



Universidad  
Francisco de Vitoria  
**UFV** Madrid

# Perspectivas económicas de otoño

---

OBSERVATORIO ECONÓMICO DE LA UNIVERSIDAD  
FRANCISCO DE VITORIA

**INFORME TRIMESTRAL Nº3**

## Índice

Índice .....	2
1. Resumen ejecutivo.....	3
2. Contexto .....	7
Inflación.....	7
Crecimiento económico .....	8
Endeudamiento público .....	11
Ingresos y gastos públicos .....	13
Previsiones del Banco Central Europeo (BCE).....	15
Previsiones de la Comisión Europea .....	22
Previsiones del Banco de España .....	24
3. Escenarios de previsiones de crecimiento económico del Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria .....	28
4. Conclusiones.....	36



## 1. Resumen ejecutivo

En el informe trimestral correspondiente al tercer trimestre del año, el Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria, tras analizar la coyuntura económica, ha emitido unas previsiones económicas sobre la economía española, basada en distintos escenarios.

Tras constatar la ralentización de la economía española, la persistencia de la inflación, el elevado endeudamiento y la ausencia de reformas estructurales, el Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria plantea diferentes escenarios, ordenados de menor a mayor probabilidad de cumplimiento de sus hipótesis, que se corresponden con un orden que va de peor a mejor comportamiento económico, respectivamente. Sus diferencias se basan en la evolución de la inflación y las medidas que se adopten para su contención. En lo relativo al año 2023 no hay grandes diferencias, tampoco con el consenso, sino que éstas aparecen a partir de 2024, que es cuando los efectos económicos de la política económica cobrarán mayor intensidad.

3

### **Escenario 1: Muy pesimista**

- Niveles altos de inflación y continuación con las medidas de política monetaria restrictiva de tipos altos y reducción de balance sin que provoque un problema en el sistema financiero. Aplicación ortodoxa de las reglas fiscales.
- Impacto de la política monetaria restrictiva aplicada, con su mayor efecto retardado en 2024. Reducción del gasto para cumplir con la estabilidad presupuestaria.
- La caída del consumo, cercana a los dos puntos, así como la de la inversión, junto a un aumento del desempleo, con una destrucción de la ocupación de casi dos puntos, empujarían la caída de la economía.
- En este escenario, el crecimiento económico entraría en recesión en 2024, cayendo más de un punto, estancándose en 2025.



### **Escenario 2: Pesimista**

- Se mantienen niveles medio-altos de inflación, pero algo más bajos que en el escenario 1, que conlleva una ligera relajación de medidas de política monetaria, pero los balances de los bancos centrales mantienen su disminución y se reduce la liquidez del sistema.
- Por tanto, se produce alguna ligera rebaja de tipos (entre 25 y 50 puntos básicos), pero con reducción de balances.
- Las reglas fiscales se aplican de manera ortodoxa.
- Esto nos lleva a un crecimiento casi cero en 2024, con caída del consumo y de la inversión, que provoca destrucción de empleo.

### **Escenario 3. Neutro**

- Se logra contener la Inflación, de manera que se relaja de manera más clara la política monetaria restrictiva y no se produce una reducción de balances de los bancos centrales.
- No obstante, la economía se resiente debido al efecto que se produce en la financiación privada por empeoramiento de las condiciones financieras.
- Las reglas fiscales retornan, pero de una manera más flexible.
- El crecimiento económico no llega al punto en 2024, con el consumo de los hogares plano, ligera reducción de la inversión y mantenimiento del empleo.

### **Escenario 4. Neutro-Optimista**

- Escenario positivo de no *landing*, en el cual los bancos centrales mantienen los balances (no los reducen) y la economía sigue creciendo en base a ello, sin reformas, basado en el gasto público y la expansión monetaria.
- Se logra un control de la inflación y se ajustan las tasas de interés.

