

L'economia espanyola el 2020: no estem tan malament

El cap d'any s'acosta, i amb ell arriba el nostre exercici habitual de perspectives sobre el futur de l'economia al llarg de l'any vinent. Tal com veurem, preveiem que el 2020 serà un any de moderació del creixement que no anirà més enllà d'una transició cap a un estadi de creixement més suau després d'un llarg cicle de recuperació econòmica.

En els sis últims anys, l'economia espanyola ha transitat per un episodi de fort creixement econòmic que li ha permès recuperar, i, en el cas d'alguns indicadors, superar, els nivells d'activitat econòmica previs a la crisi.¹ No obstant això, ja el 2018, la recuperació econòmica va començar a perdre una mica de força, i aquesta tendència s'ha mantingut al llarg del 2019. En aquest sentit, el creixement del PIB va passar del 2,9% el 2017 al 2,4% el 2018, i tot fa pensar que l'economia tancarà el 2019 amb un creixement al voltant de l'1,9%-2,0%. Aquesta moderació ha vingut a través de dos canals: el menor impuls exterior i la moderació de la despesa de les llars. Fixem-nos breument en cada canal, ja que ens serà útil per entendre l'escenari que considerem de cara al 2020.

Les claus del 2020: sector exterior i consum

Pel que fa al sector exterior, al primer gràfic, mostrem el creixement interanual de les exportacions espanyoles en funció de la demanda exterior² i un residu que captura la variació restant.³

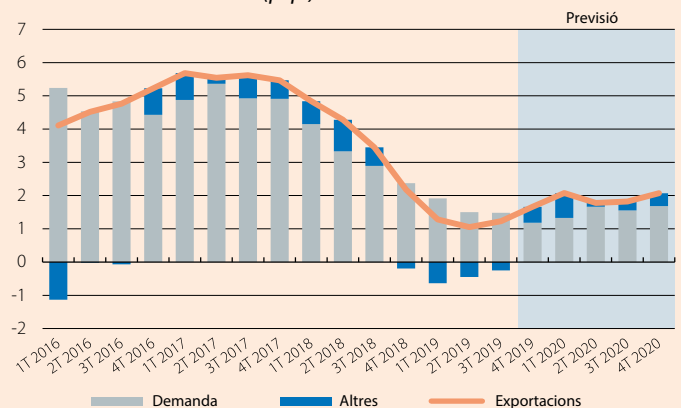
A simple vista, veiem que la desacceleració de la demanda exterior explica una gran part de l'alentiment del creixement de les exportacions. Quins factors expliquen aquest deteriorament de la demanda exterior? N'hi ha, com a mínim, dos: primer, al març del 2018, es va iniciar l'escalada de tensions comercials entre els EUA i la Xina i, segon, el 2018, també va començar una desacceleració gradual del creixement a la zona de l'euro.⁴

El segon factor que ha contribuït a l'alentiment del ritme de creixement ha estat la moderació del consum privat: mentre que, el 2017, el consum creixia a un ritme del 3,0% anual, les últimes previsions (que incorporen dades per als tres primers trimestres de l'any) situen el creixement per al 2019 en l'1,2% anual. Mentre que, en un estadi inicial (entre el 4T 2017 i el 3T 2018), la desacceleració es va produir per una menor contribució dels béns no duradors,⁵ en els últims trimestres, la moderació del creixement del consum s'explica pels béns duradors, que, actualment, tenen una contribució negativa. És probable que això sigui degut a una desacceleració de la despesa de les llars en vehicles:⁶ davant un augment de la incertesa reguladora i del repte del canvi tecnològic (substitució de la tecnologia de combustió per tecnologia elèctrica), el consumidor pot haver decidit ajornar els plans de despesa fins que aquestes incògnites s'esvaeixin.⁷ Si aquest fos el cas, a mesura que aquestes incògnites s'esvaeixin, la despesa en vehicles podria experimentar un efecte rebot, a causa del consum que s'ajorna en l'actualitat.

