

L'economia espanyola el 2019: un any de transició cap a cotes més sostenibles

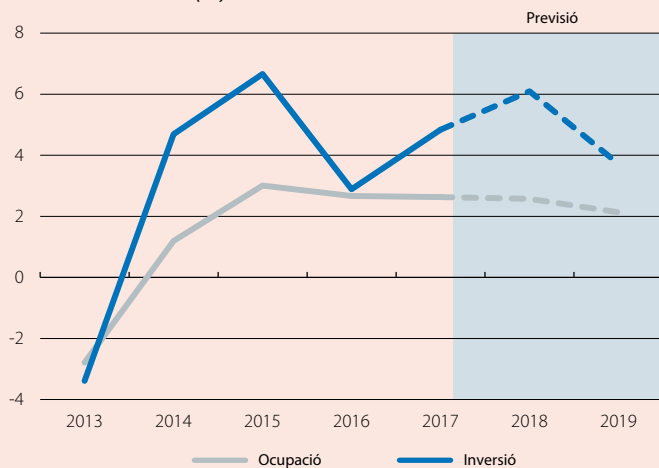
Som a prop d'acabar el 2018 i, com és habitual en aquestes dates, ens volem abstenir de les preguntes concretes que agiten el nostre dia a dia, prendre una mica de perspectiva i pensar què podem esperar de l'any que s'acosta. Tal com veurem, preveiem que el 2019 serà recordat com un any de transició: l'any en què l'economia va deixar de prémer l'accelerador, va canviar de marxa i es va instaurar en una còmoda velocitat de creuer.

Abans d'entrar en prospectives, un petit *detour*. No és possible entendre cap a on anem sense repassar de forma succinta el passat recent. L'economia espanyola ve d'experimentar tres anys de creixement molt elevat. Aquest elevat ritme de creixement ha estat possible gràcies a diferents factors. Primer, a l'embranchida cíclica: en sortir de la recessió, moltes àrees de l'economia espanyola oferien un ampli marge per créixer i, quan les perspectives econòmiques van millorar, la simple recuperació de l'activitat, des de les cotes tan baixes que s'havien assolit durant la crisi, va oferir un fort impuls al creixement.¹ L'embranchida cíclica també es va veure beneficiada, per exemple, per algunes de les reformes que l'economia espanyola va dur a terme en l'àmbit laboral o al sector financer. Segon, l'economia espanyola es va beneficiar d'una sèrie de factors temporals que van donar un major impuls a la recuperació. D'aquests factors, destaquem la intensa caiguda del preu del petroli que va tenir lloc al final del 2014, la compressió dels tipus d'interès arran de la política monetària expansiva del BCE i la recuperació econòmica global, que va ajudar a dinamitzar les exportacions espanyoles i va potenciar el sector turístic.²

No obstant això, ja el 2017, aquests factors de suport, o vents de cua, van començar a perdre força i, en alguns casos, fins i tot, es van girar de cara, com és el cas del petroli, el preu del qual s'ha recuperat de forma gradual des de mitjan 2017.³ Així mateix, el context internacional ha patit un lleuger deteriorament en els últims trimestres: la normalització de la política monetària dels EUA ha començat a tenir un impacte sobre els mercats i l'escalada de les tensions comercials entre els EUA i la Xina ha pesat sobre el clima de confiança global en els últims mesos. Totes aquestes dinàmiques s'han reflectit en les últimes dades disponibles fins avui sobre l'economia espanyola, que mostren que el ritme de creixement de l'economia s'ha moderat en relació amb els registres dels últims anys, tot i que encara es manté en cotes elevades. Així, doncs, amb aquest marc de fons, què podem esperar per al 2019?

