

Nou escenari econòmic: l'economia espanyola encara el 2024 amb millors perspectives

Passats cinc mesos des de l'última actualització de l'escenari macroeconòmic, incorporem la nova informació disponible i tornem a examinar els principals factors que dominen l'escenari.

Quina és la situació de partida?

L'economia espanyola ha superat les nostres expectatives en el tram final del 2023. Malgrat l'augment dels tipus d'interès, el creixement mitjà durant la segona meitat del 2023 es va mantenir gairebé sense canvis en relació amb el de la primera meitat (el 0,5% intertrimestral). Aquest èxit s'atribueix, d'una banda, al notable repunt del consum privat en el 3T, impulsat per la fortalesa del mercat laboral i per la moderació de la inflació. De l'altra, el creixement del PIB en el 4T va sorprendre a l'alça i va assolir el 0,6% intertrimestral, molt per damunt del de la zona de l'euro (el 0,0% intertrimestral). Malgrat que el patró de creixement presenta alguns trets no tan positius, com la forta dependència del creixement del consum públic i la feblesa de la inversió, no es pot menystenir un funcionament així en un entorn econòmic tan desafiador.

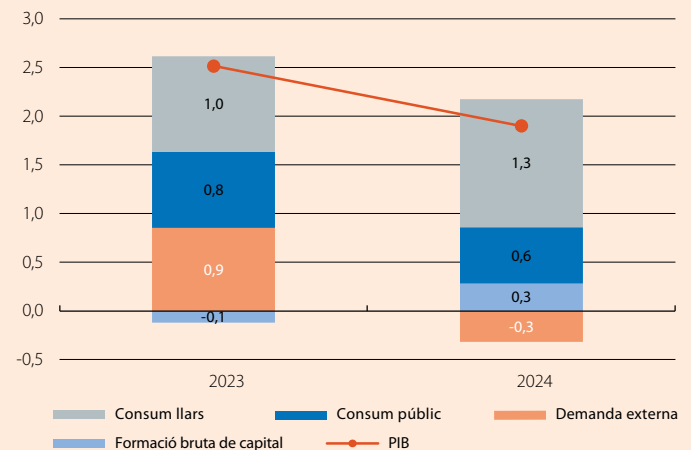
Així mateix, les dades d'inflació també van ser millors del que s'esperava. Al setembre del 2023, el nostre pronòstic per al final de l'any de la inflació general i de la nucli (que exclou l'energia i els aliments) era del 4,0% i del 3,9%, respectivament, però la dada final va ser molt inferior, del 3,1% i del 3,2%, respectivament. Aquesta desviació s'explica per la moderació del preu del petroli a partir del novembre i per una caiguda més intensa del que es preveia de la inflació en béns industrials.

Així doncs, el 2024 comença des d'uns nivells d'activitat més alts i amb un procés de desinflació més avançat del que s'esperava.

Canvis en els supòsits subjacents de l'escenari

De la mateixa manera que a Espanya, les dades d'inflació de la zona de l'euro també van sorprendre en positiu en la segona meitat del 2023. Si, al juliol del 2023, la inflació general i la nucli de la zona de l'euro se situaven en el 5,3% i en el 5,5%, respectiva-

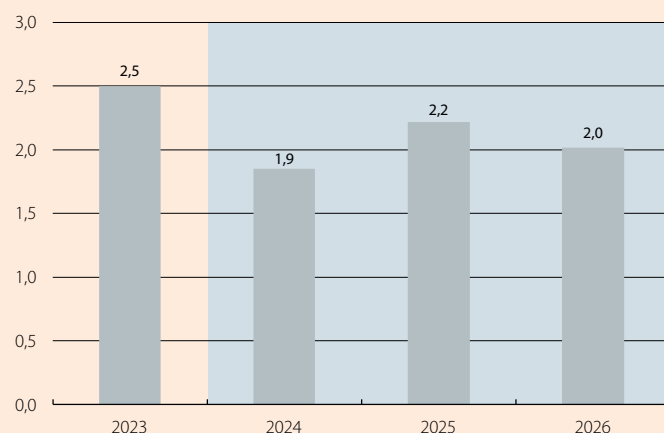
Espanya: contribució al creixement del PIB (p.p.)



