

# *Consenso Económico*

Resumen ejecutivo.  
Cuarto trimestre de 2019

Un economía de vuelo rasante

# Así se hace el Consenso Económico

## Ficha técnica:

Este cuestionario ha sido diseñado, elaborado y redactado por el grupo de expertos junto a los dos coordinadores reseñados. Los comentarios que acompañan a las respuestas también son producto de un consenso entre las mismas personas.

Este Consenso es el resultado de una encuesta de un total de **30 preguntas** que se ha enviado a un colectivo de **444 personas** seleccionadas que, por su trabajo, son capaces de dar una opinión solvente acerca de la situación económica española. La encuesta se ha elaborado exclusivamente con las **117 respuestas** recogidas entre el **29 de octubre y el 14 de noviembre de 2019**. El desglose profesional de éstas 117 respuestas es el que se indica a continuación:

|  |     |
|--|-----|
| Empresarios y Directivos                           | 41% |
| Asociaciones Empresariales y Profesionales         | 19% |
| Universidades y Centros de Investigación Económica | 41% |

## Grupo de expertos:

Guillermo de la Dehesa. Santa Lucía Vida y Pensiones  
José A. Herce San Miguel. Analistas Financieros Internacionales  
Josep Oliver i Alonso. Universidad Autónoma de Barcelona  
Rafael Pampillón Olmedo. IE Business School  
Víctor M. Gonzalo Ángulo. Intermoney  
Xavier Segura Porta. Tracis. Projectes econòmics i financers  
Juan de Lucio. DGA Asuntos Internacionales  
Rafael Doménech. BBVA

## Coordinación:

Alfonso López-Tello Díaz-Aguado. PwC  
Manuel Portela Peñas. Economista

## La sangre no llegará al río

El Consenso Económico del cuarto trimestre de 2019, que elabora PwC a partir de la opinión de un panel de más de 400 economistas, directivos y empresarios españoles, profundiza en la situación de la economía mundial, marcada por el enfriamiento económico y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. La conclusión de los encuestados es que el proceso de desaceleración económica en el que nos encontramos se prolongará a lo largo de 2020, pero que finalmente la sangre no llegará al río de la recesión, descartándose así la posibilidad de que se repita una crisis como la del periodo 2008-2014.

Otras conclusiones del Consenso son las siguientes:

- **España entra en fase de alerta.** El diagnóstico sobre la situación de la economía española ha empeorado. Por primera vez desde 2015, la coyuntura actual se define mayoritariamente como regular, cuando hasta ahora los encuestados optaban claramente por emitir una opinión favorable. Las previsiones para el corto y el medio plazo también son peores, lo cual tiene un impacto negativo especialmente sobre las expectativas de creación de empleo y en menor medida sobre la inversión y las exportaciones. Este cambio de opinión está relacionado, entre otros factores, con la revisión a la baja de las estimaciones de aumento del PIB, aunque España sigue creciendo más que las grandes economías europeas.
- **La guerra comercial sigue siendo la principal amenaza.** Las tensiones proteccionistas son, un trimestre más, la principal nube en el horizonte para la coyuntura económica internacional, aunque el riesgo parece haberse moderado. También el Brexit preocupa menos en Europa. En cualquier caso, el estado de opinión de los encuestados sobre la economía internacional está girando hacia posiciones más pesimistas, especialmente a seis meses vista.
- **Se agota el arsenal de la política monetaria.** El Consenso Económico incluye un anexo sobre la desaceleración económica y los límites de la política monetaria, en el que se invita a los encuestados a reflexionar sobre las medidas necesarias para sacar a Europa del estancamiento económico. La impresión general es que la munición del Banco Central Europeo se está agotando y hace falta combinar la política monetaria con medidas de expansión fiscal, además de completar la Unión Bancaria y lanzar un programa de inversiones paneuropeo.

En resumen, tenemos una economía de vuelo rasante, con poca fuerza y algunos problemas enquistados, pero al menos de momento nuestros panelistas no detectan riesgo de recesión.

# España, regular por primera vez desde el primer trimestre de 2015

Los resultados de la encuesta del cuarto trimestre de 2019 revelan que la desaceleración que se atribuye a la economía española es tanto un problema tangible de deterioro de la realidad actual como una cuestión de empeoramiento de las expectativas a corto y medio plazo.

La tendencia a un mayor pesimismo de nuestros expertos se observa claramente en sus opiniones sobre la coyuntura actual, que les lleva a calificarla mayoritariamente como regular por primera vez desde la encuesta del Consenso Económico correspondiente al primer trimestre de 2015. El 53,5% de los consultados así lo sostiene, frente al 40,3% que todavía considera que es buena.

Pero quizás más preocupante que la valoración de la coyuntura actual es la sensación de que las cosas van a ir a peor. De cara al próximo trimestre, así lo entiende el 41,6% de los consultados (todavía son mayoría sin embargo los que esperan que no cambie la situación), mientras que en las perspectivas a un año vista el porcentaje de pesimistas se eleva hasta el 71,7%.

