIB (%)



(\*) En saldo fiscal sobre PIB (%) es la proyección del consenso para todo el año 2019 (Funcas, Panel de previsiones 27 de enero 2019).

Fuente: Banco de España, Ministerio de Hacienda, Arcano Economic Research

# No hay burbuja inmobiliaria, y además la banca está saneada

Porcentaje de renta familiar destinada a la compra de una vivienda (%)



Fuente: Banco de España, Arcano Economic Research



## 4. Conclusiones finales

## Conclusiones\*

---

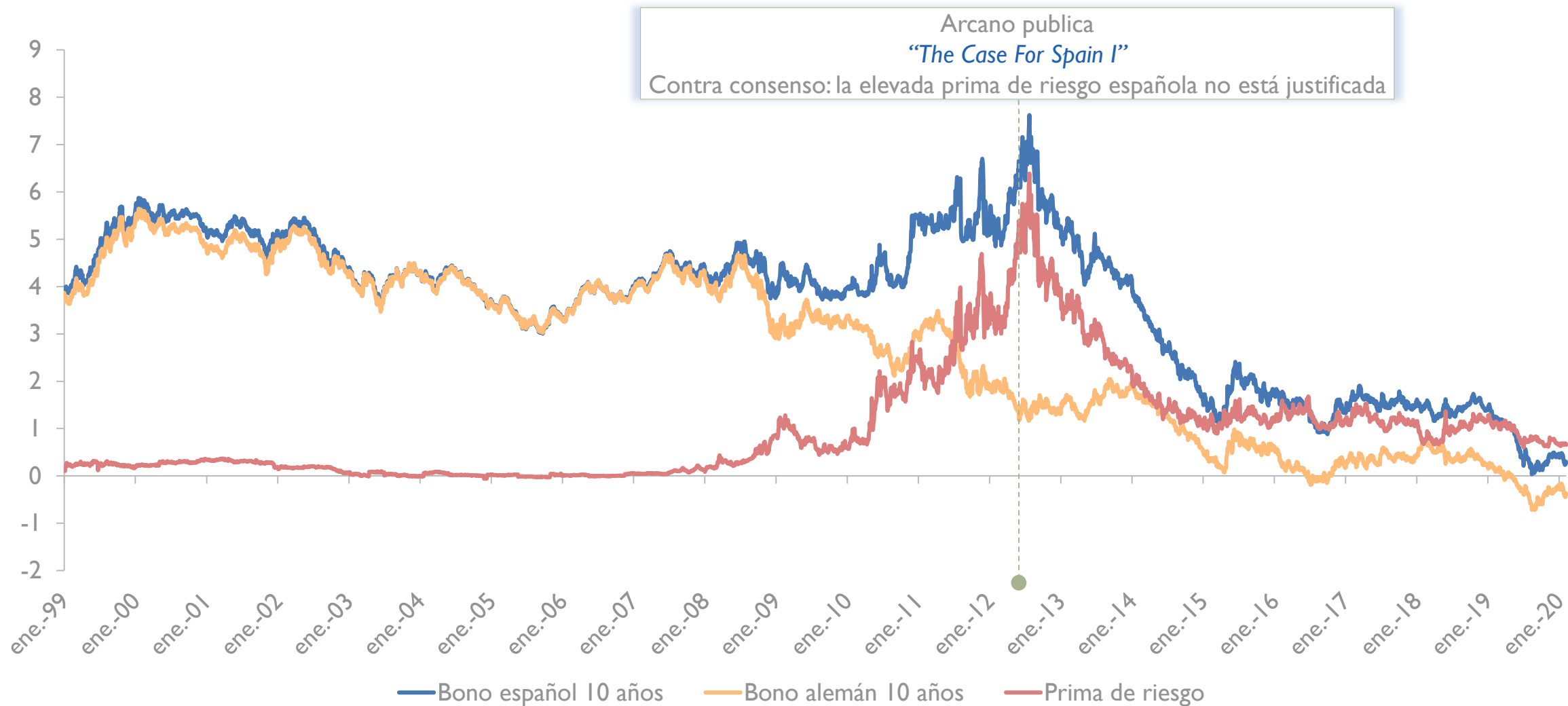
- El entorno está siendo difícil para la economía española desde hace tiempo, y un cierto pesimismo generalizado hizo acto de presencia, sobre todo desde el verano de 2019
- Pero desde Arcano Economic Research hemos sido moderadamente optimistas y los datos publicados desde entonces han soportado nuestros argumentos
- El PIB español aceleró su crecimiento trimestral al final de 2019 y lo ralentizó ligeramente en anual
- Empleo y salarios siguieron apoyando el consumo. Alta competitividad y mejora de autos aceleraron las exportaciones. Por todo ello, las inversiones en equipos resistieron bien. Sin embargo, la construcción sigue discreta, aunque consideramos que por factores bastante coyunturales
- El ciclo alcista se prolongará durante algún tiempo
- Los riesgos, tanto coyunturales, como financieros y políticos (política tradicional\*\* y económica), son acotados
- España crecerá en 2020 en un rango razonable del +1,5-2%, con un riesgo limitado, por encima de Europa y de la mayoría de países avanzados. El consenso puede subir estimados