- Con ello, mejoran las expectativas económicas de los agentes económica, convirtiéndose en positivas, pese al traslado del endurecimiento de la financiación al sector privado.
- Las reglas fiscales se aplican de una forma completamente laxa, que no logra cortar el gasto público ni corregir suficientemente los desequilibrios.
- El crecimiento estaría más cercano a los del consenso, pero a la baja por contemplar un efecto más profundo de los efectos retardados de las medidas de política monetaria adoptada entre 2022 y 2023. De esa manera, el crecimiento de 2024 rondaría un punto porcentual, con aumento del consumo y del empleo.

De esta forma, la previsión de crecimiento económico se mueve desde una caída cercana al 1% en el escenario muy pesimista, a un crecimiento cercano al 1%, más próximo al consenso de analistas, pero intensificando el efecto del retardo de la política monetaria.

Por último, y como escenario no contemplado, se considera que un aplazamiento permanente del ajuste fiscal, una relajación de la política monetaria y una ausencia de reformas podrían hacer cobrar una mayor probabilidad a la aparición de una grave perturbación que llevase a un modelo de “cisne negro”, no contemplado en estos momentos por el Observatorio.



## Escenarios de previsión económica del Observatorio Económico de la UFV

	PIB	Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
	2023	2,29	2,37	2,46	2,42	2,38
	2024	-1,2	0,2	0,8	0,9	0,2
	2025	0,4	0,9	1,5	1,6	1,1
<b>Demanda Final</b>						
		Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
<b>Consumo hogares</b>						
	2023	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7
	2024	-1,7	-0,3	0,2	0,3	-0,4
	2025	-0,2	0,3	0,9	0,9	0,5
		Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
<b>Consumo público</b>						
	2023	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
	2024	2,8	2,5	2,3	2,3	2,5
	2025	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3
		Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
<b>FBK</b>						
	2023	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
	2024	-1,8	-0,5	-0,1	0,1	-0,6
	2025	-0,4	0,1	0,6	0,7	0,2
<b>Empleo</b>						
		Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
<b>Empleo -SS</b>						
	2023	2,2	2,3	2,4	2,3	2,3
	2024	-1,9	-0,3	0,4	0,6	-0,3
	2025	0,0	0,6	1,2	1,3	0,8
		Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
<b>Empleo -EPA</b>						
	2023	1,8	1,8	1,9	2,0	1,9
	2024	0,0	0,6	0,9	1,2	0,7
	2025	0,7	1,0	1,3	1,5	1,1

Fuente: Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria

En la medida en la que no se tomen decisiones que implique una vuelta a la ortodoxia fiscal y monetaria, se aplacen reformas estructurales y se desee apostar por la anestesia del gasto público en el corto plazo y la financiación sin límite del BCE, cobrará más probabilidad el hecho de que aparezca una perturbación grave no contemplada y se llegue a un modelo de “cisne negro” que repercutiría gravemente en la economía, con caídas muy importantes y duraderas. No es un escenario que contemplemos en estos momentos, pero su escasa probabilidad en estos momentos aumentaría si se persiste en continuar con la política económica actual sin ponerle solución.

Modelo Cisne negro	
Año	PIB
2023	2,1
2024	-3,1
2025	-2,5

Fuente: Observatorio Económico de la UFV

## 2. Contexto

La economía, pese a las revisiones al alza de algunos indicadores, mantiene su senda de desaceleración, iniciada al principio de esta segunda parte del año. Pese a las revisiones al alza del crecimiento que se han producido tanto para 2023 como para años anteriores, la previsión es de una desaceleración cada vez más intensa para finales de este año, desde la ya iniciada en este tercer trimestre que ahora concluye, y más intensa todavía en 2024. Además de las previsiones de otros organismos y del consenso de instituciones, en este informe se publican, por primera vez, las previsiones económicas del Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria, basadas en un modelo de distintos escenarios que operarán bajo determinadas hipótesis cada uno de ellos. Dichas previsiones del Observatorio se hayan en capítulo aparte de este informe.