El deterioro de las valoraciones está en consonancia con la brusca caída de las estimaciones de crecimiento de la economía española para 2019 y 2020 (ver información adjunta sobre previsiones). Sin embargo, España está todavía por encima de la media de aumento del PIB de los países de la OCDE y sigue creciendo más que las grandes potencias europeas, como Alemania, Francia, Reino Unido o Italia.

En cualquier caso, parece verosímil que las incertidumbres que pesan sobre la situación política nacional (negociaciones para la investidura y para la formación de nuevo Gobierno) estén afectando negativamente a las expectativas de crecimiento económico.

## ¿Qué pasó con las previsiones optimistas del PIB?

A finales de verano, cuando se publicó el Consenso Económico correspondiente al segundo trimestre del año, la economía española seguía estando entre las más dinámicas de la zona del euro y las estimaciones para 2019 de nuestros panelistas y de los principales organismos nacionales e internacionales preveían que el PIB habría de crecer holgadamente por encima del 2%. En julio se produjo incluso un movimiento de revisión al alza encabezado por el Banco de España, que a la vista de la fortaleza de la economía elevó del 2,2% al 2,4% su estimación de crecimiento para el conjunto del ejercicio.

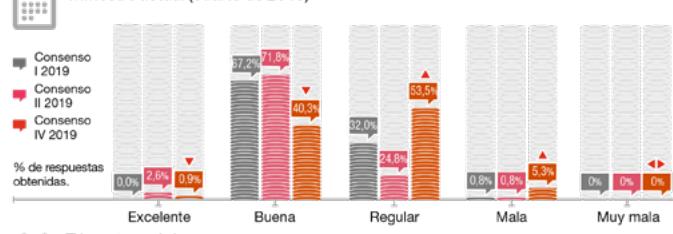
¿Cuándo, cómo y por qué se estropeó ese panorama optimista? La cosa empezó a torcerse en agosto. El primero que dio la voz de alerta fue, de nuevo, el Banco de España. Nada más volver de las vacaciones, el gobernador, Pablo Hernández de Cos, ofreció las primeras muestras de arrepentimiento por haber revisado al alza sus previsiones y advirtió que la economía española no estaba preparada para afrontar el deterioro de la economía europea. El supervisor no tardó ni tres semanas en concretar ese cambio de perspectiva y a finales de septiembre rebajó de golpe cuatro décimas su previsión de crecimiento para 2019, hasta dejarla en el 2%, y también retocó a la baja sus expectativas para 2020 y 2021. Además del empeoramiento de la coyuntura europea, en esa decisión influyó también un cambio metodológico introducido por el Instituto Nacional de Estadística (INE) que rebajaba ligeramente (del 2,35% al 2,10%) el promedio de crecimiento del PIB en el primer semestre del año.

A lo largo de las siguientes semanas, la mayoría de los organismos internacionales e instituciones de coyuntura asumieron en cascada el cambio de tendencia. La OCDE, por ejemplo rebajó dos y tres décimas su previsión para España de 2019 (hasta 2,0%) y 2020 (hasta 1,6%), respectivamente. La Comisión Europea lo dejó en el 1,9% y el 1,5% para ambos ejercicios.

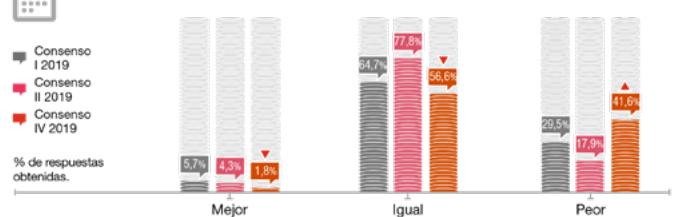
¿Cómo calificaría usted el momento coyuntural de la economía española?

114 92,68

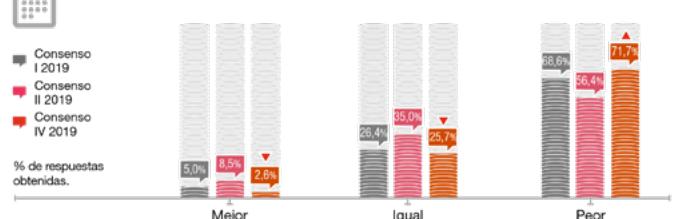
Trimestre actual (cuarto de 2019)



Trimestre próximo



Dentro de un año



# Dudas crecientes sobre la creación de empleo

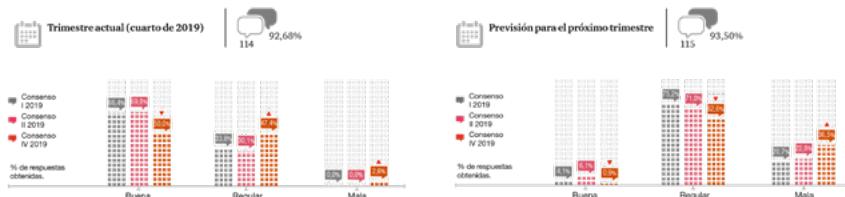
Las empresas españolas mantienen bien el tipo, según el Consenso Económico del cuarto trimestre de 2019, aunque inevitablemente la percepción sobre su situación es algo menos positiva que en anteriores encuestas. Su situación económica-financiera actual todavía es considerada buena por la mitad de los expertos, mientras que el 47,4% (17 puntos más que en la anterior encuesta) la califican de regular. En la previsión para el próximo trimestre, la tendencia es a ir a peor, aunque de forma suave, porque una mayoría significativa no espera grandes cambios respecto a la situación actual.

