

Perspectivas económicas y fiscales para España

Raymond Torres y Fernando Gómez Díaz*

La previsión de crecimiento del PIB en 2023 en España se eleva al 2,4 %, dos décimas más que en la anterior previsión, gracias al impulso de la primera parte del año. El crecimiento procederá sobre todo de la demanda interna. Destaca el repunte del consumo tanto público como privado. La desaceleración se evidenciará con más claridad en 2024, por el menor impulso de la normalización del turismo y los acuerdos de recuperación de poder adquisitivo de los salarios, con su corolario en términos de renta disponible de los hogares y consumo privado. El PIB avanzará un 1,5 %, una décima menos que en la anterior previsión. La desescalada del IPC se afianzará, una vez que el impacto de la reversión de las medidas antiinflación se haya disipado. El principal factor de vulnerabilidad a corto y medio plazo radica en los desequilibrios presupuestarios, ante la perspectiva de un fuerte encarecimiento de los costes financieros de la deuda. De ahí la importancia de aprovechar la ventana de oportunidad que brinda el potencial de crecimiento de la economía española para emprender una senda de ajuste fiscal.

Se afianza la desaceleración de la economía y la desescalada de la inflación

La revisión de las cifras de Contabilidad Nacional realizada en septiembre arrojó importantes revisiones al alza con respecto a los resultados provisionales de los dos últimos años, de modo que la economía española habría superado el nivel prepandemia en el tercer trimestre de 2022 (Fernández, 2023). Según estos ajustes, la demanda nacional ha tenido más tracción de lo inicialmente anticipado, un

impulso que se ha trasladado también al presente ejercicio, si bien en un contexto de desaceleración.

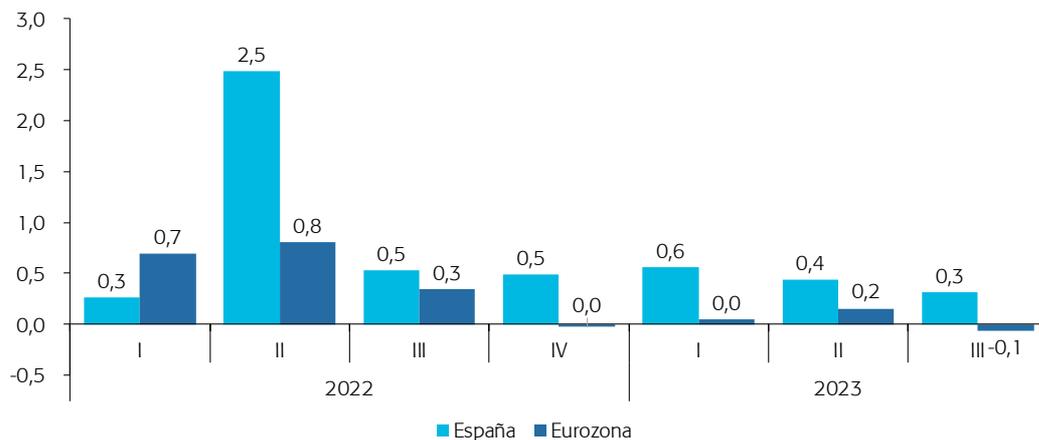
Tras expandirse un 0,6 % en el primer trimestre, el PIB avanzó un 0,4 % en el segundo y un 0,3 % en el tercero, según el dato provisional del INE. La ralentización procede del debilitamiento del sector exterior como consecuencia del contexto recesivo que prevalece en el resto de la eurozona. Las exportaciones retrocedieron en el segundo y tercer trimestre, tras un crecimiento prácticamente ininterrumpido desde el final de la crisis sanitaria. A

* Funcas.

Gráfico 1

La economía se desacelera

(Crecimiento del PIB en España y la eurozona, en tasas intertrimestrales)



Fuentes: Eurostat e INE.

la inversa, la demanda interna ha seguido teniendo un comportamiento notable. Destaca el tirón del consumo privado y, en menor medida, el público. La inversión, sin embargo, ha tenido un comportamiento más volátil, con una tendencia a frenarse en el transcurso del año. En todo caso, la economía sigue creciendo por encima de la media europea (gráfico 1).