7

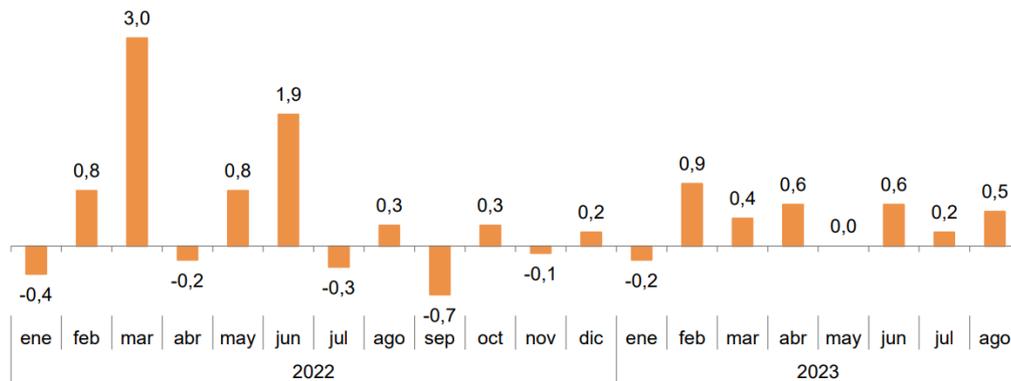
### Inflación

El hecho de que la inflación no ceda es preocupante, como muestran los datos:

Esto se ve claramente en términos mensuales, donde se produce un aumento de los precios del 0,2% en julio y del 0,5% (último dato definitivo publicado) -casi el triple- en agosto, que supone una importante aceleración en términos mensuales, que constata que los precios, lejos de moderarse, cogen impulso en los últimos meses, que hace difícil que el control de estos se encuentre cerca.



**Tasa mensual del IPC<sup>1</sup>**  
Índice general. Porcentaje



Fuente: IPC. INE.

**Especialmente grave es el dato de la inflación subyacente, que muestra una gran resistencia a su desaceleración en tasa interanual** pese a venir de datos muy altos en los mismos meses del año pasado. Creció en julio un 6,2% interanual, de manera que aumentó tres décimas más que el mes previo, con lo que, en este caso, el incremento de precios de la subyacente es muy fuerte sobre los ya muy elevados niveles de los que viene. En agosto, ese crecimiento interanual apenas se modera, situándose en el 6,1%.

Eso hace que **durante muchos meses los alimentos estén aumentando a doble dígito interanual y a que el crecimiento acumulado de la inflación es tremendamente alto:** en el último quinquenio, el IPC general acumula una subida de alrededor del 16% y la subyacente del entorno del 14%.

El dato del indicador adelantado de septiembre muestra que, de confirmarse, el IPC general se aceleraría, hasta el 3,5%, nueve décimas más en interanual que el dato definitivo de agosto, con un crecimiento mensual del 0,2% y una subyacente resistente a la baja, en el 5,8%, según ese adelanto provisional.

### Crecimiento económico

En cuanto al crecimiento económico, pese a las revisiones al alza, como decimos, la senda es de importante deterioro. **El PIB crece un 0,5% intertrimestral** (que revisan una décima al alza sobre el dato de avance), una décima menos que en el ITR (revisado

también al alza una décima), con una tasa interanual que se desacelera 2 puntos, al pasar de un crecimiento del 4,2% en el ITR al 2,2% del IITR.

**La demanda externa se hunde**, debido principalmente a nuestras exportaciones, que caen un 3,2% trimestral, empeorando 7,8 puntos respecto al trimestre anterior. El dato del indicador adelantado de septiembre muestra que, de confirmarse, el IPC general se aceleraría, hasta el 3,5%, nueve décimas más en interanual que el dato definitivo de agosto, con un crecimiento mensual del 0,2% y una subyacente resistente a la baja, en el 5,8%, según ese adelanto provisional.

El incremento constante de costes para las empresas, debido a la ausencia de reformas, el aumento de precios energéticos y consiguiente pérdida de competitividad hace que nuestras empresas estén en peores condiciones para competir en el exterior.

Unido a ello, comienza a notarse la pérdida de renta disponible de nuestros socios comerciales, que reducen, así, su consumo, dentro del cual también están sus importaciones, que son nuestras exportaciones, que las debilita, como decíamos anteriormente.

Así, el empeoramiento del sector exterior es muy preocupante, porque junto con la anestesia del gasto público, es lo que ha mantenido la actividad en la economía española.

