

Nou escenari econòmic: milloren les perspectives econòmiques per a Espanya

Han passat gairebé quatre mesos des de la nostra última actualització de l'escenari macroeconòmic. Durant aquests mesos, l'economia espanyola ha mostrat un to més resilient del que s'esperava. Així mateix, s'ha confirmat la pràctica, tot i que no completa, normalització del preu del gas natural, i ja veiem a prop el sostre dels tipus d'interès de referència. Arran de tots aquests canvis, hem actualitzat el nostre escenari de previsions macro.

Un punt de partida millor de l'esperat

Malgrat la conjuntura plena de desafiaments, el funcionament de l'economia espanyola s'ha vist sostingut per tres elements fonamentals: un mercat laboral sòlid, la marcada correcció del preu del gas natural i un comportament vigorós del sector exterior.

L'ocupació, lluny de desaccelerar, ha premut l'accelerador en els primers compassos del 2023. D'acord amb l'EPA, l'ocupació va créixer l'1,2% intertrimestral en el 1T 2023 en termes desestacionalitzats, percentatge que supera notablement el 0,2% registrat en el trimestre anterior. Si ens fixem en les dades d'afiliació a la Seguretat Social, aquesta tendència positiva s'estaria estenent al 2T 2023. El bon funcionament del mercat laboral està brindant a les famílies la capacitat d'afrontar amb més solvència les pressions inflacionistes. A més a més, sosté les perspectives de demanda per a les empreses i crea una barrera efectiva contra el creixement de la desigualtat, un factor crucial en un context de pressió sobre els costos de la vida.

Paral·lelament, l'activitat s'ha vist beneficiada per la caiguda del preu del gas natural. Els temors que la crisi energètica empitjorés en el transcurs de l'hivern no s'han complert, i el cert és que la tensió s'ha alleujat gràcies a un hivern més temperat de l'habitual, a la forta correcció de la demanda i a la bona evolució de les reserves de gas. D'aquesta manera, si el preu del gas natural (referència Mib-gas) va registrar una mitjana propera als 100 €/MWh el 2022, durant el 1T 2023, el preu mitjà s'ha situat al voltant dels 50 €/MWh, i, des del començament del 2T, el preu mitjà ha reulat fins als 35 €/MWh, una xifra que s'acosta a la mitjana de 20 €/MWh del període 2017-2019.

Pel que fa al sector exterior, ha demostrat un vigor notable, impulsat, en gran part, pel turisme. Per il·lustrar-ho, en el 1T 2023, tot i que l'arribada de turistes internacionals es va situar encara el 3,5% per sota del mateix trimestre del 2019, la despesa en termes reals es va situar el 12,1% per damunt del nivell del 1T 2019. Malgrat que el turisme ha estat el motor principal de la demanda externa, no ha estat l'únic. El saldo comercial de béns no energètics va anotar en el trimestre un superàvit de 1.639 milions d'euros, gràcies a un increment de les exportacions (el 15,1%

interanual) que supera el de les importacions (el 7,3%). Aquest saldo és el millor registre en un 1T des del 2014 i contrasta amb el dèficit de 4.364 milions registrat en el 1T 2022. A més a més, no tota la millora del saldo ha estat efecte preu. En termes de volum, les exportacions van créixer el 3,6% interanual en relació amb una caiguda de les importacions del 2,2%. Així mateix, les exportacions de serveis no turístics també han presentat un comportament molt favorable. El saldo comercial de serveis no turístics va assolir un superàvit de 10.460 milions d'euros, molt per damunt del saldo del 1T 2022, de 5.892 milions d'euros. Aquest registre conjuga un fort augment de les exportacions (el 18% interanual) amb una caiguda de les importacions (el -6%).

En resum, tots aquests factors han afavorit que la dada del PIB superés les expectatives durant el 1T i esvaei els temors a una recessió a curt termini.¹

Supòsits claus de l'escenari: inflació i tipus d'interès

No obstant això, el panorama no està exempt d'obstacles. La inflació alta i els tipus d'interès elevats van deixant el seu rastre en l'economia. Afortunadament, els xocs que van desencadenar el repunt inflacionista es comencen a esvaïr. Tal com hem comentat més amunt, els preus de l'energia han experimentat un declivi notable i s'apropen ja als nivells mitjans històrics. A més a més, els famosos colls d'ampolla, llegat dels processos de reobertura de les economies en els últims estadis de la pandèmia, també s'estan començant a desfer, la qual cosa alleuja les pressions sobre els estats inicials de la cadena de formació de preus.

La correcció recent dels preus de l'energia ha propiciat una moderació substancial de la inflació general. Amb dades fins a l'abril, se situa ja en el 4,1%, en relació amb el 8,4% de la mitjana del 2022, tot i que els aliments van pujar el 12,4%.² La inflació nucli, que exclou els aliments i l'energia, se situa una mica per damunt de la general, en el 4,6%. Això és degut als efectes endarrerits de la transmissió dels augments de costos que les empreses afronten des de l'any passat (efecte contagi).

Per al 2023, projectem que la inflació general se situarà, de mitjana, en el 3,9%. Aquesta previsió incorpora la caiguda substancial del preu de l'energia, però també la major persistència de la inflació nucli i de la dels aliments. Així i tot, preveiem que aquestes pressions s'aniran suavitzant i que, de cara al 2024, la inflació se situarà ja per sota del 3% en mitjana anual.