Espanya: ocupació i inversió

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Per començar, preveiem que la demanda interna es mantindrà com el principal motor de creixement de l'economia. Aquesta previsió es basa, principalment, en dos eixos. Primer, en la bona evolució del mercat laboral, que continua llançant elevades taxes de creixement de l'ocupació. Malgrat que cal esperar que el ritme de creació d'ocupació es moderi a mesura que ho faci l'activitat, les perspectives favorables de la demanda i l'elevat grau de folgança que subsisteix al mercat laboral suggereixen que l'economia continuarà generant ocupació a un ritme lleugerament superior al 2%. Així mateix, a la bona evolució de l'ocupació, cal afegir una recuperació incipient dels salaris, que ja es comença a apreciar en les últimes dades i que preveiem que prosseguirà el 2019.⁴ Tot plegat continuarà donant suport al consum privat. Segon, cal esperar que la inversió mantingui una dinàmica favorable, tot i que una mica més moderada, gràcies al context de condicions financeres acomodaticies i a les perspectives favorables de la demanda (vegeu el primer gràfic).

Per la seva banda, la demanda externa mantindrà un to moderat. Després de créixer els últims trimestres per sota del que s'esperava, a causa del repunt de la incertesa provocada per les

tensions comercials entre els EUA i la Xina i de la desacceleració del sector turístic, preveiem que les exportacions s'aniran recuperant parcialment. No obstant això, malgrat aquesta recuperació, el bon comportament de la demanda interna comportarà un increment de les importacions, que farà que la contribució del sector exterior al creixement acabi sent gairebé nul·la en els propers trimestres.

Com es conjuguen tots aquests elements? Doncs bé, la bona dinàmica que mostren l'ocupació i la inversió sostindrà el creixement de l'economia. Al segon gràfic, mostrem la previsió de creixement del PIB per al 2019 (del 2,1%) i la seva descomposició en

1. El principal exemple és el del mercat laboral: el 2013, la taxa d'atur es va situar en el 26,1%, un registre molt per damunt de la mitjana entre el 2000 i el 2007, del 10,5%.
2. Per a una anàlisi més detallada de la contribució d'aquests factors de suport, vegeu «Fins a quin punt ens ha de preocupar la desacceleració de l'economia espanyola?», a l'IM10/2018.
3. El preu del petroli va passar dels 47,6 dòlars al juny del 2017 als 79,1 dòlars al setembre del 2018.
4. Per exemple, els increments salarials pactats en conveni fins a l'octubre del 2018 van ser de l'1,7%, mentre que els signats un any abans van ser de l'1,4%.

funció de la contribució del component subjacent –el creixement que s'explica per l'acumulació dels factors de producció: capital i treball–, els factors conjunturals (el preu del petroli, els tipus d'interès i el turisme) i la productivitat total dels factors.⁵ Tal com es pot observar, l'elevat creixement registrat entre el 2015 i el 2017 va ser producte d'un fort repunt del creixement subjacent, arran del ferm creixement de l'ocupació, de la recuperació de la inversió i de l'impuls dels vents de cua. En canvi, de cara al 2018 i al 2019, podem veure com aquests vents de cua s'han esgotat i el creixement s'estabilitzarà al voltant del creixement del component subjacent, que mantindrà un bon to, gràcies als sòlids fonaments de l'economia (el capital i l'ocupació), i de la contribució de la PTF, que preveiem que serà modesta, però coherent amb l'experiència històrica recent.⁶ D'aquesta manera, malgrat l'esvaïment dels factors conjunturals, podem veure que l'economia continuarà avançant a un ritme elevat i més sostenible.

Per definició, el futur és incert. D'aquesta manera, l'anàlisi de les perspectives de l'economia seria incomplet sense tenir en compte que l'any vinent pot albergar algun esdeveniment imprevist que distorsioni el curs esperat dels esdeveniments. Per reflectir aquesta incertesa, a la taula següent, mostrem la sensibilitat d'una sèrie de variables macroeconòmiques davant dos escenaris. El primer escenari seria representatiu d'un *shock* negatiu en alguna de les principals economies del món, però amb un impacte contingut a nivell global. Per exemple, arran d'una desacceleració sobtada de l'economia nord-americana després de la finalització de l'embranchada fiscal de l'Administració Trump i/o de l'impacte de les tensions comercials amb la Xina.⁷ El segon escenari és una mica més sever i està inspirat en una versió més suavitzada de l'episodi de la crisi del deute sobirà que va tenir lloc entre el 2010 i el 2012. Aquest escenari es podria donar si el pols entre el Govern italià i la Comissió Europea pugés de to i es qüestionés la sostenibilitat del deute públic italià. Tal com ho mostra la taula, en funció de l'escenari considerat, l'economia espanyola s'enfrontaria a una desacceleració més o menys intensa de l'esperada. No obstant això, en els dos casos, l'economia es mantindria allunyada de la possibilitat d'una recessió, la taxa d'atur es continuaria reduint, malgrat que a un ritme inferior al predit, i la prima de risc augmentaria de forma moderada.

