

La resistencia de la economía española ante un entorno adverso

La economía española, así como el conjunto de economías desarrolladas, sigue moviéndose en un entorno extremadamente complejo. La actividad económica se ve condicionada por múltiples *shocks*, de elevada magnitud y muy poco habituales, por lo que su evolución es difícil de prever. Algunos se encuentran en fase ascendente, mientras que otros parece que ya van a menos. Además, afectan de manera muy distinta a unos sectores y a otros.

Por un lado, los efectos de la pandemia, como las interrupciones en el comercio global o las limitaciones a la movilidad internacional, prácticamente se han desvanecido. En cambio, las presiones inflacionistas subyacentes empiezan a dibujar una gradual trayectoria descendente, mientras que el impacto del aumento de los tipos de interés ya se nota, pero probablemente aún debe alcanzar el punto álgido. Por otro lado, la ejecución de los fondos europeos NGEU ayuda a amortiguar parcialmente estos *shocks*, aunque el ritmo de ejecución está siendo inferior al inicialmente previsto y su impacto a corto y medio plazo es difícil de valorar.

El entorno, no hay duda, es complejo y globalmente adverso. Sin embargo, la economía española lo sorteó mejor de lo que se esperaba durante la primera mitad del año. Mantuvo un crecimiento para nada desdeñable y, sobre todo, sorprendió al acelerar el ritmo de creación de empleo. La última revisión de las series históricas del INE ha reafirmado esta valoración positiva, con cifras que son algo mejores de lo estimado inicialmente. Ello nos lleva a revisar ligeramente al alza el crecimiento previsto para el conjunto del año, hasta el 2,4%.

Sin embargo, los indicadores disponibles para el segundo semestre están cambiando de tono. El impacto del entorno adverso finalmente se empieza a notar. Las señales en este sentido son múltiples. Desde el menor ritmo de creación de empleo al deterioro de la confianza empresarial o el menor empuje del consumo de los hogares. Pero es igualmente importante señalar que el ritmo de avance, a pesar de que se ha debilitado, sigue siendo positivo hasta la fecha.

Todo apunta a que esta debilidad perdurará durante el tramo final del año y los primeros compases de 2024, pero sin provocar una situación recesiva. El primer paso para que la economía española empiece a recuperar cierto brío vendrá condicionado por el curso de la inflación y se podrá dar cuando haya señales convincentes de que las presiones subyacentes se desvanecen, tanto en España como en el conjunto de la eurozona. El siguiente paso lo tendrá que dar el BCE, cuando recoja el guante y empiece a permitir una distensión de las condiciones financieras. Todo ello esperamos que suceda en la segunda mitad del próximo año. Algo más tarde de lo inicialmente previsto, por lo que hemos revisado ligeramente a la baja las previsiones de crecimiento del PIB español para 2024, hasta el 1,4%, una cifra muy condicionada por el efecto arrastre derivado de la debilidad del tramo final de este año.

Dado que el entorno es muy complejo, la incertidumbre alrededor de esta previsión es elevada. Por lo que se refiere a la inflación, los riesgos de que sea más alta de lo previsto han aumentado debido a la sequía, que presiona al alza el precio de varios alimentos, y también por el repunte del precio del petróleo. Si persisten estas tensiones, la mejora de la actividad económica tardará más en llegar. Sin embargo, en sentido opuesto, cabe remarcar que los últimos datos publicados por el INE referentes a la renta de los hogares y a sus ahorros han sido mejor de lo esperado. El fuerte repunte de la tasa de ahorro que se produjo en el 2T 2023 es especialmente destacable por su magnitud –se eleva hasta el 10,2% de la renta bruta disponible de los hogares (1,7 p. p. por encima del dato del 1T)– y porque se produce en un momento de elevado crecimiento de la renta de los hogares, del 12,2% interanual. Ello sitúa al conjunto de los hogares en una posición financiera menos tensionada de lo que se esperaba, por lo que el consumo podría tener un comportamiento algo más dinámico de lo que actualmente contempla nuestro escenario.

El camino que tome la política fiscal también será clave. Ahora que las condiciones financieras son más exigentes, la sensibilidad de los inversores a la posición fiscal de cada país podría aumentar. La entrada en vigor de las nuevas reglas fiscales europeas el próximo año también podría hacer que la salud de las finanzas públicas vuelva a centrar las miradas. De momento, la prima de riesgo española se mantiene estable alrededor de los 110 p. b. En cambio, durante los últimos meses, la prima de riesgo italiana ha aumentado cerca de 50 p. b., mientras que la portuguesa ha iniciado el camino opuesto y ha disminuido 25 p. b. desde principios de año. Estos cambios no solo penalizan o benefician a los tesoros de cada país. Los tipos de interés de la deuda pública también influyen de manera muy importante en las condiciones a las que se pueden financiar sus empresas. En el contexto actual, tomar un camino u otro es especialmente relevante.

Oriol Aspachs
Octubre 2023