

## Nuevo escenario económico: mejoran las perspectivas económicas para España

Han pasado prácticamente cuatro meses desde nuestra última actualización del escenario macroeconómico. Durante estos meses, la economía española ha mostrado un tono más resiliente de lo que se esperaba. Asimismo, se ha confirmado la práctica, aunque no completa, normalización del precio del gas natural y ya vemos cerca el techo de los tipos de interés de referencia. Ante todos estos cambios, hemos actualizado nuestro escenario de previsiones macro.

### Un punto de partida mejor de lo esperado

A pesar de la coyuntura llena de desafíos, el desempeño de la economía española se ha visto sostenido por tres elementos fundamentales: un sólido mercado laboral, la marcada corrección del precio del gas natural y un vigoroso comportamiento del sector exterior.

El empleo, lejos de desacelerar, ha apretado el acelerador en los primeros compases de 2023. De acuerdo con la EPA, el empleo creció un 1,2% intertrimestral en el 1T 2023 en términos desestacionalizados, lo que supera notablemente el 0,2% que se registró en el trimestre anterior. Si nos fijamos en los datos de afiliación a la Seguridad Social, esta tendencia positiva estaría extendiéndose al 2T 2023. El buen desempeño del mercado laboral está brindando a las familias la capacidad de enfrentar con más solvencia las presiones inflacionarias. Además, sostiene las perspectivas de demanda para las empresas y crea una barrera efectiva al crecimiento de la desigualdad, un factor crucial en un contexto de presión sobre los costes de la vida.

Paralelamente, la actividad se ha visto beneficiada por la caída del precio del gas natural. Frente a los temores de que la crisis energética se recrudeciera en el transcurso del invierno, lo cierto es que la tensión se ha aliviado gracias a un invierno más templado de lo habitual, la fuerte corrección de la demanda y la buena evolución de las reservas de gas. De este modo, si el precio del gas natural (referencia Mibgas) registró un promedio de cerca de 100 €/MWh en 2022, durante el 1T 2023, el precio promedio se ha situado en torno a los 50 €/MWh, y en lo que llevamos del 2T, el precio promedio ha descendido hasta los 35 €/MWh, una cifra que se acerca al promedio de 20 €/MWh del periodo 2017-2019.

En cuanto al sector exterior, ha demostrado un notable vigor, impulsado en gran medida por el turismo. Para ilustrarlo, en el 1T 2023, si bien la llegada de turistas internacionales se situó aún un 3,5% por debajo del mismo trimestre de 2019, el gasto en términos reales se emplazó un 12,1% por encima del nivel del 1T 2019. Aunque el turismo ha sido el motor principal de la demanda externa, no ha sido el único. El saldo comercial de bienes no energéticos

anotó en el trimestre un superávit de 1.639 millones de euros, gracias a un incremento de las exportaciones (15,1% interanual) que supera al de las importaciones (7,3%). Este saldo es el mejor registro en un 1T desde 2014, y contrasta con el déficit de 4.364 millones registrado en el 1T 2022. Además, no toda la mejora del saldo ha sido efecto precio. En términos de volumen, las exportaciones crecieron un 3,6% interanual frente a una caída de las importaciones del 2,2%. Asimismo, las exportaciones de servicios no turísticos también han presentado un comportamiento muy favorable. El saldo comercial de servicios no turísticos alcanzó un superávit de 10.460 millones de euros, muy por encima del saldo del 1T 2022, de 5.892 millones de euros. Este registro conjuga un fuerte aumento de las exportaciones (18% interanual) con una caída de las importaciones (-6%).

En resumen, todos estos factores han favorecido que el dato del PIB superara las expectativas durante el 1T, desvaneciendo los temores a una recesión a corto plazo.<sup>1</sup>

### Supuestos claves del escenario: inflación y tipos de interés

No obstante, el panorama no está exento de obstáculos. La alta inflación y los elevados tipos de interés van dejando su rastro en la economía. Afortunadamente, aquellos *shocks* que desencadenaron el repunte inflacionario empiezan a desvanecerse. Tal y como hemos comentado anteriormente, los precios de la energía han experimentado un declive notable, y se sitúan ya cerca de los niveles promedio históricos. Además, los famosos cuellos de botella, legado de los procesos de reapertura de las economías en los últimos estadios de la pandemia, también están empezando a disiparse y alivian las presiones en los estados iniciales de la cadena de formación de precios.

La reciente corrección de los precios de la energía ha dado paso a una moderación sustancial de la inflación general. Con datos hasta abril, ya se emplaza en el 4,1%, frente al 8,4% del promedio de 2022, a pesar de que los alimentos subían un 12,4%.<sup>2</sup> La inflación núcleo, que excluye los alimentos y la energía, se sitúa algo por encima de la general, en el 4,6%. Esto se debe a los efectos rezagados de la transmisión de los aumentos de costos que las empresas enfrentan desde el año pasado (efecto contagio).

Para 2023, proyectamos que la inflación general se sitúe en el 3,9% en promedio. Esta previsión incorpora la caída sustancial del precio de la energía, pero también la mayor

1. Véase la Nota Breve para más información acerca del dato del PIB.

2. El dato avance de la inflación de mayo muestra una continuación de la tendencia de desaceleración de la inflación, al registrar un 3,2%. Sin embargo, el dato avance aún no ofrece el desglose por componentes.

persistencia de la inflación núcleo y la de los alimentos. Con todo, prevemos que estas presiones se irán suavizando y que, para 2024, la inflación ya se emplace por debajo del 3% en promedio anual.

