

## La resistència de l'economia espanyola davant un entorn advers

L'economia espanyola, així com el conjunt d'economies desenvolupades, es continua movent en un entorn extremadament complex. L'activitat econòmica es veu condicionada per múltiples xocs, d'elevada magnitud i molt poc habituals, de manera que la seva evolució és difícil de preveure. Alguns d'aquests xocs es troben en fase ascendent, mentre que sembla que uns altres ja van a menys. A més a més, afecten de manera molt diferent uns sectors i uns altres.

D'una banda, els efectes de la pandèmia, com les disrupcions en el comerç global o les limitacions a la mobilitat internacional, gairebé s'han esvaït. En canvi, les pressions inflacionistes subjacents comencen a dibuixar una gradual trajectòria descendent, mentre que l'impacte de l'augment dels tipus d'interès ja es nota, però probablement encara ha d'assolir el punt àlgid. De l'altra, l'execució dels fons europeus NGEU ajuda a esmorteir parcialment aquests xocs, tot i que el ritme d'execució està sent inferior al previst inicialment i el seu impacte a curt i a mitjà termini és difícil de valorar.

L'entorn, no hi ha dubte, és complex i globalment advers. No obstant això, l'economia espanyola el va esquivar millor del que s'esperava durant la primera meitat de l'any. Va mantenir un creixement gens menyspreable i, sobretot, va sorprendre en accelerar el ritme de creació d'ocupació. L'última revisió de les sèries històriques de l'INE ha reafirmat aquesta valoració positiva, amb xifres que són una mica millors del que s'havia estimat inicialment. Això ens empeny a revisar lleugerament a l'alça el creixement previst per al conjunt de l'any, fins al 2,4%.

No obstant això, els indicadors disponibles per al segon semestre estan canviant de to. L'impacte de l'entorn advers finalment es comença a notar. En aquest sentit, els senyals són múltiples. Des del menor ritme de creació d'ocupació al deteriorament de la confiança empresarial o a la menor embranzida del consum de les llars. Però és igualment important assenyalar que el ritme d'avanç, malgrat que s'ha afeblit, continua sent positiu fins avui.

Tot fa pensar que aquesta feblesa perdurarà durant el tram final de l'any i els primers compassos del 2024, però sense provocar una situació recessiva. El primer pas perquè l'economia espanyola comenci a recuperar una certa embranzida vindrà condicionat pel curs de la inflació i es podrà fer quan hi hagi senyals convinents que les pressions subjacents s'esvaeixen, tant a Espanya com al conjunt de la zona de l'euro. El següent pas l'haurà de fer el BCE, quan reculli el quant i comenci a permetre una distensió de les condicions financeres. Esperem que tot plegat passi durant la segona meitat de l'any vinent. Una mica més tard del que s'havia previst inicialment, de manera que hem revisat lleugerament a la baixa les previsions de creixement del PIB espanyol per al 2024, fins a l'1,4%, una xifra molt condicionada per l'efecte arrossegament derivat de la feblesa del tram final d'enguany.

Atès que l'entorn és molt complex, la incertesa que envolta aquesta previsió és elevada. Pel que fa a la inflació, els riscos que sigui més alta del que es preveu han augmentat a causa de la sequera, que pressiona a l'alça el preu de diversos aliments, i també del repunt del preu del petroli. Si persisteixen aquestes tensions, la millora de l'activitat econòmica trigarà més a arribar. No obstant això, en sentit oposat, cal remarcar que les últimes dades publicades per l'INE sobre la renda de les llars i sobre els seus estalvis han estat millors del que s'esperava. El fort repunt de la taxa d'estalvi que es va produir en el 2T 2023 és especialment destacable per la seva magnitud –puja fins al 10,2% de la renda bruta disponible de les llars (1,7 p. p. per damunt de la dada del 1T)– i perquè es produeix en un moment de creixement elevat de la renda de les llars, del 12,2% interanual. Això situa el conjunt de les llars en una posició financera menys tensionada del que s'esperava, de manera que el consum podria tenir un comportament una mica més dinàmic del que actualment contempla el nostre escenari.

El camí que agafi la política fiscal també serà clau. Ara que les condicions financeres són més exigents, la sensibilitat dels inversors a la posició fiscal de cada país podria augmentar. L'entrada en vigor de les noves regles fiscals europees l'any vinent també podria fer que la salut de les finances públiques torni a centrar les mirades. Ara com ara, la prima de risc espanyola es manté estable al voltant dels 110 p. b. En canvi, en els últims mesos, la prima de risc italiana ha augmentat gairebé 50 p. b., mentre que la portuguesa ha iniciat el camí oposat i ha disminuït 25 p. b. des del començament de l'any. Aquests canvis no solament penalitzen o beneficien els tresors de cada país. Els tipus d'interès del deute públic també influeixen de manera molt important en les condicions a les quals es poden finançar les seves empreses. En el context actual, agafar un camí o un altre és especialment rellevant.

Oriol Aspachs  
Octubre 2023