Y es preocupante porque durante los últimos trimestres, el sector exterior ha sido clave en el crecimiento. Ahora que se cae, el conjunto de la economía se resentirá de manera muy acusada, más incluso que lo que se ven en este trimestre.

También es **muy preocupante el comportamiento de la industria**, que cae un 1,2% intertrimestral, empeorando 2,5 puntos respecto al trimestre anterior, que confirma el mal comportamiento del sector en los indicadores parciales publicados, como las cifras de negocios de la industria.

El comercio, el transporte y la hostelería también se desaceleran intensamente, creciendo un 1,2%, la mitad que el trimestre anterior, que también ha sido revisado a la baja, con lo que la desaceleración es todavía mayor en acumulado de los dos trimestres. **Podría parecer que el consumo se recupera**, al crecer un 0,9% intertrimestral, **pero su dato empeora en 7 décimas respecto al dato de avance publicado en julio**. El dato de

crecimiento intertrimestral es sostenido, en gran parte, por el extraordinario crecimiento de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH), que crecen un 5,7% intertrimestral frente al 0,4% del dato de avance de julio, y al gasto público, que crece un 1,6%, una décima más que el dato de avance de julio. Es decir, no hay auténtica generación de actividad, con el consumo de los hogares ralentizándose con fuerza.

**La demanda externa**, al igual que comentábamos en su comportamiento intertrimestral, **también se resiente en tasa interanual, con una caída del 2,9% en las exportaciones de bienes y una desaceleración de 11,9 puntos en las exportaciones de servicios**, que da una caída interanual del 0,8% en las exportaciones de bienes y servicios y que hace que la demanda externa aporte negativamente al crecimiento, descendiendo un 0,1% interanual. De nuevo, también en términos interanuales, es el gasto público el que sostiene artificialmente la actividad, con un aumento del 4,1%, 3 décimas más que el dato de avance publicado en julio y más del triple que el trimestre anterior.

En el análisis por sectores, todos reducen su crecimiento en tasa interanual, bien respecto al trimestre anterior, bien frente al dato de avance de julio: la agricultura se queda en un -1,9%, empeorando 2,4 puntos respecto del dato de avance, sector en el que se modifica por completo la serie de los últimos años, aplicando ahora unas caídas incluso de doble dígito interanual en algunos trimestres respecto del dato publicado en julio: la industria crece un 1,1%, cuatro veces menos que el trimestre anterior; la construcción crece un 2,2%, casi la mitad que el trimestre anterior y 3,2 puntos que en el dato de avance, con lo que este indicador adelantado se deteriora notablemente, anticipando un empeoramiento de la economía; y los servicios crecen un 3% (2,1 puntos peor que el trimestre previo), con desaceleración intensa del comercio, 4,7 puntos menos, y de las actividades recreativas, 5,8 puntos menos).

En cuanto al empleo, las horas trabajadas se quedan en un 1% de crecimiento frente al 1,8% previo, con caída de un 0,6% en la industria. En este contexto, **la productividad de los puestos de trabajo a tiempo completo se hunde**, al caer un 0,8% interanual, frente al crecimiento del 1,7% previo. En cuanto a la productividad por hora trabajada se queda en la mitad del crecimiento del trimestre anterior. Todo ello, con un **importante incremento de costes laborales, que pasan de un crecimiento del 4,3% interanual a un 6,2%**, mientras que las remuneraciones de asalariados crecen por debajo de dichos costes laborales, con lo que en esos costes laborales está influyendo al alza el conjunto de costes sociales derivados de los incrementos de cotizaciones puestos en marcha por el Gobierno, que perjudica a la competitividad de las empresas.

### Endeudamiento público

El endeudamiento público, por su parte, sigue tremendamente elevado. En julio, la deuda bajó en 10.462 millones de euros, pero esto resulta engañoso, porque esa bajada se debe al decalaje que se da entre la toma de endeudamiento nuevo y las amortizaciones de las deudas que vencen, no a reducción real de la deuda.

