

## Mejoran las perspectivas para la economía española

El contexto económico actual, marcado por la crisis energética que atraviesa la UE y el conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania, magnifica las dificultades de hacer previsiones. El entorno es incierto y cambiante, y en él se contraponen distintos elementos que empujan a la economía española en sentidos opuestos. Estas dificultades, no obstante, no nos deben impedir desgranar los principales factores que pensamos que dominarán la evolución de la economía en los próximos meses.

Toda previsión pasa por entender el punto de partida. La evolución reciente de la economía española ha sido algo mejor de lo esperado. Si el consenso de analistas, a finales del 3T 2022, pronosticaba que la actividad, acuciada por la inflación, la incertidumbre y el aumento de tipos de interés, experimentaría un ligero retroceso en el tramo final del año, el dato del PIB del 4T 2022 que se publicó a finales de enero muestra que la economía logró esquivar este retroceso y creció un 0,2% intertrimestral. Un registro modesto pero que resalta la resiliencia que ha presentado la economía española durante todo el 2022 ante el impacto de la crisis energética. No obstante, no todo fueron buenas noticias. La debilidad que presentaron el consumo y la inversión (ambos cayeron en términos intertrimestrales) supone un toque de atención y refleja que la economía no es inmune al contexto desafiante del momento.

Más allá de que el punto de partida sea algo mejor de lo que esperábamos, en el 2023 prevemos que el crecimiento se verá impulsado por dos fuentes importantes de crecimiento. En primer lugar, es de esperar que a lo largo de 2023 los fondos europeos NGEU ganen tracción. Hasta la fecha, su ejecución ha sido algo más lenta de lo esperado (con datos entre enero y noviembre de 2022, las ayudas desembolsadas en el periodo alcanzaron el 29% del total presupuestado en el año). Sin embargo, los datos muestran que en la segunda mitad de 2022 el ritmo de ejecución aceleró: si entre enero y junio tan solo se desembolsaron cerca de 2.600 millones de euros, entre julio y noviembre se desembolsaron cerca de 5.600 millones de euros, más del doble. En este sentido, si el ritmo que se ha alcanzado a lo largo de la segunda mitad de 2022 se mantiene, los fondos NGEU podrían contribuir alrededor de 1 p. p. al crecimiento del PIB en 2023.

En segundo lugar, también es probable que los sectores que se vieron más afectados por las restricciones a la movilidad y a la actividad durante la pandemia sigan ganando tracción durante el 2023, en particular, el sector turístico. Aunque en el 2022 el sector experimentó una fuerte recuperación, aún hay margen de recorrido. Destaca en particular la capacidad de recuperación del turismo europeo, que durante la temporada de verano de 2022 aún se mantuvo, en términos de vuelos, entre un 10% y un

### Cuadro macroeconómico de previsiones

Variación anual (%), excepto si se menciona lo contrario

	2022	2023	2024
PIB	5,5	1,3	1,9
Inflación (nivel, promedio anual)	8,4	4,2	2,6
Tasa paro (% pobl. activa, promedio anual)	12,9	12,8	12,4
Precio de la vivienda	4,9	0,2	1,5
Déficit público (% del PIB)	4,0	4,0	3,3

*Nota:* En blanco, aquellas cifras que ya son datos.

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

15% por debajo de los registros de 2019, en gran medida por los cuellos de botella en los aeropuertos europeos que se espera que no se repitan en el 2023. Asimismo, el turismo de larga distancia también presenta un notable margen de recuperación: los vuelos provenientes de Norteamérica, o del resto del mundo con la exclusión de los continentes americano y europeo, aún se emplazaron durante el verano cerca de un 20% por debajo de los niveles prepandemia. En este sentido, las cifras de la temporada turística en Canarias, que al estar ahora en temporada alta se pueden tomar como un indicador adelantado, apuntan a un buen año: en términos de pernoctaciones hoteleras, Canarias alcanzó en el tramo final de 2022 las cifras prepandemia de 2019.