Desviació en relació amb l'escenari central (p. p.)

| | 2019 | | | 2020 | | |
|---|--------------------|---|--|------------------|---|--|
| | Escenari central * | Escenari 1: Shock internacional amb repercussions limitades | Escenari 2: Shock amb origen a la zona de l'euro | Escenari central | Escenari 1: Shock internacional amb repercussions limitades | Escenari 2: Shock amb origen a la zona de l'euro |
| PIB | 2,1% | -0,3 | -0,8 | 2,0% | -0,2 | -0,4 |
| Taxa d'atur | 13,6% | 0,3 | 0,8 | 12% | 0,5 | 1,0 |
| Preu de l'habitatge (variació interanual) | 4,2% | -0,5 | -2,2 | 4,5% | -0,4 | -2,5 |
| Prima de risc (p. b.) | 113 | 11 | 63 | 89 | 6 | 43 |

Nota: * Previsió segons CaixaBank Research.

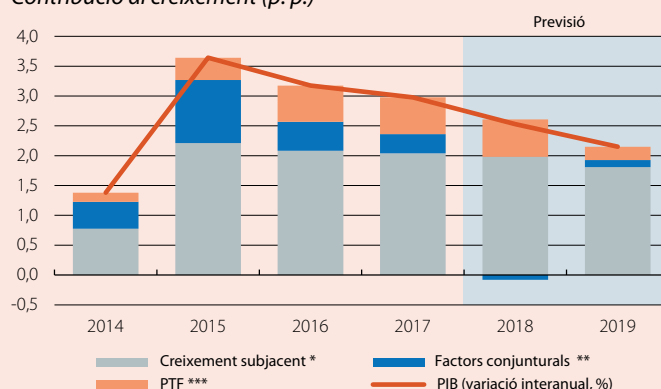
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, del Ministeri de Foment i de Bloomberg.

A tall de conclusió, el 2019 se'ns presenta amb bones perspectives. Els fonaments que impulsen el creixement es mostren ben ancorats i la desacceleració observada en relació amb els anys anteriors no deixa de reflectir el curs natural del cicle econòmic. Això, malgrat tot, no ens hauria de conduir a la complaença. Els reptes de l'economia, entre els quals destaquem el comportament modest de la productivitat del país, el deute públic elevat i la dualitat al mercat laboral, són seriosos i hauríem d'aprofitar el bon moment cíclic actual per canalitzar-los.

Oriol Carreras
CaixaBank Research

Espanya: previsions de creixement

Contribució al creixement (p. p.)



Notes: * El creixement subjacent es defineix com el creixement del PIB que s'explica per l'acumulació dels factors de producció: ocupació i capital. ** Els factors conjunturals engloben les aportacions al creixement provinents de les variacions en el preu del petroli, en els tipus d'interès i en el saldo dels serveis turístics. *** La productivitat total dels factors (PTF) és el residu sobrant.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Banc d'Espanya.

5. La productivitat total dels factors s'obté com el residu entre el creixement del PIB i el creixement explicat per l'acumulació dels factors de producció i els factors conjunturals. Segons aquesta definició, el creixement que aporta la PTF també podria ser considerat com una part del creixement subjacent.

6. Segons les estimacions del Banc d'Espanya (vegeu Mora-Benito, E. i Chenxu Fu 2018, «The evolution of Spanish total factor productivity since the global financial crisis»), la contribució de la PTF al creixement entre el 2001 i el 2007 va ser de -0,4 p. p., entre el 2008 i el 2013 va ser de -0,7 p. p. i entre el 2014 i el 2015 va ser de 0,8 p. p.

7. L'episodi històric en què ens hem basat per a la generació de l'escenari és la crisi de la bombolla *dotcom* que va tenir lloc entre el 2000 i el 2002 i que va generar una desacceleració important de l'economia nord-americana, tot i que va tenir un impacte global moderat.