La tendencia alcista de déficit y deuda continúa, pese al exceso de recaudación derivada de la inflación, que, además, ya se va ralentizando (crecimiento de ingresos fiscales de un 18,3% en el primer semestre de 2022 frente al incremento del 3,8% en el primer semestre de 2023, que con la deriva del gasto presionará más sobre el déficit y la deuda). La deuda pública supera ampliamente los 1,5 billones de euros y se sitúa en julio (último dato disponible) en 1,558 billones de euros de endeudamiento, con 400.000 millones de euros de incremento en el último quinquenio (400.812 millones), según las notas iniciales de deuda de las AAPP emitidas por el Banco de España con carácter mensual.

De esta forma, la deuda sigue incrementándose en alrededor de 200 millones de euros al día (212,41 millones) en esos cinco años.

<b>mayo 18 - a julio 23</b>	
Deuda 31 mayo 2018 (millones de euros)	1.157.337
Deuda 31 julio 2023 (millones de euros)	1.558.149
Incremento de deuda del 31 mayo 2018 al 31 julio 2023 (millones de euros)	400.812
Días entre 31 mayo 2018 y 31 julio 2023	1.887
Incremento diario de deuda del 31 mayo 2018 al 31 julio 2023 (millones de euros)	212,41
Incremento de deuda por minuto (en euros)	147.505
Millones de personas	48,35
Incremento de deuda por persona del 31 mayo 2018 al 31 julio 2023 (euros)	8.291

Fuente: elaboración propia a partir de las notas mensuales iniciales de deuda de las AAPP publicadas por el Banco de España

12

Este grave problema puede poner en peligro a la economía española, tanto por su capacidad para financiarla si el BCE deja de comprar deuda, como por la repercusión de sus intereses en el presupuesto, que mermará recursos para servicios esenciales y que, a su vez, incrementará el gasto.

Esto hay que tenerlo especialmente en cuenta ante las turbulencias financieras ocurridas hace algunos meses, que tuvieron después alguna repetición en Estados Unidos: si se reprodujesen más y de forma persistente, que esperemos que no suceda, podría haber un cambio en la política del BCE que dejase más frágil el respaldo de deuda española por parte del BCE o que encareciese su financiación y que nos llevase a un escenario mucho más pesimista, imprevisible en estos instantes.

De momento, se mantiene la política monetaria contractiva a ambos lados del Atlántico, con una pausa por parte de la Reserva Federal, pero con un horizonte de dudas pese a una resistente inflación.



**El incremento del gasto es un problema importante, con el déficit estructural, construido sobre un gasto desmedido, que se ha ido consolidando en el tiempo, como principal problema,** y que alimenta el incremento de endeudamiento descrito antes.

Así, sobre la base de unos ingresos coyunturales, se ha ido asumiendo un incremento del gasto anual en el sector público, que nos lleva a una situación de insostenibilidad: con una recaudación adicional de más de 30.000 millones en 2022, el déficit sólo se redujo 2 décimas sobre el objetivo, que denota el importante incremento del gasto público que se está produciendo.

Este endeudamiento se agravará a lo largo del año, pues los PGE para 2023 vuelven a sustentarse sobre unos ingresos coyunturales, derivados de la inflación -que ya están desacelerándose de manera intensa, con mayor crecimiento de gasto, que incrementará el gasto y el déficit estructurales, especialmente al haberse producido determinadas medidas en la coyuntura electoral acontecida.

De esa manera, el déficit estructural español se situará en 2023 cerca de cinco puntos porcentuales sobre el PIB, elemento que señala un grave desequilibrio de la economía española. Déficit estructural que es la gran preocupación de la Comisión Europea. El déficit final en 2023 se prevé del 3,9% del PIB.