(\*) Detallamos y profundizamos en las razones y argumentos aquí expuestos, en el mismo documento recientemente publicado, pero sólo accesible por clientes Premium ["¿Resiste la economía española la hostilidad del entorno?"](#).

(\*\*) Explicamos pormenorizadamente el riesgo político local en nuestro reciente documento Premium: ["La economía española ante el nuevo gobierno"](#).

# Los mercados premian los positivos fundamentales españoles

Tipo de interés del bono a 10 años y diferencial frente al alemán (%). 1999 – Feb'20



Fuente: Bloomberg, Arcano Economic Research

# Aviso legal

---

El presente documento es estrictamente confidencial y las opiniones expresadas en el mismo reflejan la opinión personal del autor en relación a los temas analizados. El autor no ha recibido ni recibirá ninguna compensación, comisión o remuneración de ningún tipo por proporcionar una recomendación u opinión específica en el presente documento.

El presente documento ha sido preparado por Arcano Alternative Markets S.L.U. (“Arcano”). Arcano es una sociedad limitada debidamente constituida conforme a la legislación española, en virtud de escritura pública otorgada ante el notario de Madrid, D. Carlos Pérez Baudín el día 26 de mayo de 2008, con el número 1.769 de su protocolo; registrada en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 25.699, Libro 0, Folio 1, Sección 8, Hoja M-463208, Inscripción 1ª. El presente documento tiene carácter divulgativo y no constituye una oferta, garantía, invitación o solicitud para adquirir, invertir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni puede servir de base para la elaboración o suscripción de ningún contrato, acuerdo, compromiso o decisión de ningún tipo. En consecuencia, el receptor del presente documento debe tomar sus propias decisiones de manera independiente sin basarse en el contenido de este documento y en su caso, solicitar y obtener asesoramiento profesional independiente. Arcano no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, daño o perjuicio, directo o indirecto, que pudiera resultar o estar relacionado con el uso de este documento o de su contenido.

El presente documento contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes de fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de modificación independiente por Arcano. Arcano, por tanto, no ofrece garantía expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad, exactitud, exhaustividad o veracidad.

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

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida la reproducción, transformación, distribución, modificación, 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 escrito por Arcano.

## **Ignacio de la Torre**

*Economista jefe*

Arcano Economic Research

☎ +34 91 353 2140

☎ +34 670 37 42 67

@ idelatorre@arcanopartners.com

## **Leopoldo Torralba**

*Economista Sr.*

Arcano Economic Research

☎ +34 91 353 2140

☎ +34 630 76 49 50

@ ltorralba@arcanopartners.com

# ARCANO



## MADRID

C/ José Ortega y Gasset, 29, 4ª planta

28006 Madrid. España

Tel: +34 91 353 21 40

Fax: +34 91 353 21 41

[arcano\\_sp@arcanopartners.com](mailto:arcano_sp@arcanopartners.com)



## BARCELONA

Plaça Francesc Macià, 2, 1ª

08021 Barcelona. España

Tel: +34 93 506 69 62

Fax: +34 93 218 01 01

[arcano\\_sp@arcanopartners.com](mailto:arcano_sp@arcanopartners.com)



## NUEVA YORK

477 Madison Avenue

Nueva York, NY 10022. EE.UU.

Tel: +1 646 599 9600

Fax: +1 646 599 9599

[arcano\\_usa@arcanopartners.com](mailto:arcano_usa@arcanopartners.com)