Sin embargo, hay otros elementos que empujan en sentido opuesto y que limitarán la velocidad de crecimiento. Entre estos, destaca el aumento de los tipos de interés que está llevando a cabo el BCE, que está siendo más rápido y prevemos que llegue más lejos de lo que se esperaba. En septiembre de 2022 se anticipaba que el BCE llevaría el tipo de referencia de la facilidad de depósitos en el 2,5%, mientras que hoy en día la expectativa es que pueda alcanzar el 3,5% a mediados de 2023. Como referencia, estimamos que por cada 100 p. b. de aumento de los tipos de interés, el crecimiento tiende a reducirse en 0,4 p. p., pero estimar su impacto en el contexto actual es especialmente difícil. Por ejemplo, el súbito e inesperado cambio que se ha producido en la evolución de los tipos de interés podría hacer que esta vez el impacto sea algo superior. Por otro lado, la elevada proporción de hipotecas a tipo fijo que se han concedido durante los últimos años (66% por importe en 2022) puede ayudar a mitigar el impacto a nivel agregado.

Finalmente, otro elemento que seguirá condicionando la capacidad de recuperación de la economía española y, en especial, del consumo de los hogares es el aumento de los precios. Tras superar la barrera del 10% en julio y agosto de 2022, la inflación general ha mostrado una tendencia a la moderación que la ha llevado hasta el 5,8% en enero de 2023. Esta tendencia a la baja ha sido fruto de la caída de

los precios de la energía (el gas natural, en particular), que ha sido superior a la esperada, y que se explica por un conjunto diverso de factores: un invierno más cálido de lo habitual, las elevadas reservas de gas de las que dispone la UE y la reducción de la demanda de gas por parte de las economías europeas, entre otros factores. El impacto de esta moderación de los precios de la energía es sustancial: en agosto, el componente energético crecía cerca de un 40% interanual y contribuía cerca de 4 p. p. a la inflación general, pero, en diciembre, la energía cayó cerca de un 7% interanual y pasó a realizar una contribución negativa, de 0,7 p. p., a la inflación general. De cara a 2023, hemos incorporado la moderación de los precios de la energía que hemos presenciado recientemente (aunque no del todo para ser prudentes) y ello debería permitir que la inflación siga moderándose los próximos meses.

Sin embargo, los últimos datos también muestran que el aumento de la inflación de los componentes no energéticos está siendo más pronunciado y persistente de lo que se preveía anteriormente. Destaca, en particular, el caso de los alimentos, que desde septiembre han desbancado al componente energético y son, hoy por hoy, el componente que más contribuye a la inflación (3,9 p. p. en diciembre). En conjunto, todo apunta a que la tasa de inflación seguirá siendo elevada este año, del 4,2% en promedio anual, y que, por lo tanto, seguirá limitando el crecimiento del consumo de los hogares.

En conjunto, los factores mencionados anteriormente apuntan a que el crecimiento será moderado durante el año, aunque probablemente algo superior al que esperábamos hace unos meses. Más concretamente, esperamos que el PIB crezca un 1,3% en el 2023, frente al 1,0% que esperábamos anteriormente.

En este contexto, cabe esperar que el empleo siga creciendo, aunque a tasas más modestas de lo observado en 2022. Así, para el conjunto del año prevemos que el empleo crezca a tasas cercanas, pero algo por debajo, del 1%. Ello, junto con el mantenimiento del crecimiento de la población activa a un ritmo similar al observado los últimos trimestres, debería permitir que la tasa de paro se mantenga bastante estable en el 2023, con una ligera caída de 0,1 p. p. respecto al 2022 hasta el 12,8%.

Asimismo, se espera que, ante la merma de poder adquisitivo de los hogares y el aumento de los tipos de interés, el mercado inmobiliario se ralentice durante el año. En este contexto, prevemos que el precio de la vivienda crezca apenas un 0,2% en 2023. No obstante, en la medida que los fundamentos del mercado inmobiliario son sólidos (no hay exceso de oferta, los hogares y las empresas presentan niveles de deuda por debajo del promedio de la eurozona y los estándares de crédito no se han relajado durante el periodo de expansión del ciclo), no prevemos correcciones bruscas en los niveles de construc-

ción de nueva vivienda ni de los precios en términos nominales.

Finalmente, por el lado de las finanzas públicas, nuestras estimaciones sugieren que una vez se tiene en cuenta el impacto del plan de choque anunciado recientemente para hacer frente al aumento de la inflación (de 10.000 millones de euros), la revalorización de las pensiones al IPC y el mayor coste del servicio de la deuda, el ritmo de crecimiento de los gastos será similar al de los ingresos. De esta manera, el déficit público prevemos que se mantenga alrededor del 4% del PIB, el mismo nivel que proyectamos para 2022.

*Oriol Carreras Baquer*