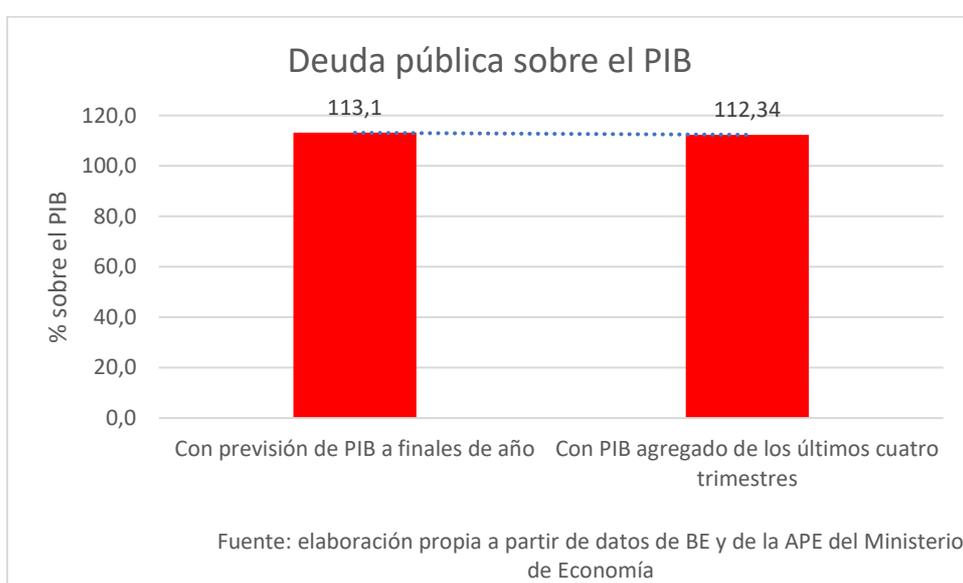
De hecho, la Comisión Europea, pese a revisar ligeramente al alza la previsión de crecimiento, considera que España no cumplirá con el objetivo de estabilidad del 3% en 2024, al situarlo en el 3,3% del PIB. Eso se debe a que el gasto se está acelerando, de manera que se están desperdiciando los ingresos adicionales derivados de la inflación para reducir el déficit y la deuda.

**La tendencia, así, sigue siendo alcista** -y así seguirá mientras siga habiendo déficit, pues la deuda no es más que el sumatorio de los distintos saldos presupuestarios de cada ejercicio- con la aportación de inestabilidad a la economía que ello supone, como también

ha sucedido en el pasado 2022 y sucederá en 2023, pese al incremento extraordinario de recaudación motivado por la inflación, que ya se desacelera a pasos agigantados.

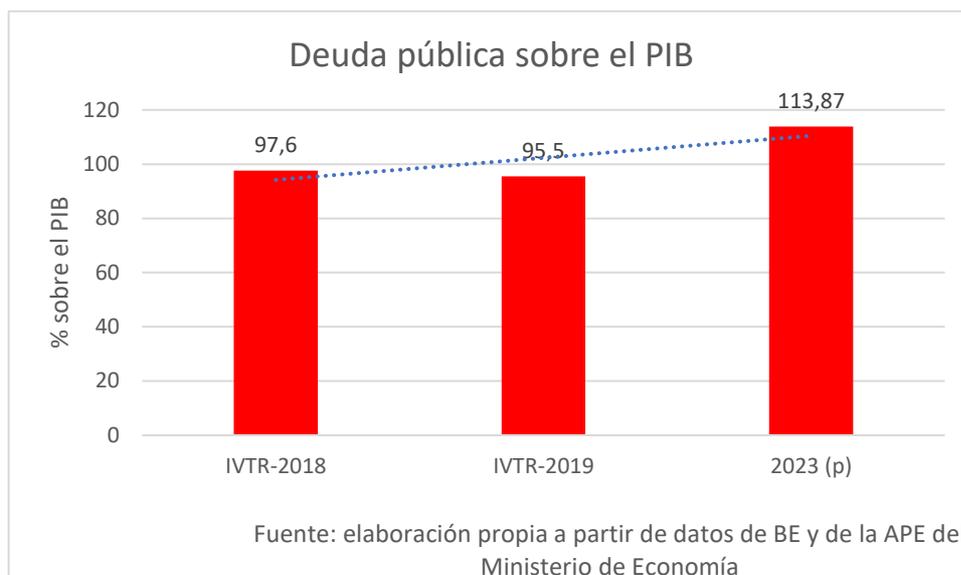
La deuda con esos más de 1,5 billones de euros supone el 113,1% del PIB español sobre la estimación de crecimiento de PIB nominal del plan presupuestario 2023 que el Gobierno envió a la UE), aunque con la importante revisión del PIB por parte del INE se

suavizará algo más, que es del 112,34% si se emplea el PIB agregado de los últimos cuatro trimestres publicados por el INE.



