

Nou escenari macroeconòmic: el creixement econòmic a Espanya es modera

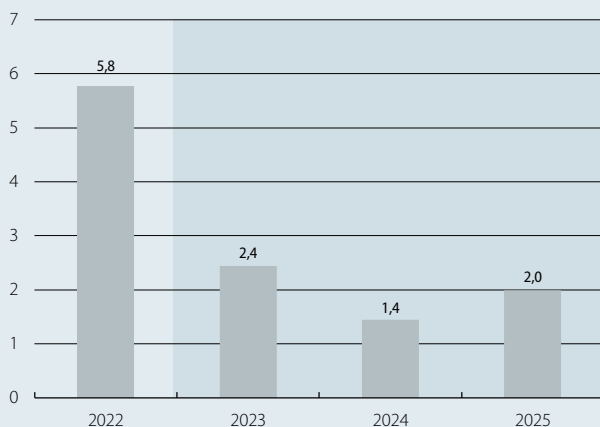
En l'últim any i mig, la nostra economia s'ha vist afectada per una hidra de tres caps. L'hidra és l'esclat de la guerra entre Rússia i Ucraïna, i els tres caps són les diferents manifestacions que comporta aquest xoc: una crisi energètica, un fort episodi inflacionista i el consegüent enduriment de la política monetària. El primer, llevat del repunt recent del preu del petroli, ja ha quedat enrere. El segon, encara l'estem travessant. I al tercer ja li comencem a veure el rostre. En els 12 propers mesos es veurà si la dosi de política monetària serà suficient per domar la inflació i quines repercussions tindrà sobre l'activitat. En aquest article, presentem les nostres perspectives sobre aquest tema.

Breu repàs de les dinàmiques recents

Després de la sortida de l'estiu, ens trobem amb una economia en procés de desacceleració en relació amb els notables registres de creixement del 1S 2023. Així, la creació d'ocupació, tot i que es manté en positiu, ha passat de créixer a taxes pròximes a l'1% intertrimestral en el 1S 2023 a taxes més moderades, del 0,1% intertrimestral, en el que portem del 3T (ajustant, per descomptat, per efectes estacionals). Així mateix, indicadors avançats basats en enquestes, com els índexs PMI, mostren que, a la feblesa que ha vingut mostrant el sector manufacturer en els últims trimestres, s'ha afegit una pèrdua d'embranchada del sector serveis. A l'agost, tant el PMI del sector manufacturer com el del sector serveis es van situar per sota del llindar que marca creixement. Tot i que no cal treure conclusions precipitades d'aquestes lectures, sí que són un indicatiu clar de desacceleració. Atesos aquests indicadors, les nostres estimacions suggereixen que el PIB podria créixer al voltant del 0,2% intertrimestral en el 3T 2023, en comparació amb les taxes del 0,5%-0,6% observades en la primera meitat de l'any.

Espanya: previsió de creixement del PIB

Variació anual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

El context internacional tampoc no acompanya. Els nostres principals socis comercials de la zona de l'euro també mostren símptomes de desacceleració, i una combinació de factors de demanda i oferta ha empès de nou el preu del petroli a l'alça des de mitjan juliol. Si, en la mitjana del juny, el preu del barril de Brent es va situar en els 75 dòlars, en les dues primeres setmanes de setembre, ja es va situar, de mitjana, prop dels 91 dòlars, una pujada d'una mica més del 20%. Aquest augment del preu del petroli s'ha reflectit en l'evolució de la inflació, que, des del juny, ha reprès una senda alcista, a causa, en part, del fort impuls del component dels carburants.