Així, doncs, què esperem per al 2020? Tot fa pensar que l'any vinent repetirà protagonistes. Tal com veiem al primer gràfic, en la mesura que s'espera que el creixement global, i, més particularment, el de la zona de l'euro, es mantingui contingut, **no preveiem que les exportacions repuntin amb força**, de manera que el sector exterior continuarà fent aportacions molt moderades al creixement. A més a més, l'entorn global es mantindrà com una font de risc. El *brexit*, les negociacions comercials entre els EUA i la Xina i les dificultats que travessa el sector automobilístic a nivell europeu són factors que encara disten d'haver-se solucionat.

Espanya: desglossament de les exportacions

Contribució al creixement (p. p.)



Notes: Aquesta descomposició es calcula mitjançant una regressió en primeres diferències estimada per mètodes quadrats ordinaris, incloent com a regressor una variable que captura la demanda exterior.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

1. Per exemple, en el 3T 2019, el PIB es va situar el 7% per damunt de la cota assolida el 2007.

2. Construïda com una mitjana ponderada de les importacions dels principals socis comercials d'Espanya.

3. Aquest component captura tot allò que no captura el component de la demanda exterior. Això pot incloure canvis en la competitivitat relativa de les exportacions espanyoles en relació amb la dels seus principals competidors.

4. El creixement interanual de la zona de l'euro, en el 4T 2018, va ser de l'1,2%, 1,8 p. p. menys que en el 4T 2017.

5. Analitzem les causes d'aquest comportament a l'article «[Quo vadis, consum?](#)», a l'IM11/2019.

6. Un indicador que suggereix aquesta possibilitat són les matriculacions de vehicles, que, en termes interanuals, han caigut una mitjana del 7,0% entre l'octubre del 2018 i el juliol del 2019.

7. La incertesa reguladora és deguda tant als dubtes sobre el *mix* impositiu que els governs implementaran sobre els vehicles com als dubtes sobre les possibles restriccions a la circulació dels vehicles de combustió.

D'altra banda, preveiem que la **demanda interna** moderarà el ritme de creixement, tot i que es mantindrà com el **principal motor de l'economia**. Els **ingressos de les famílies continuaran creixent a taxes notables**,⁸ gràcies al repunt en el creixement dels salaris, que compensarà l'alentiment del creixement de l'ocupació. Aquesta bona evolució dels ingressos permetrà que el creixement del consum repunti lleugerament en relació amb els registres del 2019. Així i tot, com es pot veure al segon gràfic, aquest repunt serà limitat, i preveiem que les llars continuaran recomponent el matalàs d'estalvis com a resposta a unes perspectives macroeconòmiques una mica més modestes. Aquest augment de l'estalvi, malgrat que pesarà sobre el ritme de creixement de l'economia a curt termini, la dotarà d'una major resiliència de cara al futur. Finalment, preveiem que la inversió continuarà creixent, gràcies a les perspectives de la demanda interna, raonablement bones, i a l'entorn financer acomodatiu, tot i que ho farà a ritmes més seus, arran de les dificultats que travessa el sector manufacturer.⁹

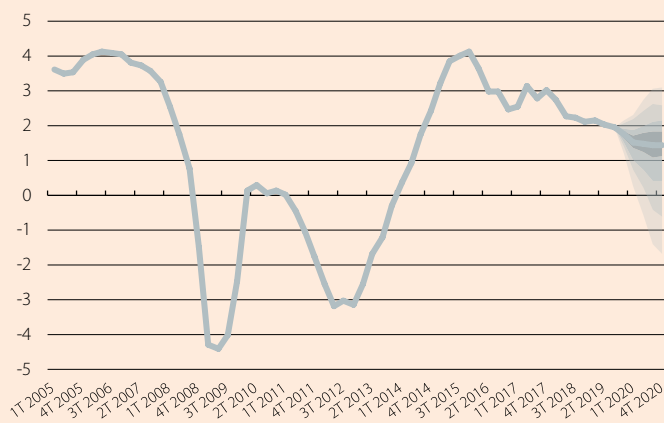
Tenint en compte tots els factors exposats, **preveiem que l'economia creixerà l'1,5% el 2020**, una taxa modesta en comparació amb la mitjana de creixement del 2,7% entre el 2014 i el 2018, però superior a la previsió de creixement de la zona de l'euro (al voltant de l'1,0%).

Hi haurà recessió?

