

## La economía española en 2020: no estamos tan mal

El fin de año se avecina, y con él llega nuestro habitual ejercicio de perspectivas acerca del devenir de la economía a lo largo del próximo año. Tal y como veremos, prevemos que 2020 será un año de moderación del crecimiento que no irá más allá de una transición hacia un estadio de crecimiento más suave tras un largo ciclo de recuperación económica.

En los últimos seis años, la economía española ha transitado por un episodio de fuerte crecimiento económico que le ha permitido recuperar, y en el caso de algunos indicadores sobrepasar, los niveles de actividad económica previos a la crisis.<sup>1</sup> Sin embargo, ya en 2018, la recuperación económica empezó a perder algo de fuerza y esta tendencia se ha mantenido a lo largo de 2019. En este sentido, el crecimiento del PIB pasó del 2,9% en 2017 al 2,4% en 2018 y todo apunta a que la economía cerrará el 2019 con un crecimiento en torno al 1,9%-2,0%. Esta moderación ha venido a través de dos canales: el menor impulso exterior y la moderación del gasto de los hogares. Fijémonos brevemente en cada uno de estos canales, puesto que nos será útil para entender el escenario que manejamos para el 2020.

### Las claves de 2020: sector exterior y consumo

Respecto al sector exterior, en el primer gráfico mostramos el crecimiento interanual de las exportaciones españolas en función de la demanda exterior<sup>2</sup> y un residuo que captura la variación restante.<sup>3</sup>

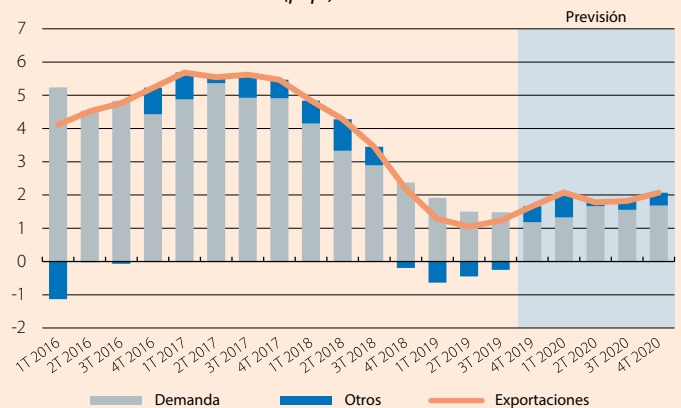
A simple vista, vemos cómo la desaceleración de la demanda exterior explica gran parte de la ralentización del crecimiento de las exportaciones. ¿Qué factores explican este deterioro de la demanda exterior? Existen por lo menos dos: primero, en marzo de 2018 se inició la escalada de tensiones comerciales entre EE. UU. y China, y segundo, en 2018 también empezó una desaceleración gradual del crecimiento en la eurozona.<sup>4</sup>

El segundo factor que ha contribuido a la ralentización del ritmo de crecimiento ha sido la moderación del consumo privado: mientras que en 2017 el consumo crecía a un ritmo del 3,0% anual, las últimas previsiones (que incorporan datos para los tres primeros trimestres del año) sitúan el crecimiento para 2019 en el 1,2% anual. Mientras que en un estadio inicial (entre el 4T 2017 y el 3T 2018) la desaceleración se produjo por una menor contribución de los bienes no duraderos,<sup>5</sup> en los últimos trimestres la moderación del crecimiento del consumo se explica por los bienes duraderos, que actualmente están teniendo una contribución negativa. Es probable que esto se deba a una desaceleración del gasto de los hogares en vehículos:<sup>6</sup> ante un aumento de la incertidumbre regulatoria y el reto del cambio tecnológico (sustitución de la tecnología de combustión por tecnología eléctrica), el consumidor puede haber decidido posponer sus planes de gasto hasta que estas incógnitas se desvanezcan.<sup>7</sup> Si este fuera el caso, a medida que estas incógnitas se disipen, el gasto en vehículos podría experimentar un efecto rebote debido al consumo que se está posponiendo actualmente.