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

Espanya: PIB

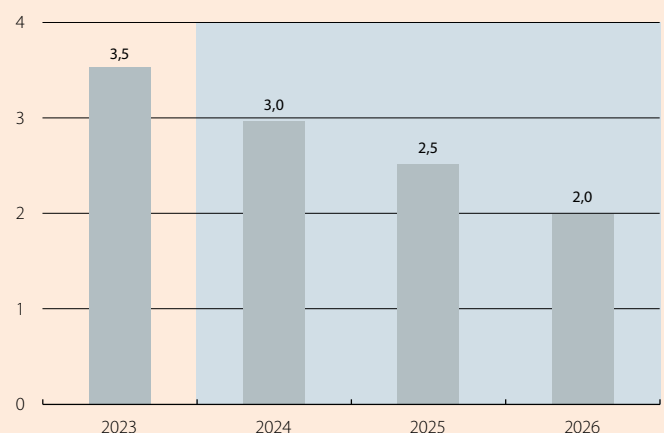
Variació anual (%)



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

Espanya: inflació

Variació anual (%)



ment, al desembre, havien reculat fins al 2,9% i el 3,4%, respectivament, una baixada de més de 2 p. p. en els dos casos en menys de sis mesos. Aquesta trajectòria ha capgirat les expectatives de mercat sobre els tipus d'interès. Si, al final del setembre del 2023, els mercats cotitzaven dues baixades de 25 p. b. per al 2024, a mitjan febrer del 2024, ja cotitzaven 4 o 5 baixades de tipus.

El nostre nou escenari preveu una caiguda sostinguda, però gradual, de la inflació de la zona de l'euro al llarg del 2024, amb valors que se situaran encara per damunt, però a la vora, del 2% al final de l'any. Això ens empeny a avançar la primera baixada de tipus del setembre del 2024 al juny del 2024. Amb la del juny, preveiem que el BCE realitzarà fins a quatre baixades de tipus el 2024 (*depo* al 3,0% al desembre del 2024) i tres més el 2025. Pensem que el BCE preferirà acumular evidències sobre la consolidació de les dinàmiques de desinflació abans de començar a abaixar tipus.

Pel que fa al preu del petroli, la conjunció d'unes expectatives de menor creixement de la demanda, en gran part pel menor creixement de la Xina, i d'unes perspectives de major creixement de l'oferta per part dels països no pertanyents a l'OPEC fa que revisem la senda de preus del cru lleugerament a la baixa el 2024, d'un preu mitjà de 82 dòlars/barril a un de 79 dòlars/barril. Un canvi modest que té un impacte limitat sobre la nostra economia. Pel que fa al gas, l'evolució dels preus a Europa també ha estat més favorable del que preveïem fa uns mesos, i ara contemplem que se situïn al voltant d'una mitjana de 30 euros/MWh el 2024, en línia amb el que apunten els mercats de futurs del TTF.

Perspectives macroeconòmiques

Després de créixer el 2,5% el 2023, preveiem que l'economia espanyola moderarà el ritme de creixement el 2024. En primer lloc, per la pujada de tipus que s'ha produït des del 2022, l'impacte màxim de la qual estimem que comprèn el tram final del 2023 i els primers compassos del 2024. I, en segon lloc, per la pèrdua de tracció del sector exterior, que pateix la feblesa dels nostres socis comercials europeus i no es podrà continuar beneficiant dels forts registres de creixement del sector turístic, que ja opera en cotes superiors a les del 2019.¹ Així i tot, preveiem que l'any anirà de menys a més. A mesura que l'impacte dels tipus d'interès més alts es vagi esvaïnt, que l'economia es beneficiï d'unes taxes d'inflació més baixes, que ens endinsem en la fase a la baixa del cicle de política monetària i que l'impacte de l'execució dels fons NGEU vagi agafant més tracció, el ritme de creixement de la nostra economia s'hauria de reforçar. En conjunt, preveiem que el PIB creixerà l'1,9% el 2024 (l'1,4%, segons la previsió anterior) i que s'accelerarà fins al 2,2% el 2025 (el 2,0%, segons la previsió anterior).