Durant aquests últims mesos, en l'opinió pública s'ha anat formant un clima de preocupació sobre la possibilitat que una nova recessió pugui assolir l'economia espanyola en els propers trimestres.¹⁰ En aquest sentit, cal reflexionar sobre si aquesta preocupació està justificada.

Espanya: PIB

Variació interanual (%)

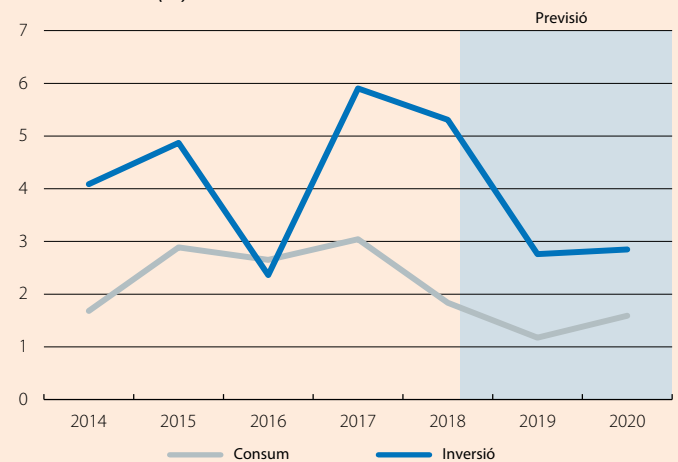


Nota: El grau de transparència de l'ombrejat és un indicador de la probabilitat de desviació en relació amb les previsions considerades. En aquest sentit, els colors més clars es tradueixen en una probabilitat d'ocurrència menor. A tall de referència, la banda més clara de la part baixa del gràfic correspon a una probabilitat d'ocurrència entre el 10% i el 20%.

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

Espanya: consum i inversió

Variació anual (%)



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

Amb la intenció d'aclarir una mica aquesta disjuntiva, utilitzem un model macroeconòmic que hem desenvolupat a CaixaBank Research.¹¹ Al tercer gràfic es mostra l'evolució del creixement del PIB que esperem fins al 4T 2020 i les desviacions en relació amb les nostres previsions si es produeixen *shocks* que modifiquin la trajectòria prevista del creixement. En aquest sentit, estimem que **la probabilitat que, el 2020, es materialitzi un *shock* negatiu prou intens perquè l'economia espanyola entri en una nova recessió és del 15%**.^{12,13} Aquesta probabilitat, juntament amb l'evolució del PIB que esperem per al 2020, amb un creixement de l'1,5%, ens diu que Espanya es troba en un període de desacceleració coherent amb una fase més madura del cicle expansiu i amb un risc de recessió baix, la qual cosa ens hauria de tranquil·litzar una mica. I és que com es diu a vegades: *No estem tan malament!*

Oriol Carreras i Eduard Llorens i Jimeno

8. En termes nominals, esperem creixements al voltant del 4%. El creixement en el 2T 2019, última dada disponible, va ser del 4,5% en l'acumulat de quatre trimestres.

9. El sector pateix l'augment del proteccionisme a nivell internacional, el deteriorament de la demanda exterior i les dificultats idiosincràtiques que travessa el sector automobilístic.

10. Una prova d'això és que, actualment, la paraula «recessió» té la mateixa popularitat a Google que durant la crisi de l'euro.

11. Es tracta d'un model semiestructural d'equilibri general de l'economia espanyola, on la tendència a curt termini està determinada per la demanda agregada, mentre que, a llarg termini, la demanda i l'oferta agregades s'igualen.

12. Probabilitat que, entre el 4T 2019 i el 4T 2020, hi hagi, com a mínim, dos trimestres consecutius amb un creixement intertrimestral negatiu.

13. Una probabilitat del 15% implica un esdeveniment que succeeix, de mitjana, una vegada cada set anys. En aquest sentit, és més semblant a un episodi com el de la crisi *dotcom* (entre el 2000 i el 2002), que va generar una desacceleració intensa de l'economia nord-americana, però que va tenir un impacte global moderat, que a un episodi com el de la crisi financera, que té una probabilitat d'ocurrència molt inferior (per sota del 5%).