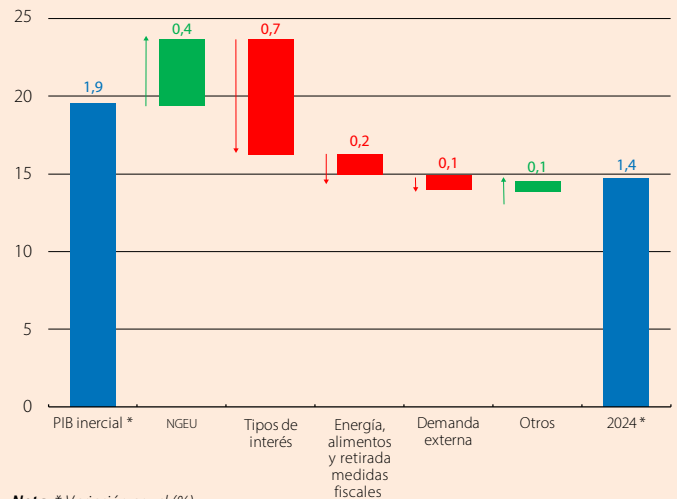


Perspectivas para la economía española en 2024: un año cargado de desafíos

Punto de partida

Las consecuencias de la guerra entre Rusia y Ucrania han seguido dominando las dinámicas de la economía a lo largo de 2023. La guerra desató una crisis energética que desencadenó un fuerte repunte de la inflación que llevó a que el BCE se embarcara en un ciclo agresivo de subidas de tipos de interés. La crisis energética tuvo su impacto máximo en 2022, pero se desvaneció con rapidez en el tramo final de 2022 y los primeros compases de 2023. Junto a la recuperación del turismo, la rápida moderación de los precios de la energía permitió una mejora del consumo y que la economía española creciera a ritmos notables durante la primera mitad de 2023. Sin embargo, una vez agotado el canal energético, la economía en la segunda mitad de 2023 ha moderado su ritmo de crecimiento afectada, además, por un conjunto de vientos de cara. Entre estos factores destacamos la inflación impulsada por el aumento de los precios de los alimentos y el repunte del precio del petróleo que ha tenido lugar desde julio de 2023, el impacto de los mayores tipos de interés y la marcada desaceleración del crecimiento en la eurozona. De este modo, si el PIB creció un promedio del 0,5% intertrimestral en la primera mitad de 2023, en el 3T la economía pasó a crecer un más modesto 0,3% intertrimestral. Con todo, preveemos que la economía crezca un 2,4% en el conjunto de 2023, con un perfil que ha ido de más a menos.

España: desglose del crecimiento del PIB 2024
(p.p.)



Nota: * Variación anual (%).
Fuente: CaixaBank Research.

Perspectivas para 2024

Para 2024 preveemos que la economía modere su ritmo de crecimiento hasta el 1,4%. En el primer gráfico mostramos el desglose de esta previsión según sus principales determinantes.¹ Tal y como se puede ver, en ausencia de perturbaciones externas, podríamos haber esperado un ritmo de crecimiento cercano al 2,5% gracias, en parte, al apoyo de los fondos europeos.

Sin embargo, preveemos que la economía se vea lastrada por un conjunto de factores. En primer lugar, destacamos el impacto de la subida de tipos de interés. El BCE empezó a subir tipos en julio de 2022 y, desde entonces, ha subido los tipos en 450 p. b. Nuestra previsión es que el pasado septiembre el BCE alcanzó el tipo pico (*depo* al 4,0% y *refi* al 4,5%) y que mantendrá los tipos a este nivel hasta la segunda mitad de 2024, punto en el que empezaría a bajar los tipos de manera gradual.² Según estas previsiones, el euríbor a 12 meses se situaría cerca del 3,6% en el promedio de 2024, tras anotar un promedio de cerca del 3,9% en 2023. Aunque los tipos puedan ser más bajos en 2024 que en 2023, hay que recordar que el impacto de una subida de tipos tarda bastante en transmitirse a la economía. Típicamente, el impacto máximo se produce entre uno y dos años después de la subida.³ Estos retardos explican que, a pesar de que preveemos tipos más bajos en el promedio de 2024 que en el de 2023, el impacto de los tipos de interés sobre el crecimiento del PIB sea sustancialmente negativo en 2024.⁴