El 2024, es preveu que la demanda interna serà el motor del creixement, impulsada pel consum privat, que es beneficiarà de la moderació de la inflació, del major creixement demogràfic (molt vinculat als majors fluxos d'immigració) i d'un creixement robust dels ingressos, fruit del creixement de l'ocupació (de l'1,9%) i d'una certa recuperació del poder adquisitiu dels salaris. D'aquesta manera, preveiem que el consum privat creixerà el 2,4% el 2024, per damunt de l'1,7% registrat el 2023. Per la seva banda, tal com ho hem esmentat més amunt, preveiem un comportament més modest de la demanda externa, associat al feble creixement dels nostres principals socis comercials.

Pel que fa a la inflació, preveiem que les dinàmiques subjacents seran de moderació, d'acord amb el que s'ha observat en l'últim tram del 2023. No obstant això, la retirada gradual de les mesures fiscals (bonificació de l'IVA en electricitat, gas i aliments) limitarà una mica aquesta tendència de fons de moderació. Així, tot i que preveiem que la inflació general baixarà del 3,5% del 2023 al 3,0% el 2024, la nucli caurà amb més intensitat, del 4,4% del 2023 al 2,5% el 2024. La marcada moderació de la inflació nucli s'explica per l'esgotament del procés de translació de l'augment de costos dels *inputs* als preus dels productes i dels serveis finals (fins i tot, hi pot començar a haver una mica de reversió d'aquest procés) i, també, per un impacte escàs dels anomenats efectes de segona ronda (l'impacte sobre la inflació provinent de l'augment dels costos salarials i dels marges). Les dades disponibles sobre els convenis salarials, que mostren una caiguda de la variació salarial mitjana pactada en conveni del 3,5% del desembre del 2023 al 2,8% del gener del 2024, donen suport a aquesta valoració.

Finalment, malgrat la moderació del creixement, s'espera que el mercat laboral continuï generant ocupació. Aquest creixement de l'ocupació hauria de permetre un descens continuat de la taxa d'atur, tot i que aquest descens serà moderat a causa de la revisió a l'alça del creixement de la població activa, molt influït pels majors fluxos d'immigració observats des de l'any passat. D'aquesta manera, preveiem que la taxa d'atur passarà del 12,1% del 2023 a l'11,8% el 2024 i a l'11,4% el 2025.

1. De cara al 2024, el sector turístic té unes bones perspectives, tal com s'exposa a l'[Informe Sectorial de Turisme](#), però el creixement tendirà a normalitzar-se després d'un parell d'anys excepcionals.

Són múltiples els riscos que envolten el nostre escenari, malgrat que, en aquesta ocasió, identifiquem tant riscos a l'alça com a la baixa. Pel que fa als riscos a l'alça, malgrat que preveiem que el consum privat creixerà a un ritme notable el 2024 (el 2,4%), la solidesa de l'evolució dels ingressos es traduirà en una moderació molt lleugera de la taxa d'estalvi, del 10,6% previst per al 2023 al 10,2% el 2024.² La caiguda de la taxa d'estalvi és prou petita com perquè hi hagi marge per veure un creixement del consum privat encara superior al que incorpora el nostre escenari. Així mateix, el nostre escenari té uns supòsits relativament conservadors sobre l'impacte dels fons europeus, de manera que podria ser més elevat. Pel que fa als riscos a la baixa, destaquem, principalment, el delicat entorn geopolític internacional. Si, per exemple, el conflicte entre Israel i Hamàs s'agreuja, podríem veure repunts importants del preu de l'energia i més disrupcions en les cadenes logístiques globals.

En definitiva, llevat que hi hagi sorpreses, l'economia encara la recta final del cicle inflacionista iniciat el 2021 amb les disrupcions de les cadenes logístiques globals en un món que sortia de la pandèmia i amb les pressions sobre el preu del gas a l'avantsala de la invasió d'Ucraïna. La convergència gradual de la inflació cap a l'objectiu del 2% i l'esvaïment de l'impacte de la pujada dels tipus d'interès haurien d'impulsar la nostra economia. No obstant això, més enllà d'aquests vents de cua temporals, serà necessari girar la mirada cap als reptes estructurals de la nostra economia: fonamentalment, el baix nivell d'inversió i la falta de creixement de la productivitat.

Oriol Carreras

2. La mitjana històrica de la taxa d'estalvi entre el 1999 i el 2019 és del 8,3%.