

Perspectivas España: 2023, un año cargado de desafíos

Balance de 2022

La invasión de Ucrania por parte de Rusia ha dado lugar a la crisis energética europea más importante de las últimas décadas. Esta crisis ha disparado el precio del gas natural en Europa, ha acrecentado el clima de incertidumbre y ha propiciado un ciclo de subidas agresivas de tipos de interés por parte del BCE para hacer frente al repunte de la inflación. Dentro del contexto europeo, España se encuentra comparativamente bien situada para transitar la crisis: nuestra dependencia del gas ruso es mucho menor que la de otras grandes economías europeas y nuestra capacidad de regasificar gas natural licuado nos brinda mayor capacidad de diversificación de las importaciones de gas.¹ De este modo, es improbable que veamos episodios de racionamiento en nuestro país, a pesar del corte indefinido de suministros de gas ruso al norte de Europa desde septiembre de 2022. Con todo, nuestra economía no es inmune al aumento de precios del gas ni al aumento más pronunciado de lo esperado de los tipos de interés. Así, si bien este exigente contexto no ha logrado frenar la recuperación del sector turístico en 2022, sí que ha lastrado la ejecución de los fondos NGEU, debido, al menos en parte, a la caída de la demanda de inversión ante el aumento de la incertidumbre, y ha erosionado, debido al fuerte aumento de la inflación, el colchón que ofrecía el exceso de ahorros heredado de la pandemia.

Para el conjunto de 2022, prevemos que la economía crezca un 4,5%. Sin embargo, detrás de esta cifra, se esconde un perfil que ha ido de más a menos. Si en el 2T el crecimiento del PIB fue del 1,5% intertrimestral, en el 3T la economía ha crecido solamente un 0,2% intertrimestral y prevemos que se produzca una ligera contracción en el 4T.

Un 2023 con un crecimiento muy modesto

Para ilustrar qué hay detrás de nuestras perspectivas para la economía española en 2023, hemos desglosado nuestra previsión de crecimiento del PIB del 1,0% según las contribuciones de sus principales determinantes (véase el primer gráfico). En ausencia del conflicto geopolítico, las perspectivas para 2023 hubieran sido bastante halagüeñas: el impulso cíclico por el efecto de recuperación económica y el impacto de los fondos europeos hubieran llevado a la economía a crecer a tasas cercanas al 4%.

Sin embargo, la crisis energética ha incrementado los precios de la energía, ha acarreado un fuerte aumento de la inflación y ha propiciado un aumento agresivo de los tipos de interés. Si bien prevemos que el impacto adverso del aumento de los precios de la energía sobre el crecimiento económico haya tenido su impacto máximo en 2022, es en 2023 donde prevemos que el impacto del aumento de la inflación y de los tipos de interés alcance su máxima expresión.

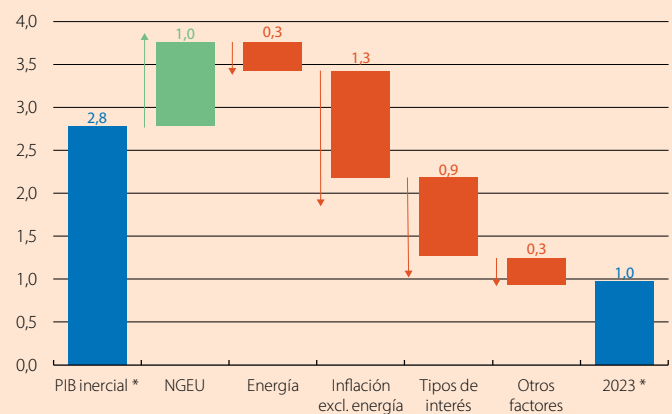
Empezando por el lado de los precios de la energía, el precio del gas natural en el mercado MIBGAS ha pasado de un promedio cercano a 50 €/MW en 2021 a un promedio de cerca de 110 €/MW entre enero y septiembre de 2022, algo más del doble. Para 2023, prevemos que el precio siga escalando, aunque en menor medida.² Debido a que el encarecimiento energético fue más pronunciado en 2022 que el que se espera en 2023, el aumento de los precios de la energía ha tenido un impacto más fuerte en 2022, donde estimamos que ha restado algo más de 1 p. p. al crecimiento del PIB, que el que se espera que tenga en 2023 (impacto de -0,3 p. p.). Hay que destacar, no obstante, que la caída reciente del precio del gas debido a las medidas anunciadas por la Comisión Europea para topar su precio y las elevadas temperaturas que se están registrando, de momento, en otoño, podrían implicar menores precios de la energía en 2023 que los contemplados en nuestro escenario y, por ende, un menor impacto de este factor sobre el crecimiento.

1. El 9% de nuestras importaciones de gas en 2021 provenían de Rusia, frente al 65% de Alemania y el 38% de Italia.

2. El precio del barril de Brent escaló de un promedio de cerca de 60 €/barril en 2021 hasta un promedio de cerca de 95 €/barril entre enero y septiembre de 2022, pero prevemos que en 2023 el precio del petróleo se mantenga muy cerca de esta cota, por lo que su contribución al crecimiento de 2023 sería prácticamente nula.

PIB 2023: desglose del crecimiento

(p. p.)