1. Vegeu la Nota Breve per a més informació sobre la dada del PIB.

2. La dada avançada de la inflació del maig, en registrar el 3,2%, mostra la continuïtat de la tendència de desacceleració de la inflació. No obstant això, la dada avançada encara no ofereix el desglossament per components.

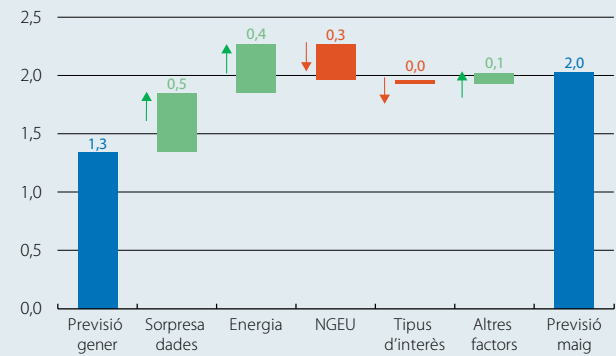
Aquestes projeccions es basen en el supòsit que no es produiran efectes de segona ronda significatius. Tot i que els salaris estan recollint de forma progressiva l'impacte de la inflació, hi ha indicis incipients que el creixement dels salaris es podria estabilitzar enguany al voltant del 4%-4,5%. Un creixement dels salaris d'aquesta magnitud no hauria de representar un risc a l'alça sobre la inflació. En aquest sentit, el recent acord salarial entre els agents socials s'ha de valorar de manera positiva, perquè ajuda a reduir la incertesa i contribueix a limitar els efectes de segona ronda.

Pel que fa als tipus d'interès, el BCE continua preocupat per la falta de signes evidents de moderació de la inflació nucli a la zona de l'euro i ha assenyalat la seva intenció d'apujar una mica més els tipus d'interès. Però també és cert que la pujada acumulada, ja gairebé de 4 p. p. (des del -0,50% al +3,25%), és molt substancial, i els seus efectes ja s'estan començant a fer notar, per exemple, en la demanda de crèdit. Per aquest motiu, preveiem que el BCE apujarà el tipus *depo* fins a un pic del 3,75% (el que coincideix amb l'expectativa dels mercats) i que el mantindrà en aquest nivell fins a mitjan 2024. És un camí més gradual cap a la normalització de la política monetària del que esperàvem abans, però, pel que ha vingut comunicant, pensem que el BCE optarà per una opció de tipus més alts durant més temps per assegurar-se que la inflació recula fins al 2% a mitjà termini.

Així i tot, la inflació elevada i els tipus alts van deixant petjades clares al seu pas. El consum privat encadena dos trimestres consecutius de reculades, i els indicadors de més alta freqüència, com el nostre indicador intern basat en l'evolució de la despesa en targetes, no donen senyals d'una millora clara en l'horitzó més proper. El 2022, l'increment dels preus va propiciar un fort augment de la despesa. En termes nominals, el consum privat va créixer més del 10%, en comparació amb un creixement més moderat del 3,6% de la renda bruta disponible. Conseqüentment, la taxa d'estalvi va disminuir del 13,7% del 2021 al 7,2% el 2022. Davant una taxa d'estalvi acostant-se a la seva mitjana històrica (el 6,7% entre el 2014 i el 2019), el 2023, el consum podria estar més estretament vinculat al creixement de la renda disponible. No obstant això, malgrat que esperem que la renda disponible creixi a una taxa superior, prop del 4,5%, gràcies al repunt del creixement salarial i al bon comportament previst de l'ocupació, també projectem que la inflació continuarà sent alta, del 3,9%. Això limitarà el creixement del consum en termes reals. De la mateixa manera, la inversió també està patint l'encariment del crèdit i ha donat mostres de feblesa des de la primavera del 2022. Tot i que els fons europeus continuaran actuant de suport, preveiem que la inversió mantindrà una evolució moderada al llarg del 2023.

Espanya: desglossament de la revisió de la previsió del creixement del PIB el 2023

(p. p.)



Font: CaixaBank Research.

Perspectives

En conjunt, sembla que el 2023 serà un any ple de reptes. Som en un any en què l'economia continuarà patint l'embat de la inflació elevada i l'impacte de l'augment dels tipus d'interès, però també podrà gaudir d'elements de suport. En particular, destaquem l'impuls derivat de l'esvaïment gairebé total del xoc energètic, el bon comportament del sector exterior, fruit del marge de recuperació que encara presenten els sectors més exposats a la pandèmia, i la contribució dels fons europeus. Un cop incorporada tota la informació, preveiem que el PIB creixerà el 2,0% en el conjunt del 2023, la qual cosa representa una revisió a l'alça de 0,7 p. p. en relació amb la nostra previsió anterior. Tal com ho mostra el gràfic, aquesta revisió s'explica, en gran part, per la millora de les dades del segon tram del 2022 i per la caiguda dels preus de l'energia, que s'ha reflectit en un bon comportament de l'economia en el 1T 2023. El supòsit d'execució dels fons europeus ha limitat l'abast de la revisió, ja que incorpora ara un grau d'execució una mica més conservador. Així i tot, la contribució dels fons NGEU continuarà sent molt significativa i aportarà 0,7 p. p. al creixement anual del PIB. Per la seva banda, preveiem que la major persistència d'uns tipus d'interès elevats tindrà un impacte encara moderat el 2023 i que es notarà amb més intensitat el 2024.

Oriol Carreras