Así pues, ¿qué esperamos para 2020? Todo apunta a que el año que viene repetirá protagonistas. Tal y como vemos en el primer gráfico, en la medida que se espera que el crecimiento global, y más particularmente el de la eurozona, se mantenga contenido, **no prevemos que las exportaciones repunten con fuerza**, por lo que el sector exterior seguirá realizando aportaciones muy moderadas al crecimiento. Además, el entorno global se mantendrá como una fuente de riesgo. El *brexit*, las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China y las dificultades que atraviesa el sector automovilístico a nivel europeo son factores que aún distan de haberse solucionado.

### España: desglose de las exportaciones

Contribución al crecimiento (p. p.)



**Notas:** Esta descomposición se calcula mediante una regresión en primeras diferencias estimada por métodos cuadrados ordinarios, incluyendo como regresor una variable que captura la demanda exterior.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

1. Por ejemplo, el PIB en el 3T 2019 se situó un 7% por encima de la cota alcanzada en 2007.

2. Construida como una media ponderada de las importaciones de los principales socios comerciales de España.

3. Este componente captura todo aquello que no captura el componente de la demanda exterior. Ello puede incluir cambios en la competitividad relativa de las exportaciones españolas frente a la de sus principales competidores.

4. El crecimiento interanual de la eurozona en el 4T 2018 fue del 1,2%, 1,8 p. p. menos respecto al 4T 2017.

5. Analizamos las causas de este comportamiento en el artículo «¿Quo Vadis, consumo?» del IM11/2019.

6. Un indicador que sugiere esta posibilidad son las matriculaciones de vehículos, que en términos interanuales han caído un promedio del 7,0% entre octubre de 2018 y julio de 2019.

7. La incertidumbre regulatoria se debe tanto a dudas en relación con el *mix* impositivo que los gobiernos implementarán sobre los vehículos como en posibles restricciones a la circulación de los vehículos de combustión.

Por otra parte, preveemos que la **demanda interna** moderará su ritmo de crecimiento, aunque se mantendrá como el **principal motor de la economía**. Los **ingresos de las familias seguirán creciendo a tasas notables**,<sup>8</sup> gracias al repunte en el crecimiento de los salarios que compensará la ralentización del crecimiento del empleo. Esta buena evolución de los ingresos permitirá que el crecimiento del consumo repunte ligeramente respecto a los registros de 2019. Con todo, como se puede ver en el segundo gráfico, este repunte será limitado y preveemos que los hogares sigan recomponiendo su colchón de ahorros como respuesta a unas perspectivas macroeconómicas algo más modestas. Este aumento del ahorro, aunque pesará sobre el ritmo de crecimiento de la economía a corto plazo, la dotará de una mayor resiliencia de cara al futuro. Finalmente, preveemos que la inversión siga creciendo gracias a las razonablemente buenas perspectivas de la demanda interna y al entorno financiero acomodaticio, aunque a ritmos más suaves, fruto de las dificultades que atraviesa el sector manufacturero.<sup>9</sup>

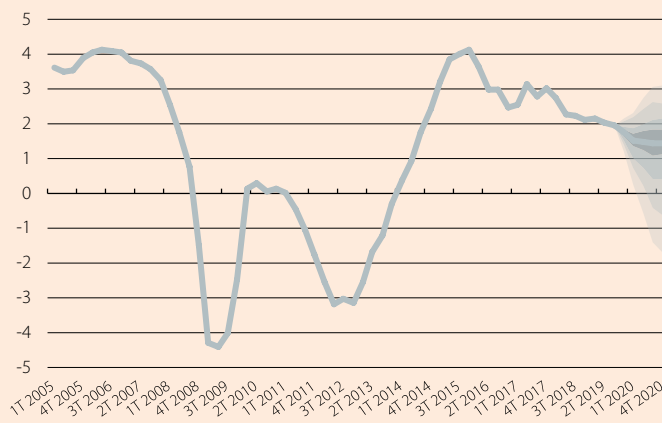
Teniendo en cuenta todos los factores expuestos, **preveemos que la economía crezca un 1,5% en 2020**, una tasa modesta en comparación con el promedio de crecimiento del 2,7% entre 2014 y 2018, pero superior a la previsión de crecimiento de la eurozona (alrededor del 1,0%).