El empleo, medido en horas trabajadas según la Contabilidad Nacional, avanzó un 1,5 % en el segundo trimestre –alcanzando por fin el nivel previo a la crisis sanitaria–, mientras que en el tercer trimestre su crecimiento se ralentizó hasta un avance del 0,1 %. La productividad por hora trabajada registró una contracción en el segundo trimestre y un leve avance en el tercer trimestre, pero se mantiene por encima del nivel prepandemia –que, tras la revisión del INE, ya alcanzó en el tercer trimestre de 2022–. Los afiliados a la Seguridad Social, tras acelerar su crecimiento en el segundo trimestre, registran un avance muy moderado en el tercero. Con todo, el mercado laboral sigue resistiendo, a diferencia de la pauta observada en anteriores periodos de debilitamiento coyuntural.

La creación de empleo es uno de los factores que han sostenido la renta disponible de los

hogares, cuyo crecimiento a doble dígito durante la primera parte del año (en términos nominales) es el más elevado de la serie histórica. También ha contribuido el repunte de las remuneraciones salariales, fruto de los acuerdos salariales pactados en los convenios colectivos y las compensaciones parciales de pérdida de poder adquisitivo de los dos años anteriores. A ello se añade el ajuste de las prestaciones sociales, particularmente las pensiones, con el IPC.

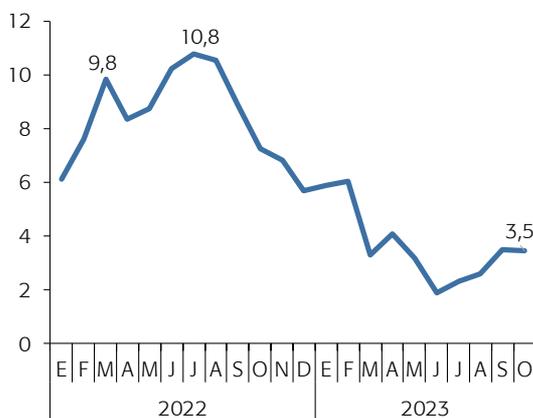
Además de impulsar el gasto en consumo privado, el avance de la renta disponible de los hogares ha permitido mantener la tasa de ahorro, situándose ésta por encima de los niveles anteriores a la pandemia. El incremento del ahorro ha servido en parte para devolver préstamos, un comportamiento que también se observa entre las empresas. De ahí que la deuda del sector privado continúe reduciéndose, como viene haciéndolo de manera ininterrumpida desde inicios de 2021, tras el paréntesis de la pandemia. En el segundo trimestre, la deuda consolidada para las sociedades no financieras se situó en el 66,6 % del PIB y la de los hogares e ISFLSH en el 49,9 %, siendo éstas las cifras más bajas de los últimos veinte años.

La desinflación se va afianzando, aunque de manera gradual y desigual (gráfico 2). El IPC alcanzó

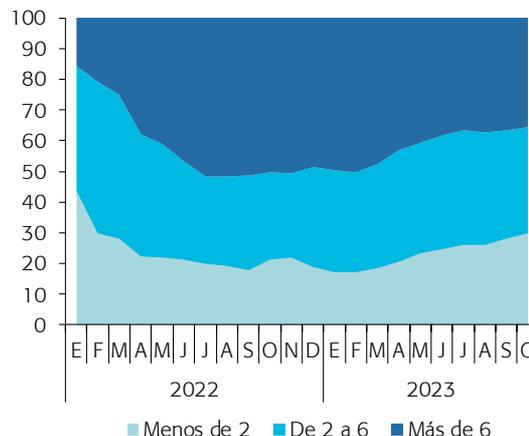
Gráfico 2

La desinflación se afianza

a) IPC general, en tasas interanuales



b) Subclases del IPC por rango de la tasa de inflación, en % del total de subclases



