



Artícle Genèric

---

[Anàlisi de conjuntura](#)

# L'economia espanyola el 2017: creixent amb menys vents de cua

Contingut disponible en  
Anglès Espanyol



Judit Montoriol-Garriga

Economista sènior

---

El creixement de l'economia espanyola va ser molt vigorós en el bienni 2015-2016: va superar el 3% en els dos anys i va batre els pronòstics de la majoria dels analistes. Aquest extraordinari èxit es conseqüència de la confluència d'uns factors de suport temporal, tant externs (el baix preu del petroli i la política monetària ultraexpansiva del BCE) com interns (impuls fiscal), que s'han sumat a la recuperació cíclica de l'economia. En el segon semestre del 2016, aquests vents de cua van començar a perdre intensitat, i això s'ha reflectit en un suau alentiment

del ritme d'avanç del PIB. De cara al 2017, l'evolució d'aquests factors de suport determinarà, en gran part, el ritme d'avanç de l'economia espanyola l'any vinent.

Comencem per recular una mica en el temps, quan es pagava uns 100 dòlars per un barril de cru, un euro equivalia a 1,33 dòlars i la rendibilitat que ofería el bo espanyol a 10 anys era del 2,7%. Malgrat que aquestes xifres semblen molt allunyades de la situació econòmica actual,<sup>1</sup> corresponen a la meitat del 2014, fa només dos anys. El creixement del PIB enguany ha estat de l'1,4%, una mica per damunt del creixement del PIB tendencial,<sup>2</sup> gràcies, sobretot, als costos de finançament més baixos dels quals va començar a gaudir l'economia espanyola després de les mesures expansives del BCE i, en menor mesura, al lleuger descens del preu del petroli (vegeu el primer gràfic). Aquests factors de suport es van intensificar el 2015: el preu del petroli es va enfonsar fins als 35 dòlars al desembre d'enguany i els costos de finançament van continuar reculant arran d'una intervenció més decisiva del BCE, que, finalment, va iniciar les compres de bons sobirans. Les caigudes del preu del petroli i dels tipus d'interès es van allargar el 2016, però el seu descens va ser menor que l'any anterior, i, per tant, també ho va ser l'impacte sobre el creixement. En conjunt, aquests dos factors, petroli i tipus d'interès, expliquen al voltant d'1 p. p. del creixement del PIB el 2015 i 0,5 p. p. el 2016.<sup>3</sup> Les previsions de CaixaBank Research tracen una alça moderada tant del preu del petroli com dels tipus d'interès el 2017, de manera que s'espera que aquests factors deixin de donar suport al creixement del PIB l'any vinent.

Un altre element extern que ha afavorit l'economia espanyola és el tipus de canvi. La política monetària expansiva del BCE, juntament amb l'inici de la normalització monetària als EUA, va propiciar una intensa depreciació de l'euro, que va passar a canviar-se, de mitjana, a 1,11 dòlars el 2015. Si es té en compte una cistella més àmplia de divises, s'observa que el descens del tipus de canvi efectiu real espanyol en relació amb els principals socis comercials es va iniciar el 2014 (el -2,9%) i va prosseguir el 2015 (el -2,8%) i el 2016 (el -1,0% entre els mesos de gener i octubre, última dada disponible). Atès que l'impacte del tipus de canvi sobre l'evolució de les exportacions no és immediat, sinó que l'efecte màxim se sol observar, aproximadament, al cap d'un any i mig, estimem que l'efecte sobre el

creixement del PIB el 2015 va ser relativament petit, de l'ordre de 2 dècimes.<sup>4</sup> En canvi, el 2016, l'impacte ha estat més rellevant (unes 5 dècimes) i continuarà sent molt important el 2017.

Finalment, en clau interna, un altre element que ha impulsat de forma decisiva el creixement del PIB en els dos últims anys ha estat la política fiscal expansiva. El 2015, el dèficit públic es va reduir en 8 dècimes, fins al 5,0% del PIB (sense incloure les pèrdues per les ajudes a la banca). L'ajust fiscal el 2016, si es compleix el nou objectiu del 4,6% del PIB, haurà estat menor, de 4 dècimes. En els dos anys, la millora de l'entorn macroeconòmic hauria comportat una reducció superior del dèficit si la política fiscal hagués estat neutra; o, el que és el mateix, la reducció del dèficit va ser relativament menor, ja que es van adoptar mesures fiscals de caire expansiu, com la rebaixa de l'IRPF. En concret, estimem que l'impuls fiscal ha contribuït en unes 5 o 6 dècimes al creixement del PIB cada any. Per al 2017, si el dèficit es redueix a un ritme lleugerament superior al dels dos últims anys i s'apropa a l'objectiu acordat amb Brussel·les, la política fiscal seria gairebé neutra.