Los indicadores clave para la actividad empresarial evolucionan de forma dispar. La mejor valoración es, como viene siendo habitual trimestre tras trimestre, para las condiciones monetarias y financieras, ya que el acceso a financiación barata continúa siendo fácil. El 73% de los consultados, frente al 77% de la encuesta anterior, cree que las condiciones son buenas, y el 84,3% no prevé cambios en el futuro inmediato. En cambio, la coyuntura de los mercados exteriores tiende a empeorar, según los consultados, entre los que crecen significativamente los que piensan que la situación es desfavorable tanto en la actualidad como de cara al próximo trimestre. En sintonía con esta percepción, aumenta hasta el 40,7% el porcentaje de los encuestados que anticipan una caída de las exportaciones en los próximos seis meses. Un deterioro parecido se observa en la previsión para la inversión productiva.

Pero donde se aprecia con mayor claridad que la desaceleración está llegando a las empresas es en las expectativas de creación de empleo, que se desploman en la encuesta. El 70,8% de los expertos y empresarios que participaron en el sondeo entienden que la creación de puestos de trabajo disminuirá en los próximos seis meses. Son casi 38 puntos más que en el anterior trimestre, uno de los saltos más bruscos de la historia reciente de la encuesta. Los débiles resultados de la EPA del tercer trimestre del año, que se conocieron justo antes de la consulta, pudieron influir en este súbito sentimiento negativo.

¿Cómo valora usted la situación económico-financiera de las empresas (resultados, rentabilidad, endeudamiento)?

▲ ▼ ◀ ◀ Indicadores de tendencia



¿Cómo valora usted las condiciones monetarias y financieras globales en las que se desenvuelven las empresas?



En función de lo contestado en las preguntas anteriores y de otros factores que usted juzgue determinantes, ¿cómo piensa que evolucionarán la inversión productiva, la exportación y la creación de empleo de las empresas en los próximos seis meses?

▲ ▼ ◆ Indicadores de tendencia



91,87%

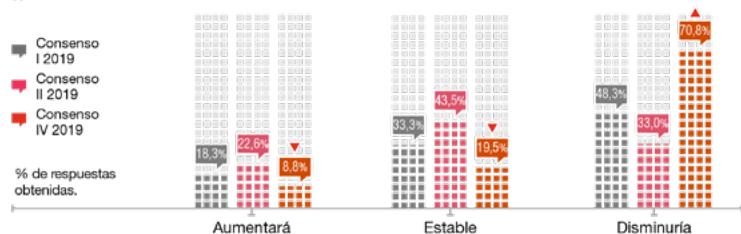
### Inversión productiva



### Exportación



### Creación de empleo



## Los hogares, bien ahora, peor después

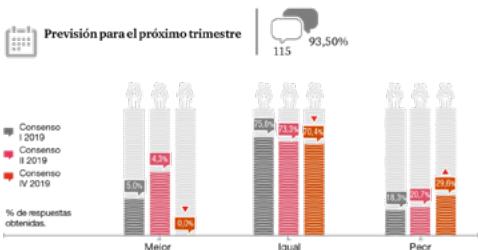
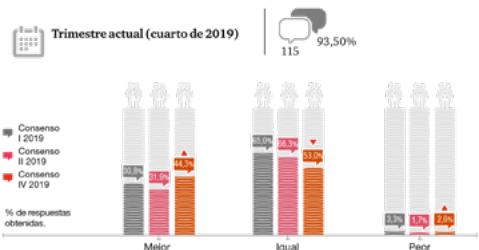
Una de las grandes paradojas que ofrece la encuesta es la muy diferente opinión que tienen los consultados sobre la situación actual de las familias y su previsión para el próximo trimestre. Por un lado, el porcentaje de los que la consideran buena subió hasta el 44,3%, 12,4 puntos más que en la anterior consulta y el nivel más alto de la historia reciente. Por contra, las expectativas para el próximo trimestre cambian a peor. En esa previsión, ni uno solo de los expertos y empresarios que dieron su opinión confía en que la situación de los hogares vaya a mejorar, mientras que aumentan de manera notable (casi nueve puntos porcentuales) los que sospechan que va a empeorar.