Fuente: INE.

el 3,5 % en octubre, en términos de crecimiento interanual. Si bien se trata de una tasa superior al mínimo de junio (1,9 %), el repunte obedece sobre todo a efectos base, particularmente con respecto a los precios energéticos. La inflación subyacente, por su parte, mantiene una trayectoria descendente, desde el entorno del 6 % en la primavera hasta el 5,2 % en octubre. La moderación se extiende a la mayoría de las parcelas del índice de precios. De las 199 subclases que componen el IPC, 100 tenían una tasa de inflación superior al 6 % a inicios de año, y el número ha bajado hasta 71 en octubre. A la inversa, el número de componentes con una inflación inferior al 2 % ha pasado de 34 a comienzo de año a 59 en octubre.

El superávit externo se mantiene como uno de los principales factores de resiliencia. La balanza de pagos por cuenta corriente arrojó un superávit histórico en los ocho primeros meses de este año, de 27.600 millones de euros, la mejor cifra de este periodo de toda la serie histórica. El déficit de la balanza comercial de bienes se redujo con respecto al mismo periodo del pasado año, mientras que el superávit de las balanzas de servicios, tanto turísticos como no turísticos, creció de forma notable.

Finalmente, las administraciones públicas registraron un déficit en la primera mitad del año de 32.876 millones de euros, frente a los 34.863 anotados en el mismo periodo del año anterior. La mejora, muy ligera, refleja el incremento de la recaudación, especialmente por nuevos impuestos, IRPF y cotizaciones sociales. En el capítulo de gastos, crecen con vigor los consumos intermedios, la remuneración de asalariados y las prestaciones sociales, entre las que destacan las pensiones, que suponen 8.500 millones más que en el primer semestre de 2022.

Previsiones para 2023-2024

La última parte del año estará marcada por la desaceleración, como consecuencia del impacto de la subida de tipos de interés, del enfriamiento de Europa –las previsiones de crecimiento para la eurozona se han revisado a la baja– y en menor medida por una moderación del consumo público. La escasa información disponible acerca del cierre del año apunta en esa dirección, con una pérdida del ritmo de la economía. La industria es el sector más vulnerable, a tenor del indicador PMI de octubre

Cuadro 1

Previsiones para 2023 y 2024

(Tasas interanuales en porcentaje)

	Previsión actual	Previsión de julio
Previsión para 2023		
Crecimiento del PIB	2,4	2,2
Del cual:		
- Demanda nacional	2,0	0,6
- Demanda externa	0,4	1,6
PIB eurozona	0,6	0,7
Previsión para 2024		
Crecimiento del PIB	1,5	1,6
Del cual:		
- Demanda nacional	1,5	1,3
- Demanda externa	0,0	0,3
PIB eurozona	0,8	1,0

Fuente: Funcas.

(muy por debajo del nivel 50 que marca una tendencia contractiva), y los servicios aguantan mejor (con un PMI apenas superior a 50, lo que indica una leve progresión de la actividad). La afiliación a la Seguridad Social confirma su ralentización con un avance en octubre menor que la media mensual del tercer trimestre y muy inferior a los datos de primavera.

Todo ello dejaría todavía el crecimiento en el 2,4 % para el conjunto de 2023, dos décimas más que en la anterior previsión, gracias al impulso de la primera parte del año (cuadro 1). El crecimiento procederá sobre todo de la demanda interna. Destaca el repunte del consumo tanto público como privado, en este último caso facilitado por la recuperación de los salarios en términos reales y la resiliencia del mercado laboral (cuadro 2). La inversión en construcción también reflejará la mejora del poder adquisitivo. A la inversa, la inversión en bienes de equipo y otros productos, el componente más sensible a las subidas de tipos de interés, apenas se incrementará en el conjunto del año. Finalmente, pese al enfriamiento de los mercados de exportación, la aportación del sector exterior seguirá siendo positiva, fruto de la plena normalización del turismo tras el periodo

de pandemia y el buen posicionamiento competitivo de algunos sectores, en especial los servicios no turísticos.