14

Aunque es obvio que el efecto del denominador derivado del crecimiento del PIB mitiga el cociente, como vemos, seguirá siendo muy elevado porcentualmente y, lo que es más preocupante, creciente en valores absolutos. La cifra de cierre prevista para 2023 por el propio Gobierno es del 113,87% (algo superior a la acumulada hasta ahora con datos de julio).



Así, en **la economía española sigue aumentando** de manera importante **el gasto** y, pese a la revisión de la contabilidad nacional, **se mantiene en el grupo rezagado de la recuperación de la UE, muestra del menor poder adquisitivo de los agentes económicos.**

15

Es más, la mejora en las revisiones puede ser temporal de materializarse los innumerables riesgos que existen sobre la economía, donde la actividad del sector servicios disminuye y la de la industria cae con fuerza, disminuyendo ambas sobre los registros del mismo período del año pasado.

#### Previsiones del Banco Central Europeo (BCE)

En cuanto a las predicciones económicas, el BCE ha publicado su encuesta de previsiones del IIIIR-2023 para la zona euro, donde recoge las opiniones y previsiones de un conjunto de instituciones que realizan predicción económica, calculando un consenso de estas y comparando con las estimaciones del servicio de estudios del BCE.

De esa manera, podemos observar que el BCE rebaja las previsiones para 2024 y 2025, pese a mantener sin cambios la de 2023. No obstante, siguen siendo muy volátiles y cambiantes. De ellas, se desprenden las siguientes conclusiones:

Baja la previsión de inflación en 2023 del 5,9% que estimó en el ITR-2023 al 5,6% del IITR-2023 y al 5,5% en el IIITR-2023. No obstante, sube respecto a la propia previsión del servicio de estudios del BCE (5,3%). Para 2024 y 2025 la encuesta estima 2,7% y 2,2%, respectivamente, elevando la previsión en una décima para cada ejercicio respecto de sus previsiones de inflación para dichos años emitidas en el IITR-2023.

**Ahora bien, sube una extensión de la subyacente para 2023** (una clasificación algo distinta que excluye energía y alimentos, pero también alcohol y tabaco), del 4,4% estimado en el ITR-2023 al 4,9% en el IITR-2023 y al 5,1% en el IIITR-2023 que estima ahora la encuesta, que da muestra de la resistencia a la baja de la parte más estructural de

la inflación, que augura que el BCE, aunque dejase de subir los tipos de interés, tendrá que mantener una política monetaria contractiva durante un tiempo relativamente largo.

También es más alto que la previsión del servicio de estudios del BCE, que la sitúa en el 4,6%. Para 2024 y 2025, la encuesta estima 2,8% y 2,3%, respectivamente.

Para 2023, la encuesta mantiene la previsión de crecimiento de la zona euro la en el 0,6% estimado en el IITR-2023, cuando la elevó desde la previsión del 0,2% realizada en el ITR, pero sigue por debajo de la previsión del servicio de estudios del BCE (1%). Para 2024 y 2025, la encuesta estima un crecimiento del 1,1% y 1,5%, respectivamente, rebajando una décima respecto de las previsiones del IITR-2023, inferiores a los estimados en el ITR y por debajo de lo estimado por el servicio de estudios del BCE.

La tasa de paro la baja la encuesta al 6,6% en 2023, desde el 7% estimado en el ITR y el 6,8% del IITR, en línea con el 6,6% estimado por el servicio de estudios del BCE. No obstante, y como se puede comprobar en Eurostat, las horas trabajadas son menos que antes de la pandemia, con lo que el empleo que se está creando es, en realidad, especialmente en España, un reparto de este. Para 2024 y 2025, la encuesta estima un 6,7% en ambos ejercicios, que, aunque son previsiones algo mejores que las emitidas en

el IITR, suponen empeorar la previsión de 2024 y 2025 sobre la de 2023 y muestran que la economía europea se estancará, al hacerlo, como consecuencia de ello, el empleo.