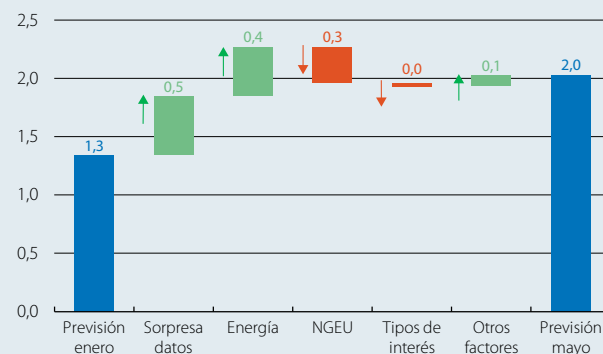
Estas proyecciones se basan en el supuesto de que no se producirán efectos de segunda ronda significativos. Si bien los salarios están recogiendo progresivamente el impacto de la inflación, hay indicios incipientes de que el crecimiento de los salarios podría estabilizarse alrededor del 4%-4,5% este año. Un crecimiento de los salarios de esta magnitud no debería suponer un riesgo al alza sobre la inflación. En este sentido, el reciente acuerdo salarial entre los agentes sociales se debe valorar positivamente, porque ayuda a reducir la incertidumbre y contribuye a limitar los efectos de segunda ronda.

En cuanto a los tipos de interés, el BCE continúa preocupado por la falta de signos evidentes de moderación de la inflación núcleo en la eurozona y ha señalado su intención de subir algo más los tipos de interés. Pero también es cierto que la subida acumulada ya de casi 4 p. p. (desde -0,50% a +3,25%) es muy sustancial y que sus efectos ya se están empezando a hacer notar, por ejemplo, en la demanda de crédito. Por ello, prevemos que el BCE haga subir el tipo *depo* hasta un pico del 3,75% (lo que coincide con la expectativa de los mercados) y que los mantenga en ese nivel hasta mediados de 2024. Es un camino más gradual hacia la normalización de la política monetaria del que esperábamos antes, pero, por lo que ha venido comunicando, pensamos que el BCE optará por una opción de tipos más altos durante más tiempo para asegurarse de que la inflación retrocede hasta el 2% a medio plazo.

Con todo, la elevada inflación y los tipos altos van dejando claras huellas a su paso. El consumo privado encadena dos trimestres consecutivos de retrocesos e indicadores de más alta frecuencia, como nuestro indicador interno basado en la evolución del gasto en tarjetas, no dan señales de una clara mejora en el horizonte más cercano. En 2022, el aumento de los precios propició un fuerte aumento del gasto. El consumo privado en términos nominales creció más del 10%, en comparación con un crecimiento más moderado del 3,6% en la renta bruta disponible. Consecuentemente, la tasa de ahorro disminuyó de un 13,7% en 2021 al 7,2% en 2022. Ante una tasa de ahorro acercándose a su promedio histórico (6,7% entre 2014 y 2019), el consumo en 2023 podría estar más estrechamente vinculado al crecimiento de la renta disponible. Sin embargo, aunque esperamos que la renta disponible crezca a una tasa superior, cerca del 4,5%, gracias al repunte del crecimiento salarial y al buen comportamiento previsto del empleo, también proyectamos que la inflación seguirá siendo alta, del 3,9%. Esto limitará el crecimiento del consumo en términos reales. Del mismo modo, la inversión también está acusando el encarecimiento del crédito y ha dado muestras de debilidad desde la primavera del 2022. Si bien los

### España: desglose de la revisión de la previsión del crecimiento del PIB en 2023

(p. p.)



Fuente: CaixaBank Research.

fondos europeos seguirán actuando de apoyo, prevemos que la inversión mantenga una evolución moderada a lo largo de 2023.

### Perspectivas

En conjunto, el 2023 se antoja como un año plagado de retos. Estamos en un año en el que la economía seguirá sufriendo el embate de la elevada inflación y el impacto del aumento de los tipos de interés, pero también podrá gozar de elementos de apoyo. En particular, destacamos el impulso derivado del práctico desvanecimiento del *shock* energético, el buen comportamiento del sector exterior, fruto del margen de recuperación que aún presentan los sectores que fueron más expuestos a la pandemia, y la contribución de los fondos europeos. Una vez incorporamos toda la información, prevemos que el PIB crezca un 2,0% en el conjunto de 2023, lo que supone una revisión al alza de 0,7 p. p. respecto a nuestra previsión anterior. Tal y como muestra el gráfico, esta revisión se explica, en gran parte, por la mejora de los datos del segundo tramo de 2022 y por la caída de los precios de la energía que ha tenido reflejo en un buen comportamiento de la economía en el 1T 2023. El supuesto de ejecución de los fondos europeos ha limitado el alcance de la revisión, al incorporar ahora un grado de ejecución algo más conservador. Con todo, la contribución de los fondos NGEU se mantendrá muy significativa y aportará 0,7 p. p. al crecimiento anual del PIB. Por su parte, prevemos que la mayor persistencia de unos tipos de interés elevados tenga un impacto aún moderado en 2023 y que se note con mayor intensidad en el 2024.

Oriol Carreras