El PIB mantiene la senda de desaceleración y se prevé un crecimiento del 1,5 % en 2024, nueve décimas menos que en el presente ejercicio. El crecimiento procederá sobre todo de la demanda interna, mientras que la aportación del sector exterior será nula. Pese a todo, el ritmo de expansión de la economía española seguirá superando la media europea.

La desaceleración se evidenciará con más claridad en 2024, por el efecto de arrastre del último tramo del presente ejercicio, y el menor impulso de algunos de los actuales factores de crecimiento: la normalización del turismo y los acuerdos de recuperación de poder adquisitivo de los salarios, con su corolario en términos de renta disponible de los hogares y consumo privado. Por otra parte, también se anticipa una menor aportación del consumo público, a tenor de la próxima reactivación de las reglas fiscales europeas.

Cuadro 2

Previsiones económicas para España, 2023-2024

(Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario)

	Datos observados			Previsiones Funcas		Variación de las previsiones (a)	
	Media 2008-2013	Media 2014-2019	2022	2023	2024	2023	2024
1. PIB y agregados, precios constantes							
PIB	-1,3	2,6	5,8	2,4	1,5	0,2	-0,1
Consumo final hogares e ISFLSH	-2,1	2,2	4,7	2,2	2,1	2,1	0,7
Consumo final AA. PP.	0,9	1,3	-0,2	2,4	0,7	1,5	-0,1
Formación bruta de capital fijo	-7,6	4,8	2,4	2,4	1,7	1,4	-0,3
Construcción	-10,7	4,9	2,6	4,4	1,8	3,3	0,3
Equipo y otros productos	-2,7	4,8	2,2	0,0	1,6	-0,9	-1,0
Exportación bienes y servicios	1,8	3,9	15,2	3,1	1,7	-3,8	-1,3
Importación bienes y servicios	-4,0	4,4	7,0	2,1	1,7	-1,0	-1,0
Demanda nacional (b)	-3,1	2,6	2,9	2,0	1,5	1,4	0,2
Saldo exterior (b)	1,8	0,0	2,9	0,4	0,0	-1,2	-0,3
PIB precios corrientes: - miles de mill. de euros	--	--	1.346,4	1.453,9	1.527,3	--	--
- % variación	-0,8	3,4	10,2	8,0	5,1	0,9	0,0
2. Inflación, empleo y paro							
Deflactor del PIB	0,5	0,8	4,1	5,5	3,5	0,8	0,1
Deflactor del consumo de los hogares	1,7	0,7	6,5	3,9	3,6	-0,2	0,2
Empleo total (Cont. Nac., p.t.e.t.c.)	-3,4	2,6	3,7	1,9	0,9	0,7	-0,1
Remuneración por asalariado e.t.c	2,4	0,9	2,9	4,9	3,9	0,9	0,4
Tasa de paro (EPA, % de la pob. activa)	20,2	18,8	12,9	11,9	11,0	-0,4	-0,6
3. Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)							
Tasa de ahorro nacional	18,8	21,7	22,1	23,3	22,7	-0,2	-0,7
- del cual, ahorro privado	22,9	23,6	24,1	25,0	23,9	0,0	-0,3
Tasa de inversión nacional	21,7	19,4	21,5	21,0	20,8	0,3	0,0
- de la cual, inversión privada	17,7	17,2	18,7	18,4	18,3	0,6	0,4
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-2,9	2,3	0,6	2,2	1,9	-0,6	-0,7
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-2,4	2,7	1,5	3,1	2,7	-0,3	-0,3
- Sector privado	6,6	6,8	6,3	7,3	6,3	-0,4	-0,3
- Saldo AA. PP.	-9,0	-4,1	-4,7	-4,1	-3,6	0,2	0,1
Deuda pública según PDE	69,0	101,9	111,6	107,5	106,0	-2,5	-2,4
4. Otras variables							
PIB eurozona	-0,2	2,0	3,5	0,6	0,9	-0,1	0,1
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	8,8	6,7	7,6	8,2	6,7	1,0	-0,3
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	128,5	101,6	84,5	78,1	74,5	-3,9	-3,1
Deuda bruta consolidada soc. no financieras (% del PIB)	112,7	81,6	71,4	65,6	62,0	-1,3	-1,2
Euríbor a 12 meses (% media anual)	1,90	0,01	1,09	3,91	4,20	0,01	0,25
Rendimiento deuda pública 10 años (% media anual)	4,74	1,58	2,19	3,60	4,00	0,10	0,55