En segundo lugar, preveemos que la inflación siga lastrando la evolución de la actividad, aunque en menor medida que en los últimos dos años. En positivo, preveemos que las dinámicas subyacentes de la inflación se deberían moderar a lo largo de 2024. Esta moderación se producirá gracias al progresivo agotamiento del efecto contagio (el impacto que la fuerte subida de precios de la energía y los alimentos tiene sobre los precios de otros productos de la cesta del IPC) y a la ausencia de efectos de segunda ronda de calado. De este modo, preveemos que la inflación núcleo (aquella que excluye la energía y los alimentos) pasará de crecer un 4,6% en 2023 a un 3,0% en 2024. En contraposición, la retirada de las principales rebajas fiscales por la guerra de Ucrania a principios de 2024 añadiría cerca de 1 p. p. a la inflación de 2024, principalmente a través del componente energético y de los

1. Partimos del crecimiento del PIB inercial, que se calcula mediante una regresión de la variación anual del PIB frente al primer retardo de este y la brecha de producción del año anterior. El retardo captura la inercia habitual del PIB, mientras que la brecha de producción captura el impulso de la economía según el punto cíclico en el que se encuentra.

2. Para más información acerca de la previsión de tipos de interés, véase el Focus «Nuevo escenario económico: perspectivas para las economías y los mercados internacionales» en el IM10/2023.

3. Véase BCE. «A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021». Boletín Económico 3/2023.

4. El impacto de los tipos de interés se calcula mediante el modelo semiestructural de CaixaBank Research para España. Introducimos en el modelo la diferencia entre la previsión de tipos entre el 1T 2022 y el 4T 2024 que teníamos a diciembre de 2021 (previo al inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania) y la previsión actual (junto con los datos realizados) para obtener el impacto en cada año del ciclo de subidas de tipos. Se evalúa el ciclo entero entre 2022 y 2024 para que el modelo capture los retardos típicos del impacto de la subida de tipos.

alimentos.⁵ En su conjunto, prevemos que la inflación general promedio apenas se modere en 2024 respecto al 2023 (3,6% frente a 3,7%), por lo que seguirá realizando una contribución negativa al crecimiento.⁶

Finalmente, el bajo crecimiento económico previsto para la eurozona (previsión de crecimiento para 2024 del 0,7% según CaixaBank Research frente al 1,4% de crecimiento potencial según el FMI) también tendrá un efecto adverso sobre nuestra economía.⁷

Un escenario rodeado de riesgos

Este escenario, no obstante, podría cambiar en función de si se materializan algunos de los riesgos que lo rodean. Destacamos la posibilidad de que los conflictos geopolíticos tensionen más los mercados de la energía, de las materias primas y/o las cadenas de suministro globales. Asimismo, el impacto del ciclo de subidas de tipos de interés podría ser mayor del previsto e incidir no solo de manera directa sobre nuestra economía sino también a través de un menor crecimiento de la eurozona. A modo ilustrativo, la tabla ofrece al lector un conjunto de sensibilidades del crecimiento del PIB ante cambios en alguno de los supuestos claves subyacentes de nuestro escenario.⁸

Sin embargo, no todo son riesgos a la baja, también los hay al alza. El buen comportamiento de la renta disponible de los hogares es uno de ellos.⁹ En el primer semestre de 2023 la renta bruta disponible de los hogares creció un 11,5% interanual, una cifra muy notable y claramente superior a la inflación promedio de este mismo periodo, de cerca del 4%. Este crecimiento se debió, en gran parte, al aumento del 8,5% interanual que registró la remuneración de los asalariados (el componente de mayor peso dentro de la renta disponible), un crecimiento que se explica tanto por el fuerte ritmo de crecimiento del empleo en el periodo, de cerca del 3% interanual, como por un mayor crecimiento de los salarios. La fortaleza que ha mostrado el mercado laboral ha permitido más que compensar el aumento del pago neto de intereses derivado del aumento de tipos. Así, en términos absolutos, el aumento de la remuneración de los asalariados entre el primer semestre de 2022 y el de 2023 ha supuesto cerca de 47.000 millones de euros, una cifra muy superior a los cerca de 2.400 millones de euros más que ha supuesto el aumento del pago neto de intereses.¹⁰

España: promedio del año (2024)