Este deterioro de las expectativas tiene importantes repercusiones en la evolución futura de la demanda familiar, que se resiente tanto en la vertiente de consumo como en lo que se refiere a la vivienda. En los próximos seis meses, la demanda de consumo disminuirá, a juicio del 40% de los panelistas; sin embargo, son todavía mayoría lo que creen que permanecerá estable. Más pesimistas son los consultados sobre el futuro a corto plazo de la demanda de vivienda. En este caso, los que esperan que caiga son el 56,5%, cuarenta puntos porcentuales más que en el anterior sondeo.

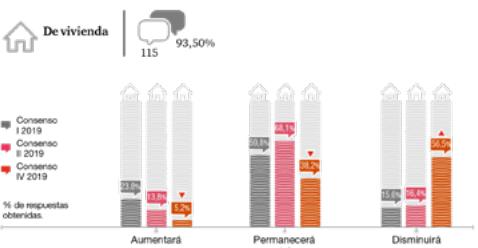
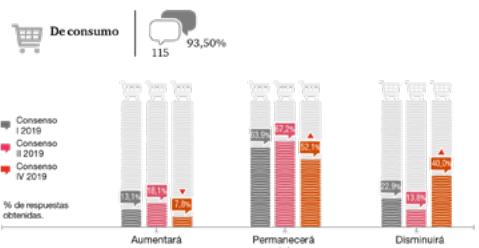


¿Cómo valora usted la situación económico-financiera de las familias (ahorro, endeudamiento, riqueza, rentas salariales y no salariales...)?

▲ ▼ ◀ Indicadores de tendencia



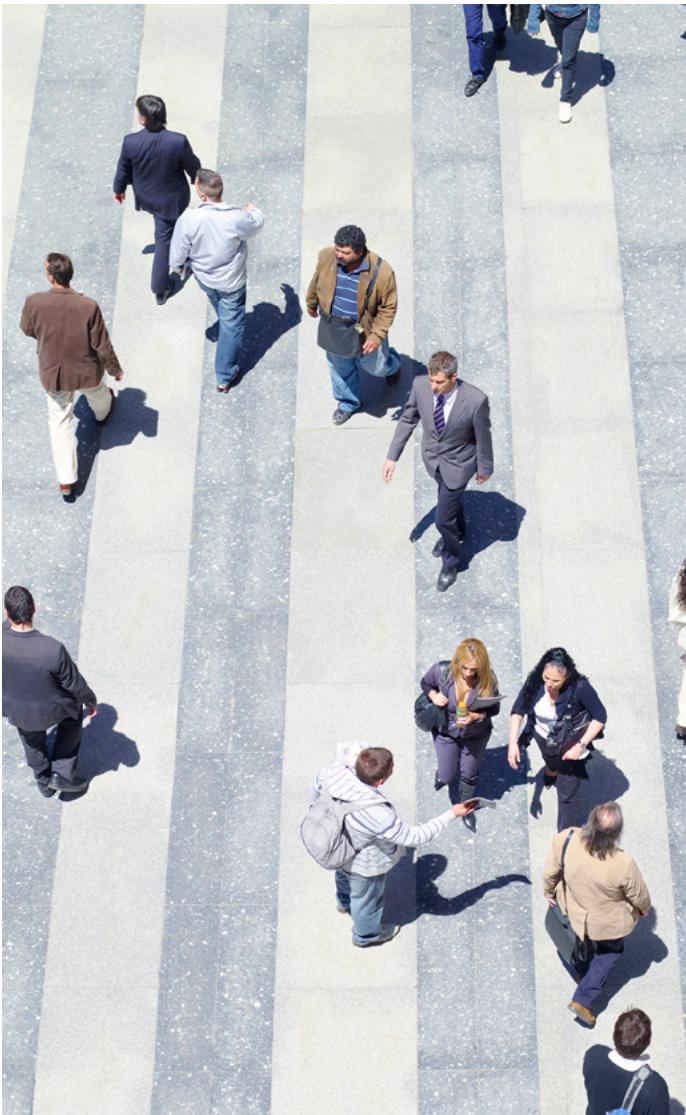
En función de lo considerado en la pregunta anterior y de otros factores que usted juzgue determinantes (por ejemplo, tipos de interés), ¿cómo piensa que evolucionará la demanda de las familias en los próximos seis meses?



## Inflación bajo control

Las valoraciones y previsiones sobre la situación de los precios en España apuntan a un descenso. La inflación está bajo control (en noviembre la tasa interanual se situó en el 0,4%) y crece el porcentaje de los encuestados que piensan que en junio de 2020 se situará por debajo del 1%. Son ya un 31%, lo cual es significativo porque en la anterior encuesta ninguno de los consultados preveía esa posibilidad.