L'impacte dels shocks esmentats no ha estat homogeni entre els diferents components del PIB, però sí generalitzat. Tal com s'observa al segon gràfic, la inversió és el component més afavorit pels diferents factors de suport temporal. De tota manera, el consum privat i el consum públic també han tingut el suport d'aquests factors. Pel que fa al sector exterior, la depreciació de l'euro ha impulsat el creixement de les exportacions en 3 p. p., la qual cosa representa gairebé un terç del creixement acumulat en el bienni 2015-2016.

En definitiva, l'anàlisi detallada dels principals factors de suport temporal fa pensar que expliquen, aproximadament, la meitat de l'exceptional creixement de l'economia espanyola en el bienni 2015-2016. Sens dubte, aquests elements van contribuir a generar confiança en la capacitat de creixement i van ajudar a consolidar, així, el bon momentum de l'economia. Sense ells, el creixement hauria estat més reduït i l'efecte confiança, més difícil de quantificar, també hauria estat menor.

Com ja s'ha assenyalat, les previsions de CaixaBank Research per al 2017

suggereixen que aquests vents de cua deixaran de bufar i, de fet, s'espera que alguns, fins i tot, es tornin vents de cara. En aquest escenari, el ritme d'avanç de l'economia espanyola es moderarà fins al 2,6%, un percentatge encara notable. No obstant això, la incertesa que envolta aquesta previsió és elevada, ja que depèn de variables com el preu del petroli, els tipus d'interès o el tipus de canvi, l'evolució del qual és molt incerta en el context internacional actual. Per il·lustrar aquesta incertesa, n'hi ha prou amb observar la gran diferència entre la previsió més optimista i la més pessimista dels diferents analistes. Per exemple, la previsió mitjana del preu del petroli per a l'any vinent oscil·la entre els 41 i els 60 dòlars, i la de la rendibilitat del bo espanyol a 10 anys se situa entre l'1,0% i el 2,2%. Malgrat l'amplitud de l'interval de previsions, l'impacte estimat sobre el creixement del PIB és relativament modest (entre -2 i +1 dècimes). Així mateix, destaca el fet que, en els dos casos, les previsions de CaixaBank Research se situen al costat conservador, la qual cosa implica que els riscos estarien esbiaixats a l'alça (vegeu els gràfics tercer i quart). Finalment, cal subratllar que la divergència d'opinions sobre el curs del dèficit públic el 2017 s'ha mantingut especialment elevada: l'interval oscil·lava entre el -3,1% i el -4,0% del PIB en el panell de Funcas del novembre. L'impacte directe sobre el creixement del PIB, en aquest cas, no és gens menyspreable i il·lustra la importància de concretar mesures creïbles.

En definitiva, malgrat que tot fa pensar que el creixement continuarà sent vigorós el 2017, la incertesa també es mantindrà en cotes altes, en especial a causa del complex context internacional. En aquest entorn, en què els vents de cua poden deixar de donar suport al creixement de l'economia espanyola, és imprescindible continuar impulsant una agenda de reformes estructurals ambiciosa, que garanteixi un creixement sostingut i equilibrat a mitjà termini.

Judit Montoriol Garriga

Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

1. Les xifres mitjanes del mes de novembre del 2016 són 46,9 dòlars per barril, 1,08 dòlars per

euro i el bo espanyol a 10 anys ofereix una rendibilitat de l'1,5%.

2. El PIB tendencial s'estima a partir d'un model autoregressiu estimat en el període 1995-2013. Es tracta d'una aproximació del creixement del PIB que s'hauria

observat en absència de shocks.

3. L'impacte del preu del petroli sobre el PIB s'estima a partir de l'estalvi anual en el saldo energètic de la balança de pagaments. L'impacte dels tipus d'interès s'estima a partir de l'estalvi en despeses financeres de les llars i de les societats no financeres dels comptes no financers.

4. L'impacte del tipus de canvi efectiu real sobre el PIB s'estima a partir de l'elasticitat històrica de les exportacions i del tipus de canvi.



Judit Montoriol-Garriga

Economista sènior