(a) Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las anteriores.

(b) Aportación al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales.

Fuentes: 2008-2022: INE y BE; Previsiones 2023-2024: Funcas.

El PIB avanzará un 1,5 %, una décima menos que en la anterior previsión. El crecimiento procederá sobre todo de la demanda interna, mientras que la aportación del sector exterior será nula. Pese a todo, el ritmo de expansión de la economía española seguirá superando la media europea.

En todo caso, el avance del PIB iría de menos a más en el transcurso del año, un perfil que refleja la hipótesis de política monetaria: las previsiones parten del supuesto de que el BCE no procederá a nuevas subidas de tipos de interés, prefiriendo enviar el mensaje de mantenimiento de tipos de interés altos por más tiempo de lo inicialmente anticipado. Este supuesto sería consistente con la ligera relajación de la facilidad de depósitos que se pronostica para la segunda parte de 2024.

De cara al futuro, la ralentización de la economía, junto con el incremento de las cargas financieras generado por la subida de los tipos de interés, plantean un desafío para la sostenibilidad de las cuentas públicas. A partir del primer trimestre del 2024, el coste de la deuda nueva empezará a superar el de la que vence.

El debilitamiento de la demanda relajará la presión sobre los precios, pese ese efecto será gradual y desigual, de manera que la inflación todavía se mantendrá en cotas superiores al objetivo del BCE durante todo el periodo de previsión. El deflactor del consumo privado registrará una ligera desaceleración, desde el 3,9 % este año hasta el 3,6 % en 2024. Asimismo, el incremento del deflactor del PIB —el indicador que mejor refleja las presiones inflacionarias— pasará del 5,5 % este año al 3,5 % el que viene. Este pronóstico se basa en los episodios pasados de desinflación, marcados por la asimetría en los ajustes de precios (más lentos a la baja que al alza) en los sectores de servicios relativamente poco expuestos a la competencia. Además, los precios energéticos han repuntado, especialmente en lo que atañe al petróleo tras las decisiones de algunos países de la OPEP de recortar el bombeo. El recrudecimiento del conflicto en Oriente Próximo —y sus

posibles reverberaciones tanto en la región como en la geopolítica mundial— añaden un factor de incertidumbre que ya se refleja en la volatilidad de las cotizaciones de hidrocarburos.

Junto con el superávit externo, el mercado laboral se mantendrá como uno de los principales factores de resistencia de la economía española. La tasa de paro podría reducirse hasta el 10,5 % a finales de 2024, un nivel que aún supera ampliamente la media europea.

El buen comportamiento de las exportaciones netas de bienes y servicios, junto con la mejora de la relación real de intercambio generada por el abaratamiento de las importaciones, redundará en un importante incremento del superávit externo. La balanza por cuenta corriente arrojará un excedente cercano al 2 % del PIB durante todo el periodo de previsión. El resultado en términos de balanza externa total, que se obtiene sumando las transferencias en concepto de los fondos europeos a la balanza por cuenta corriente, es aún más positivo.

Junto con el superávit externo, el mercado laboral se mantendrá como uno de los principales factores de resistencia de la economía española. La tasa de paro podría reducirse hasta el 10,5 % a finales de 2024, un nivel que todavía supera ampliamente la media europea.