Llama la atención, en este sentido, que las empresas se están comenzando a plantear posibles bajadas en su política de precios. Entre las respuestas de los ejecutivos o representantes de un sector que participaron en la consulta la tónica preponderante sigue siendo la estabilidad (el 79,4% así lo consigna), pero ya son más los que aseguran que en los próximos seis meses reducirán precios (un 12,4%) que los que piensan en subirlos (un 8,2%), lo que no ocurría desde abril de 2016. Esta tendencia, incipiente pero relevante, tiene que ver con el estancamiento o disminución de la demanda de sus productos o servicios.



# Riesgos moderados, pese al deterioro de la economía global

Las tensiones proteccionistas siguen siendo, un trimestre más, la principal amenaza para la coyuntura económica internacional. El 71,8% de los directivos y expertos consultados así lo cree. Es un porcentaje muy alto, pero inferior en ocho puntos al de la anterior encuesta, lo cual indicaría que los riesgos derivados de la guerra comercial entre Estados Unidos y China parecen haberse moderado. Algo parecido ocurre con las amenazas del Brexit y de los cambios en el equilibrio geopolítico internacional, que también generan menos preocupación entre nuestros panelistas que en anteriores ocasiones.

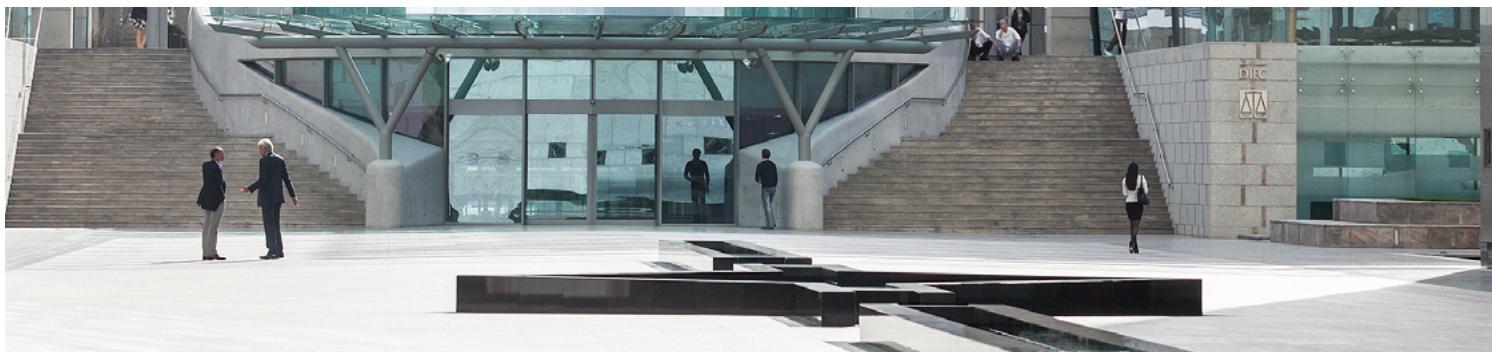
Con todo, es evidente que el estado de opinión de los encuestados sobre la economía internacional está girando hacia posiciones más pesimistas. En el segundo trimestre de 2019 los que consideraban que la situación económica mundial era buena representaban el 54,2%; ahora, ese porcentaje ha bajado hasta el 36%. Esos casi 20 puntos porcentuales se han trasladado hacia la opción de que la economía está regular, y no hay indicios de que la situación vaya a mejorar en los próximos seis meses. Distinguendo por economías, las que están mejor son Estados Unidos y China (ver información adjunta), curiosamente la más directamente afectadas por las tensiones proteccionistas. En ambos casos, son mayoría los que creen que la coyuntura es buena, aunque con cierta tendencia al empeoramiento de aquí a junio de 2020.

El contrapunto negativo lo ponen la eurozona y Japón, que a juicio de los encuestados siguen instalados en la mediocridad económica y sin aparente remedio en el corto plazo. El 76,1% de ellos piensa que la situación de los países europeos puede calificarse de regular, y el 69% asigna esa misma condición a la economía nipona. Las perspectivas para junio de 2020 son desfavorables en los dos casos.

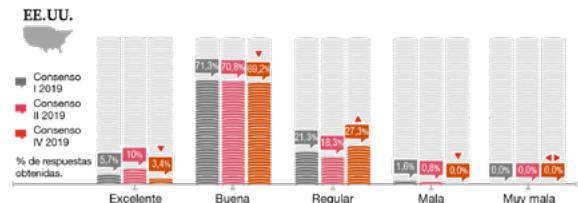
Valore de 1 a 3 los siguientes riesgos que condicionan las perspectivas a corto plazo de la coyuntura económica mundial.

1 = menos importante | 2 | 3 = más importante

% de respuestas obtenidas.