	Impacto sobre el crecimiento del PIB en p. p.
Inflación (+1 p. p.)	-0,1
Precio del petróleo (+20 dólares)	-0,3
Euríbor a 12 meses (+1 p. p.)	-0,1
Crecimiento PIB eurozona (-1 p. p.)	-0,2
Tasa de ahorro (-1 p. p.)	0,4

Fuente: CaixaBank Research.

ma de lo previsto en nuestro escenario macroeconómico actual (1 punto es precisamente la magnitud de la revisión al alza que comentábamos anteriormente), los hogares dispondrían de un mayor colchón de ahorros de cara a 2024. En el supuesto de que lo utilizaran plenamente en 2024, estimamos un impacto sobre el PIB de cerca de 0,4 p. p. (véase la tabla de sensibilidades).

Oriol Carreras

5. Se trata principalmente de la retirada de la bonificación al IVA de la electricidad, del gas y de los alimentos, así como de la bonificación al impuesto especial de la electricidad.

6. Para calcular el impacto de la inflación de los elementos no subyacentes (energía y alimentos no procesados) introducimos en el modelo semiestructural *shocks* en los componentes no subyacentes para modelizar el impacto directo y el indirecto de estos *shocks* (este último capturado por la inercia que presenta la ecuación de precios en el modelo).

7. El *shock* de demanda externa mide la diferencia entre el crecimiento del PIB previsto para la eurozona para 2024 y el PIB potencial (obtenido del FMI), y traslada esta diferencia de crecimiento a flujos de exportaciones netos del contenido importador de estas exportaciones.

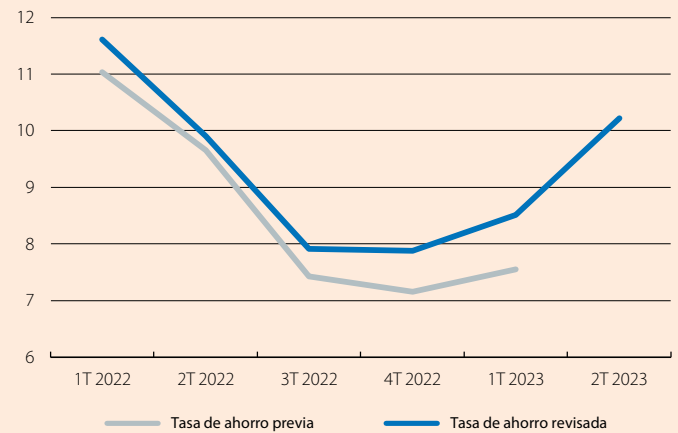
8. Estas cifras no son escenarios alternativos que consideramos más o menos probables, sino una sensibilidad a cambios a modo ilustrativo en algunos de los supuestos de nuestro escenario.

9. Para más información acerca de la evolución de la renta bruta disponible en el 2T 2023, véase el Focus «[Mejora la situación financiera de las familias españolas gracias a la creación de empleo y a la reducción de la deuda](#)» de este mismo Informe Mensual.

10. Datos de pagos de intereses de las cuentas no financieras del INE.

España: tasa de ahorro

Renta bruta disponible (%)



Nota: Acumulado de 4 trimestres.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Más allá del buen comportamiento de los últimos datos de renta disponible, también destaca la revisión al alza de la serie histórica que efectuó el INE en su última publicación. El mayor dinamismo de la renta disponible se ha reflejado en la tasa de ahorro: según los nuevos datos, la tasa de ahorro de los hogares en el 1T 2023 se emplazó cerca de 1 p. p. por encima de lo conocido anteriormente (véase el segundo gráfico).

La revisión al alza de la tasa de ahorro en el 1T 2023, junto con el elevado nivel de ahorro del 2T 2023, podría llevar a un mayor dinamismo del consumo privado en 2024. A modo ilustrativo, si la tasa de ahorro en 2023 cierra 1 p. p. por encima de lo previsto en nuestro escenario macroeconómico actual (1 punto es precisamente la magnitud de la revisión al alza que comentábamos anteriormente), los hogares dispondrían de un mayor colchón de ahorros de cara a 2024. En el supuesto de que lo utilizaran plenamente en 2024, estimamos un impacto sobre el PIB de cerca de 0,4 p. p. (véase la tabla de sensibilidades).