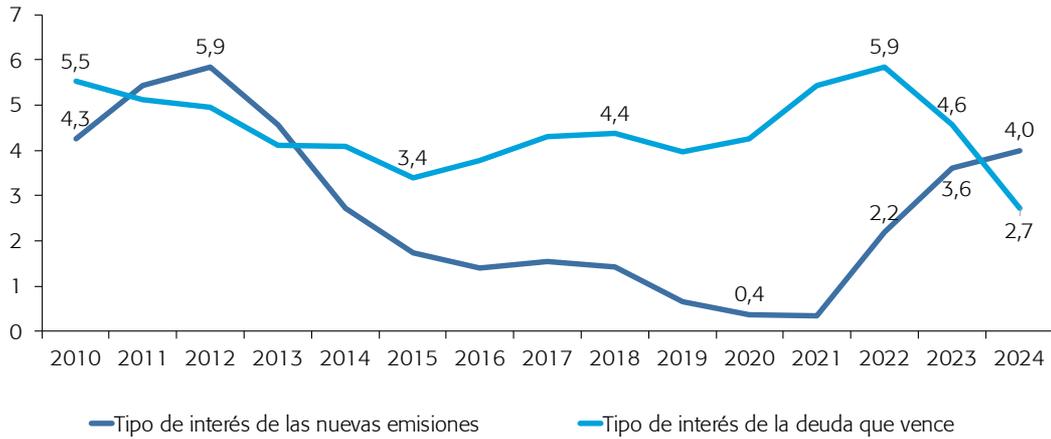
Los desequilibrios fiscales, principal factor de vulnerabilidad

El encadenamiento de crisis (sanitaria, energética y guerra en Ucrania) ha necesitado la intervención de los gobiernos europeos con el objetivo de atenuar el impacto en los sectores más vulnerables y preservar el tejido productivo. Todo ello ha redundado en un deterioro de las finanzas públicas: el déficit público del conjunto de la Unión Europea superó el 3 % del PIB en 2022, contrastando con la posición prácticamente equilibrada anterior a la pandemia. En el caso de España, el déficit se ha deteriorado menos que la

Gráfico 3

A partir de 2024 los tipos de la nueva deuda serán superiores a los de la deuda que vence

(Tipos de interés en porcentaje)



Fuente: Banco de España y previsiones de Funcas para 2024.

media europea, pero partiendo de un nivel más elevado, de modo que en 2022 alcanzó el 4,7 % del PIB. Solo Italia, Rumanía, Hungría y Malta presentan un desvío más pronunciado. La deuda pública, por su parte, supera el 111 % del PIB.

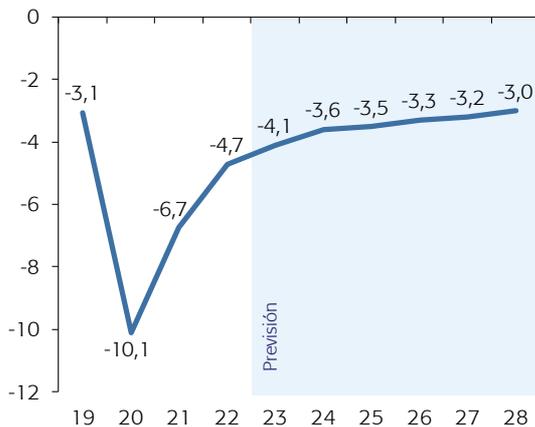
De cara al futuro, la ralentización de la economía, junto con el incremento de las cargas financieras generado por la subida de los tipos de interés, plantean un desafío para la sostenibilidad de las cuentas públicas. A falta de ajustes, el déficit se situará en

Gráfico 4

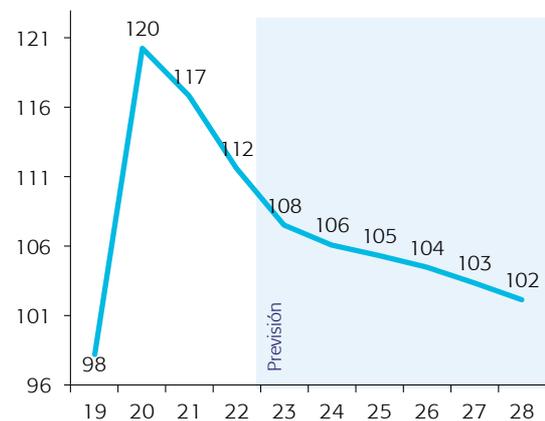
Desequilibrios presupuestarios de las AA. PP.