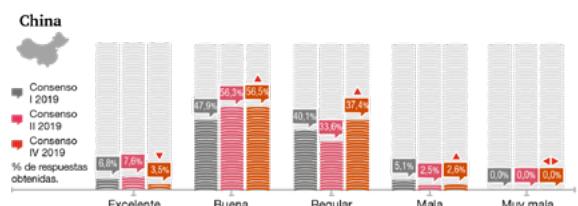
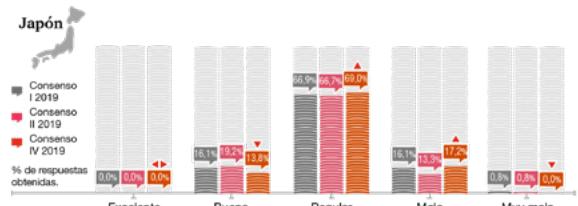
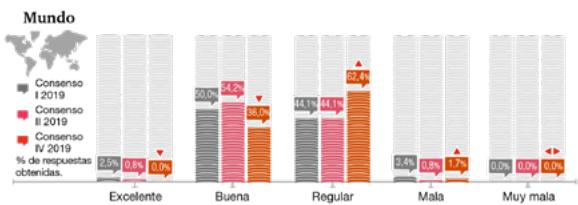
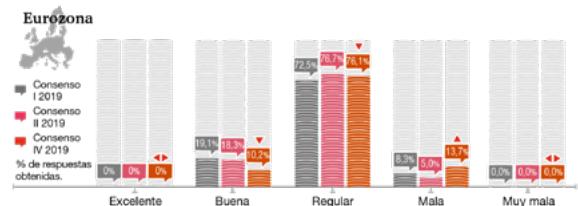


¿Cómo calificaría usted la situación actual de la economía mundial?



95,12%  
117

Según los Organismos Económicos Internacionales, las previsiones de crecimiento económico para los años 2019 y 2020 son:



## China, según se mire

La economía china parece estar aguantando bien las turbulencias ocasionadas por su conflictiva relación comercial con Estados Unidos. La táctica de las empresas chinas de adelantar sus exportaciones (*frontloading*) para sortear el anunciado aumento de las tarifas aduaneras que se aplican a muchos de los productos que vende parece estar dando resultado. Su ritmo de crecimiento (de alrededor del 6%) sigue siendo alto, incluso para los estándares de un país emergente, y la mayoría de los directivos encuestados están de acuerdo con que su situación es sólida. Sin embargo, su perfil de crecimiento del PIB dibuja una ralentización continuada desde 2012, cuando la tasa de aumento fue de casi el 8%, hasta ahora, y las proyecciones indican que en 2020 y 2021 es inercia negativa se prolongará.

# Desaceleración, que no recesión

La presente edición del Consenso Económico incluye un monográfico dedicado a la desaceleración económica y los límites de la política monetaria, centrándose el tiro especialmente en su impacto en la zona del euro. La primera conclusión que apuntan los expertos y directivos encuestados es que de forma masiva esperan una desaceleración de la economía mundial en 2020 (casi un 80% de ellos comparte esta tesis). Simétricamente, son pocos (un 20%) los que creen que se vaya a producir en las economías desarrolladas una recesión, entendiendo por tal una contracción del PIB.

Si nos referimos a Europa, ¿cuáles son las razones de la desaceleración? Aquí hay también bastante consenso entre los consultados, y destaca el hecho de que las principales causas esgrimidas son de carácter exógeno: las disputas arancelarias entre Estados Unidos y China, que están salpicando a las exportaciones europeas, y el Brexit. La tensión comercial es invocada por el 67,9% de los panelistas, mientras que la salida del Reino Unido de la Unión Europea es un factor muy importante para el 58% de ellos. En este último caso, hay que tener en cuenta que la encuesta se realizó antes de la celebración de las elecciones generales británicas, en las que ganó por amplia mayoría el Partido Conservador, y cabría preguntarse si esa percepción sería distinta ahora, una vez eliminada una parte de la incertidumbre asociada al Brexit.

Otros factores relevantes citados en la consulta para explicar la desaceleración son la elevada deuda pública y privada, las incertidumbres políticas y los problemas del sector del automóvil.

Las previsiones apuntan que el crecimiento mundial de 2020 será uno de los más reducidos desde la crisis financiera internacional. ¿Cree que la economía mundial se encamina hacia una fuerte desaceleración?

No, será un periodo de bajo crecimiento, pero sin recesión 45,5% 91.06% 112

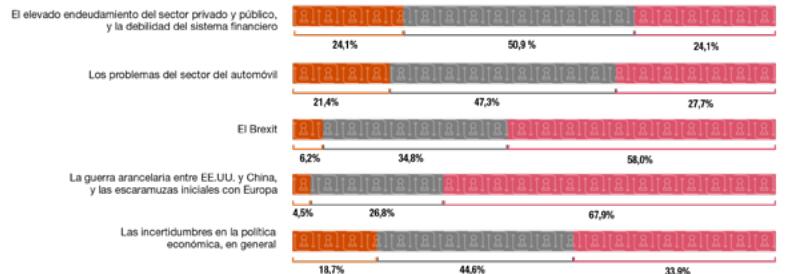
No, la economía mundial crecerá por debajo de su potencial y el paro aumentará, pero sin que se produzca una contracción del PIB 33,4%

Sí, se producirá una crisis en las economías avanzadas, con tasas de crecimiento negativas del PIB, como ya ocurre en Alemania 19,6%

NS/NC 10,9%

Ordene las siguientes causas de la desaceleración económica en la eurozona :

■ = 1 menos importante | ■ = 3 más importante



¿Cree que de producirse una crisis en la eurozona será como la última?