### ¿Habrá recesión?

Durante estos últimos meses, en la opinión pública se ha ido formando un clima de preocupación sobre la posibilidad de que una nueva recesión pueda azotar la economía española en los próximos trimestres.<sup>10</sup> En este sentido, cabe reflexionar sobre si esta preocupación está justificada.

### España: PIB

Variación interanual (%)

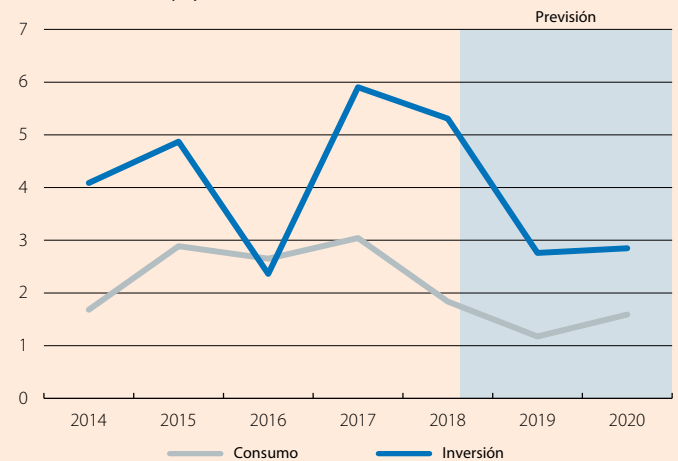


**Nota:** El grado de transparencia del sombreado es un indicador de la probabilidad de desviación respecto a las previsiones que manejamos. En este sentido, colores más claros se traducen en una probabilidad de ocurrencia menor. A modo de referencia, la banda más clara de la parte baja del gráfico corresponde a una probabilidad de ocurrencia de entre el 10% y el 20%.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: consumo e inversión

Variación anual (%)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Con tal de arrojar algo de luz sobre esta disyuntiva, utilizamos un modelo macroeconómico que hemos desarrollado en CaixaBank Research.<sup>11</sup> En el tercer gráfico se muestra la evolución del crecimiento del PIB que esperamos hasta el 4T 2020 y las desviaciones respecto a nuestras previsiones si se producen *shocks* que modifiquen la trayectoria prevista del crecimiento. En este sentido, estimamos que **la probabilidad de que en 2020 se materialice un shock negativo suficientemente intenso como para sumir a la economía española en una nueva recesión es de un 15%**.<sup>12,13</sup> Esta probabilidad, junto con la evolución del PIB que esperamos para 2020 con un crecimiento del 1,5%, nos dice que España se encuentra en un periodo de desaceleración consistente con una fase más madura del ciclo expansivo y con un riesgo de recesión bajo, lo que debiera tranquilizarnos un poco. Y es que como se dice a veces: **¡No estamos tan mal!**

Oriol Carreras y Eduard Llorens i Jimeno

8. En términos nominales, esperamos crecimientos en torno al 4%. El crecimiento en el 2T 2019, el último dato disponible, fue del 4,5% en el acumulado de cuatro trimestres.

9. El sector acusa el aumento del proteccionismo a nivel internacional, el deterioro de la demanda exterior y las dificultades idiosincráticas que atraviesa el sector automovilístico.

10. Prueba de ello es que actualmente la palabra «recesión» tiene la misma popularidad en Google que durante la crisis del euro.

11. Se trata de un modelo semiestructural de equilibrio general de la economía española, donde el corto plazo está determinado por la demanda agregada, mientras que a largo plazo la demanda y oferta agregadas se igualan.

12. Probabilidad de que entre el 4T 2019 y el 4T 2020 haya al menos dos trimestres consecutivos con un crecimiento intertrimestral negativo.

13. Una probabilidad del 15% implica un evento que ocurre, en promedio, 1 vez cada 7 años. En este sentido, es más parecido a un episodio como el de la crisis *dotcom* (entre 2000 y 2002), que generó una desaceleración marcada de la economía estadounidense pero que tuvo un impacto global moderado, que a un episodio como el de la crisis financiera, que tiene una probabilidad de ocurrencia mucho menor (inferior al 5%).