Notas: * Variación anual (%). El PIB inercial se calcula mediante una regresión de la variación anual del PIB frente al primer retardo de este y la brecha de producción del año anterior. El retardo captura la inercia habitual del PIB, mientras que la brecha de producción captura el impulso del que goza la economía según el punto cíclico en el que se encuentra.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de CaixaBank.

Segundo, se espera que la inflación, sin el componente energético, se mantenga aún en cotas elevadas, cerca del 5%, debido, en gran medida, al efecto indirecto que el aumento de los precios de la energía tiene sobre el resto de los componentes de la cesta. Según nuestras estimaciones, este canal podría restar alrededor de 1,3 p. p. al crecimiento. Esta valoración acumula, en cierta medida, el aumento de la inflación del año anterior. Pensemos en términos de expectativas: si en un principio el repunte de la inflación se pudo tomar como pasajero, el impacto sobre el crecimiento en los estados iniciales del *shock* debería haber sido pequeño, dado que los agentes no ajustan demasiado sus decisiones de gasto. Pasado un tiempo, cuando los agentes internalizan la mayor persistencia del repunte de precios, las decisiones de gasto se ajustan en mayor medida y aflora un mayor impacto macroeconómico.

Finalmente, el ciclo de subidas de tipos que inició el BCE en julio de 2022 tendrá su impacto máximo en 2023, puesto que su efecto sobre el crecimiento tarda unos trimestres en materializarse completamente, y se espera que reste casi 1 p. p. al crecimiento del PIB en 2023. Cabe recordar que se espera que el BCE suba los tipos en alrededor de 300 p. b. entre julio de 2022 y marzo de 2023, una subida de una magnitud y una velocidad no vistas en todo el tiempo que lleva circulando el euro.

La elevada inflación y el aumento de tipos pasarán factura al consumo privado en 2023

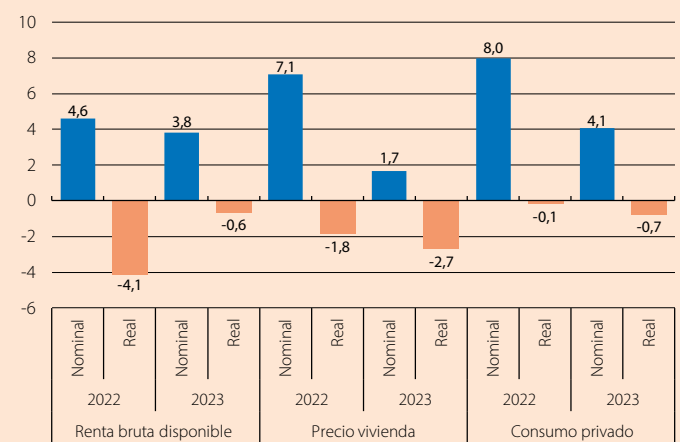
Acabamos nuestra singladura analizando el impacto de la inflación sobre el poder adquisitivo y la evolución esperada del consumo de los hogares. Tal y como se puede observar en el segundo gráfico, se espera que la inflación tenga un impacto negativo sustancial sobre la capacidad adquisitiva de los hogares dada la importante caída de la renta bruta disponible en términos reales en 2022, que no prevemos que se recupere en 2023. Asimismo, la subida de tipos de interés que comentábamos anteriormente también afectará al consumo, puesto que aquellos hogares con préstamos expuestos a fluctuaciones en los tipos de interés tendrán que dedicar un mayor porcentaje de su renta a servir los pagos de los mismos. De este modo, la pérdida de capacidad adquisitiva y el aumento de los tipos nos hace prever que el consumo real se mantendrá prácticamente estancado en 2022 y anotará probablemente una tasa de crecimiento negativa en 2023, que podría ser algo superior al $-0,5\%$.³ Esta caída no solo reflejaría la evolución de los determinantes del consumo en 2023, sino que también capturaría el cambio en las expectativas acerca de la persistencia de los *shocks* experimentados en 2022.

En definitiva, 2023 se presenta cargado de retos. Se prevé que el crecimiento se ralentice a medida que la economía se ajuste a la crisis energética que estamos experimentando. Con este trasfondo, tan solo podemos desear que todos estos ajustes nos conduzcan a una economía mejor preparada para hacer frente a desafíos venideros.

Oriol Carreras

Proyecciones de crecimiento del consumo privado y sus determinantes *

Variación interanual (%)



Nota: * Previsión para 2022 y 2023 según previsiones de CaixaBank Research a octubre de 2022.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

3. Se trata de un modelo de regresión lineal en dos etapas. Primero se estima la relación de largo plazo entre el consumo y sus determinantes: la renta bruta disponible, la riqueza financiera neta de los hogares, el precio de la vivienda y el tipo de interés soberano de largo plazo (todas las variables en logaritmos, excepto el tipo de interés, y deflactadas por el IPC). Luego se estima una regresión entre el crecimiento intertrimestral del consumo y la variación intertrimestral del empleo, los salarios y el residuo de la ecuación de la primera etapa. Los dos primeros factores capturan el impacto a corto plazo de estas variables sobre el consumo, mientras que el último factor captura la tendencia del consumo a retornar a su tendencia de largo plazo determinada por sus fundamentales.