No, será de una intensidad menor, ya que los desequilibrios son menores 16,4%

No, será de intensidad menor ya que se cuenta con mayores márgenes de actuación de las políticas europeas 11,8%

No, será de intensidad menor, ya que la eurozona dispone de mecanismos (MEDDE y compra de activos por el BCE) que no existían en 2008 21,4%

Si, los desequilibrios son tan importantes como entonces 6,2%

Si, no se ha avanzado lo suficiente en la unión bancaria y fiscal para estar preparados en la siguiente crisis 4,5%

NS/NC 9,8%

## Nada que ver con la crisis de 2008-2013

El monográfico indaga en una eventual comparación de la desaceleración actual de la zona del euro con la crisis que estalló en 2008, y en líneas generales los encuestados desechan que haya similitudes. Casi la mitad entiende que los desequilibrios actuales son menores que los de entonces, y que por tanto no hay que temer que se repitan los problemas. Otro tercio considera que las políticas europeas y los mecanismos de asistencia financiera creados a raíz de la crisis anterior mitigarán el potencial impacto.

# Se agota la munición de la política monetaria

La encuesta monográfica del Consenso Económico plantea también distintas preguntas sobre el papel de las instituciones europeas, y en particular del Banco Central Europeo, como cortafuegos en la actual situación económica de la zona del euro. Respecto a la política monetaria, una cómoda mayoría de los panelistas (el 71%) entienden que la estrategia laxa desarrollada hasta la fecha (tipos de interés oficiales a cero, compra de deuda, facilidades de liquidez...) es necesaria, pero no suficiente para resolver los problemas de crecimiento de la economía europea. ¿Por qué? Básicamente, porque entienden que tras muchos años de una política monetaria expansiva sus efectos se han ido diluyendo y la munición que queda en el arsenal del BCE es ya poco efectiva.

Por eso, una mayoría rotunda de los consultados (el 86%) considera que las medidas monetarias deben ser complementadas con una política fiscal expansiva que contribuya a reanimar el crecimiento económico. Esa recomendación ha sido defendida en los últimos meses por el BCE y también por otros organismos internacionales, como el FMI o la OCDE, que creen que la política monetaria ya no es suficiente, pero ha sido rechazada por algunos países centroeuropeos, entre ellos Alemania.

Otra tesis que cuenta con amplio respaldo en la encuesta monográfica es la de que, junto a la coordinación de las políticas fiscal y monetaria, es preciso adoptar medidas adicionales, como por ejemplo completar la Unión Bancaria. En los últimos años se han puesto en marcha los pilares comunes de supervisión y resolución, que perfeccionan los mecanismos de defensa ante futuras crisis del sistema financiero, pero falta por concretar la constitución del Fondo Europeo de Garantía de Depósitos

Los encuestados también proponen que el BCE respalde programas de inversión financiados por el Banco Europeo de Inversiones (BEI).

Ante este deterioro de las expectativas, el BCE ha adoptado un amplio conjunto de medidas, como retomar el programa de compra de deuda, reducir los tipos de interés negativos de los depósitos, una nueva ronda de subastas de liquidez a largo plazo y retrasar futuras subidas hasta que la inflación se sitúe cerca de su objetivo. En este contexto, ¿cree que las medidas son necesarias y suficientes?

89,43%  
110

No, porque, como han criticado algunas autoridades monetarias en Holanda o Alemania, los costes generan superan sus beneficios



Son necesarias, pero no serán suficientes dado los rendimientos decrecientes de estas medidas



Son necesarias y suficientes. Sólo basta con aumentar el programa de compras o reducir los tipos de interés lo que sea necesario



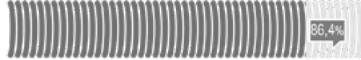
NS/NC



89,43%  
110

El BCE y otros organismos internacionales (FMI, OCDE o Comisión Europea) señalan que la política monetaria está llegando en Europa a sus límites y que sólo será efectiva si los países que tienen margen fiscal lo utilizan para llevar a cabo políticas expansivas de demanda. ¿Está de acuerdo con este diagnóstico?

Si, sin la coordinación con una política fiscal más expansiva la política monetaria no será efectiva



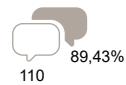
No, no es necesario que la política fiscal acompañe a la política monetaria.



NS/NC



Algunos líderes políticos han ido más allá y defienden una política fiscal más expansiva financiada por los bancos centrales en línea con la denominada Teoría Monetaria Moderna, que supedita la actuación de los bancos centrales a financiar los programas de gasto de las autoridades fiscales. ¿Cuál es su opinión al respecto?