(En porcentaje del PIB)

a) Déficit público



b) Deuda pública



Fuentes: IGAE, Banco de España y previsiones de Funcas.

el 3,6 % en 2024 y la deuda pública superará el 106 %, por encima de los niveles prepandemia.

A medio y largo plazo, la persistencia de un déficit público elevado es un factor de vulnerabilidad para la economía española, en un contexto de reactivación de las reglas fiscales europeas y de retirada del apoyo del banco central, tanto en materia de tipos como de compra de deuda (Torres, 2018; Torres y Sánchez, 2023). A esto se suma el aumento de las rentabilidades, desde tasas inferiores al 1 % en los últimos años para los títulos a 10 años hasta el entorno del 4 %, lo que va a suponer, a políticas constantes, un aumento del pago de intereses en relación con el PIB. Esto es porque se estima que, a partir del primer trimestre de 2024, el coste de la deuda nueva empezará a superar el de la que vence (gráfico 3). Por tanto, en ausencia de medidas de ajuste, no está garantizado que la deuda vaya a seguir una senda coherente con los compromisos europeos.

Una proyección en base a hipótesis relativamente optimistas (crecimiento del PIB del 1,9 %, inflación del 2 % y tipos de interés en torno al 2,5 %, dentro de una política monetaria “normalizada”), en el escenario central, sería de un déficit público que no alcanzaría el 3 % hasta 2028 (gráfico 4). La deuda se situaría todavía por encima del 100 % en ese año. Es decir, sin medidas, la política fiscal se quedaría sin margen de maniobra ante posibles *shocks* en los próximos años. De momento, la prima de riesgo se mantiene estable, pero ante posibles perturbaciones en los mercados financieros, la situación podría cambiar drásticamente.

Riesgos

Estos últimos tiempos la economía española ha tenido un comportamiento mejor de lo previsto, y

todavía podría sorprender al alza en los próximos meses. Sobre todo, si a los factores de resiliencia (desendeudamiento privado, competitividad internacional, creación de empleo), se añade un impulso adicional de los fondos europeos.

Sin embargo, los principales riesgos siguen siendo a la baja. A corto plazo, la intensificación de las tensiones geopolíticas podría desencadenar una nueva interrupción de los mercados energéticos y de los intercambios comerciales, generando un *shock* de estanflación. Ante el riesgo de interrumpir la desescalada de los precios, el BCE se vería abocado a un endurecimiento del ciclo monetario, desmintiendo la hipótesis de estabilidad incorporada en estas previsiones. Un encarecimiento de los costes financieros más pronunciado de lo que se contempla en el escenario central plantearía un riesgo mayor de impago para los sectores más vulnerables y de sacudidas en los mercados financieros. En general, el principal factor de vulnerabilidad radica en los desequilibrios presupuestarios. De ahí la importancia de aprovechar la ventana de oportunidad que brinda el potencial de crecimiento de la economía española para emprender una senda de ajuste fiscal.

Referencias

- FERNÁNDEZ, M. J. (2023). La revisión de las cifras de contabilidad nacional arroja luces y sombras. *Cuadernos de Información Económica*, 297 (noviembre-diciembre).
- TORRES, R. (2018). Política fiscal europea: situación y perspectivas de reforma. *Información Comercial Española*, julio-agosto.
- TORRES, R. y SÁNCHEZ, P. (2023). La economía europea tras el *shock* geopolítico. *Papeles de Economía Española*, Nº. 177, pp. 35-48.