Canvis en els supòsits subjacents a l'escenari: energia i tipus d'interès

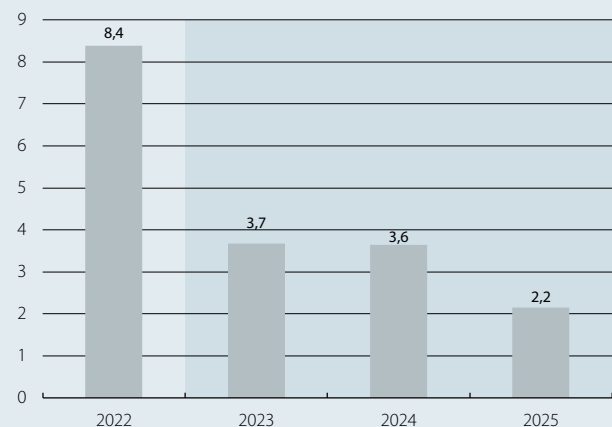
Atès aquest rerefons d'alentiment de l'activitat, els supòsits sobre l'evolució del preu del petroli i dels tipus d'interès subjacents a les projeccions dels escenaris també s'han endurit.

Les dinàmiques recents del mercat del petroli ens han empès a revisar a l'alça la projecció del barril de Brent. Si, en el nostre escenari del juliol, prevèiem un preu del petroli al voltant dels 80 dòlars per barril al final del 2023 i una mitjana de 78 dòlars el 2024, en el nostre escenari actual, preveiem que el 2023 tancarà amb un preu del petroli en els 85 dòlars i que la mitjana se situarà en els 81 dòlars el 2024. Així i tot, tenint en compte que el preu del Brent ha oscil·lat recentment al voltant dels 95 dòlars per barril, els riscos de la previsió estan esbiaixats a l'alça.

Per la seva banda, la inflació nucli (que exclou l'energia i els aliments) de la zona de l'euro, la variable clau que segueix el BCE, es manté en cotes massa altes (el 5,3%) i la velocitat a la qual s'està desaccelerant és, segons el parer

Espanya: previsió d'inflació

Variació anual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

de la màxima autoritat monetària europea, insuficient. D'aquesta manera, a l'última reunió del setembre, el BCE va pujar el tipus *depo* al 4,0% (i el tipus de refinançament, al 4,5%) i va assenyalar que, tot i que, probablement, no continuaria apujant-los, sí que mantindria aquest nivell de tipus durant un període llarg de temps per assegurar la convergència de la inflació cap al 2%, el seu objectiu a mitjà termini. D'aquesta manera, l'expectativa del mercat és que el BCE no comenci a abaixar tipus fins a la segona meitat del 2024 i que, llavors, ho farà de manera gradual. La nostra pròpia previsió és que els tipus de referència del banc central es mantindran en els nivells actuals fins al final de l'estiu de l'any vinent. Anticipant aquest punt d'inflexió, és lògic esperar que els tipus de mercat com l'euríbor a 12 mesos se situïn, al començament del 2024, per sota dels nivells actuals i encarin una tendència a la baixa.

Perspectives

Amb aquest rerefons, preveiem que l'economia espanyola travessarà en els dos propers trimestres un període de creixement modest, amb taxes d'avanç del PIB que rondaran el 0,3% intertrimestral, afectada, principalment, per l'impacte de l'augment dels tipus d'interès que s'ha produït des del juliol del 2022 i per la marcada feblesa dels nostres principals mercats exportadors.¹ Malgrat que el sector turístic continuarà sent un motor de creixement, la seva aportació, en haver-se assolit ja cotes d'activitat iguals o superiors a les del 2019, ja no serà tan elevada com en els últims trimestres. D'aquesta manera, s'espera que sigui la demanda interna la que més porti al creixement en els propers trimestres.