Favorable. Lo ocurrido tras la crisis financiera suponen un cambio de paradigma económico. Sólo así se puede garantizar el pleno empleo



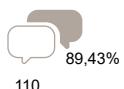
Desfavorable. La política monetaria y fiscal deben actuar coordinadamente, pero sin que los bancos centrales pierdan su independencia y pongan en peligro la estabilidad económica, el empleo y el crecimiento



NS/NC



¿Cómo deberían coordinarse la política fiscal y monetaria en Europa?



Basta con que países con margen, como Holanda o Alemania, lleven a cabo una expansión fiscal y que el BCE implemente las políticas anunciadas



Hay que ir más lejos y, mientras se completa la unión bancaria y fiscal, el BCE debería apoyar programas de inversiones europeas, financiadas por el Banco Europeo de Inversiones, comprando su deuda



NS/NC



## La amenaza de la deuda en España

El peso de la deuda pública y privada es uno de los factores citados como relevante por nuestros expertos a la hora de explicar el virtual estancamiento de la economía europea, y también es considerado importante en el caso de España. Es cierto que el endeudamiento del sector privado ha caído significativamente en los últimos años, como consecuencia del proceso de desapalancamiento de empresas y hogares surgido a raíz de la crisis económico-financiera de 2008. También ha habido algún avance, aunque mucho más leve, en lo que respecta a la deuda pública, que a finales de 2014 estaba situada por encima del 100% del PIB y que cerró el tercer trimestre de 2019 en el 97,8%.

En lo que respecta a la deuda externa neta, que mide la vulnerabilidad del país frente a episodios exteriores, su evolución reciente también puede considerarse positiva, ya que ha pasado del 97,8% del PIB en 2014 a situarse por debajo del 80%.

En cualquier caso, el 74,5% de los encuestados entiende que estos progresos no son suficientes, seguramente como consecuencia de que se han producido en un escenario de crecimiento económico, y por tanto favorable a la reducción de desequilibrios como el del endeudamiento. El temor subyacente es que cuando la economía entre en fase de desaceleración clara (lo que ya ha empezado a ocurrir) los indicadores de deuda se disparen y estrechen en gran medida el margen de maniobra del Gobierno para combatir el enfriamiento económico.

¿Cree usted que los desequilibrios financieros externos de España hoy se han reducido suficientemente?



Si, en particular en la deuda neta exterior, que ha caído de cerca del 100% del PIB a por debajo del 80%



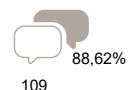
No, dado que la deuda bruta a financiar continua en el entorno del 185% del PIB



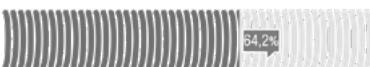
NS/NC



Entre 2008 y 2018, el sector privado español ha reducido su endeudamiento en el entorno de 70 puntos del PIB, desde el máximo del 202% al 113% actual. En el contexto del endurecimiento económico que parece avecinarse, ¿cómo valora esta caída?



Positivamente, porque los efectos del desapalancamiento del período 2008-13 fueron excepcionalmente recesivos



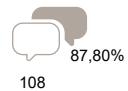
Neutral, ya que a la caída de la deuda privada se contrapone el aumento, en un volumen parecido, de la pública



NS/NC



En la hipótesis de una nueva crisis procedente del exterior, ¿cómo evalúa que la recuperación entre 2014-19 de la economía española se haya basado, fundamentalmente, en la industria y los servicios a las empresas?



Positivamente, porque ha mejorado nuestra capacidad competitiva exterior y el crecimiento se ha basado en sectores con mayor capacidad de resistencia



Negativamente, porque el crecimiento en el peso de la demanda externa puede afectarnos negativamente si la economía global se deteriora con fuerza



NS/NC



¿Cree que España tiene margen para una política fiscal más expansiva?



Sí, sólo hace falta relajar las reglas europeas sobre el límite de déficit público



No, con el problema de sostenibilidad de las pensiones y un déficit público del 2,5% del PIB en 2018, España corre el riesgo de verse abocada a una nueva crisis fiscal si lleva a cabo una expansión fiscal mayor y la desaceleración actual se convierte en una crisis



NS/NC



## Sin margen para subir el gasto

Los encuestados, como se explica más arriba, se manifiestan por amplia mayoría en favor de una estrategia fiscal expansiva que ayude a la política monetaria a reactivar la economía europea. Sin embargo, la posición es bien distinta al hablar de España. En este caso, hay un rechazo masivo (del 89%) a la posibilidad de que el Gobierno opte por subir el gasto público. Por dos razones, fundamentalmente: porque el actual déficit público sigue en niveles elevados (previsiblemente no se cumplirá el objetivo presupuestario del 2% fijado para 2019) y porque el desequilibrio del sistema de pensiones, que tiene un desfase crónico, es una losa que amenaza a las cuentas públicas en el medio plazo.