La demanda interna, tot i que es veu afectada per l'impacte de la pujada dels tipus d'interès, gaudirà d'alguns elements de suport. En primer lloc, amb un ritme de creixement de l'ocupació que suposem que, el 2024, se situarà al voltant de l'1,5% i amb salaris creixent en la forquilla del 3%-3,5%, d'acord amb les pautes recomanades pels agents socials, preveiem que la renda bruta disponible de les famílies creixerà per damunt de la inflació (previsió del 3,6% en la mitjana de l'any), malgrat el progressiu augment dels pagaments nets d'interessos.² Cal recordar que, en un entorn de pressions sobre el cost de la vida, el fet que l'economia continuï generant ocupació ja és, per si mateix, un important suport per a l'activitat, ja que aporta certesa a les llars. En segon lloc, s'espera que els fons europeus NGEU continuaran oferint suport al creixement i, en particular, a la inversió. En concret, preveiem que els fons podrien contribuir prop de 0,4 p. p. al creixement del PIB el 2024, sota el supòsit d'una certa acceleració del ritme d'execució.

1. Preveiem que el PIB de la zona de l'euro amb prou feines creixerà el 0,7% el 2024.

2. Preveiem que la renda bruta disponible, un cop inclòs l'impacte de l'augment dels pagaments d'interessos, creixerà el 5,3% el 2024.

Per la seva banda, les dinàmiques de la inflació haurien de ser de moderació. Per entendre aquest procés de moderació, és útil dividir l'episodi inflacionista dels dos últims anys en tres fases. En una primera fase, es va materialitzar l'impacte directe del fort augment dels preus de l'energia i dels aliments. Aquest xoc, tot i que no ha finalitzat per complet, sobretot pel costat dels aliments i, més recentment, pel repunt del preu del petroli, sí ha cursat ja una gran part del seu recorregut. En una segona fase, més predominant en el tram final del 2022 i el 2023, s'ha materialitzat l'efecte contagi de l'augment dels costos dels *inputs* energètics i dels aliments sobre altres productes. Tot i que pensem que aquests efectes indirectes encara no s'han esgotat, tampoc hi hauria gaire més marge de recorregut. Finalment, en tercer lloc, hi ha els temuts efectes de segona ronda, que podrien insuflar una elevada persistència a les dinàmiques de la inflació. Aquests efectes capturen l'impacte d'un possible desacoblament de les expectatives d'inflació a mitjà termini i del cercle viciós que poden originar fortes alces salarials o de marges empresarials sobre els preus. Atès que les dades disponibles fins avui no mostren senyals preocupants en aquests aspectes, el nostre escenari suposa un impacte limitat dels efectes de segona ronda. D'aquesta manera, en la mesura que l'impacte directe ja s'ha, en gran part, esvaït, que l'efecte contagi es vagi esgotant en el que queda del 2023 i el 2024 i que amb prou feines s'esperin efectes de segona ronda, hauríem de presenciar una moderació de les taxes d'inflació al llarg del 2024.

Així i tot, la nostra previsió és que la inflació del 2024, en mitjana anual, es mantindrà en cotes similars a les del 2023 (el 3,7% el 2023 i el 3,6% el 2024). Això és degut a l'impacte de la retirada, que s'espera que tingui lloc al començament del 2024, de les mesures fiscals que es van implementar per afrontar l'augment de preus de l'energia i dels aliments (IVA d'electricitat i d'aliments i bonificació del transport públic). Estimem que la retirada d'aquestes mesures afegirà al voltant d'1 p. p. a la inflació general durant el 2024. No obstant això, si ens fixem en la previsió de la inflació subjacent (la que exclou l'energia i els aliments no processats), la previsió és de moderació gradual: del 6,1% de mitjana del 2023 al 3,1% de mitjana del 2024.

En conjunt, preveiem que l'economia, després de créixer el 2,4% el 2023, moderarà el ritme de creixement fins a l'1,4% el 2024, amb un perfil de menys a més al llarg de l'exercici. Aquesta previsió per al 2024 és 0,3 p. p. inferior a la contemplada en el nostre escenari anterior, a causa de l'impacte del canvi en els supòsits subjacents a l'escenari. Ja el 2025, arran de la baixada gradual dels tipus d'interès i de la convergència de la inflació cap a l'objectiu del 2%, l'economia espanyola hauria de canalitzar una senda de creixement més coherent amb el seu ritme de creixement potencial i que situa la previsió de creixement en el 2%.

Oriol Carreras