**No hay elementos que puedan argumentar un cambio de política monetaria del BCE hacia una menor restricción**, pero su mensaje de septiembre, aunque reafirma su lucha contra la inflación y ésta se mantiene resistente, sobre todo la subyacente, deja entrever que dependerá de la evolución económica, especialmente tras la caída de la demanda de crédito, aunque el único objetivo, recordémoslo, del BCE, es velar por la estabilidad de precios.

No obstante, un miembro destacado del consejo de gobernadores del BCE, como es el gobernador del Banco de España, ha deslizado públicamente la idea de que no serán necesarias más subidas si se mantiene este nivel del 4,50% durante un tiempo largo.

Hay que recordar que el retardo de la política monetaria suele ser de entre 12 y 18 meses, en ocasiones 24 meses, y que como el retardo interno fue mayor, puede que este retardo externo también lo sea. Es algo que, quizás, no esté siendo tenido en cuenta de manera completa en muchas de las previsiones económicas emitidas.

Por tanto, la merma de liquidez en la economía habrá de notarse con mayor intensidad en todo 2024, donde la economía crecerá menos debido a ello.

	Survey horizon			
	2023	2024	2025	Longer term <sup>1)</sup>
<b>HICP inflation</b>				
Q3 2023 SPF	5.5	2.7	2.2	2.1
Previous SPF (Q2 2023)	5.6	2.6	2.2	2.1
Eurosystem staff macroeconomic projections (June 2023)	5.4	3.0	2.2	-
Consensus Economics (July 2023)	5.4	2.4	2.0	2.1
<b>Memo: HICP inflation excluding energy, food, alcohol and tobacco</b>				
Q3 2023 SPF	5.1	3.1	2.3	2.1
Previous SPF (Q2 2023)	4.9	2.8	2.3	2.0
Eurosystem staff macroeconomic projections (June 2023)	5.1	3.0	2.3	-
Consensus Economics (July 2023)	5.0	2.8	-	-
<b>Real GDP growth</b>				
Q3 2023 SPF	0.6	1.1	1.5	1.3
Previous SPF (Q2 2023)	0.6	1.2	1.6	1.4
Eurosystem staff macroeconomic projections (June 2023)	0.9	1.5	1.6	-
Consensus Economics (July 2023)	0.5	0.9	1.4	1.3
<b>Unemployment rate<sup>2)</sup></b>				
Q3 2023 SPF	6.6	6.7	6.7	6.5
Previous SPF (Q2 2023)	6.8	6.8	6.6	6.5
Eurosystem staff macroeconomic projections (June 2023)	6.5	6.4	6.3	-
Consensus Economics (July 2023)	6.6	6.8	-	-

Fuente: BCE

Como decimos, el BCE sigue subiendo los tipos de interés al mostrarse la inflación resistente a la baja, especialmente la subyacente. Aunque puede que las subidas vayan siendo más suaves, como esta última, de momento no parece que vaya a cambiar la

orientación de su política monetaria, con lo que las condiciones de endurecimiento de la financiación seguirán profundizándose. Adicionalmente, el BCE debería ir reduciendo su balance.

Así, el BCE ha publicado su *Bank Lending Survey (BLS)*, que no es más que una encuesta realizada entre entidades financieras de la eurozona acerca de la evolución de préstamos y créditos.

Los resultados que de ella se desprenden son concluyentes. Por ejemplo, en el ITR-2023 se alcanzaron las condiciones de crédito más duras desde la crisis de deuda en el año 2011, que han continuado en el IITR-2023, aunque algo atenuadas, pero más por efecto estadístico base que por mejora, pues sigue retrayéndose el mercado de crédito. El empeoramiento de expectativas por el incremento del precio del crudo, la persistencia de la inflación en la eurozona y un mayor tiempo esperado de política monetaria contractiva contribuyen al empeoramiento de la demanda de crédito.

Así, los bancos comunicaron una caída de la demanda de crédito sumamente importante en todos y cada uno de los países grandes de la zona euro, junto con un endurecimiento de las condiciones. De esa manera, al incrementarse la dureza de las condiciones la oferta se reduce también.

Por ejemplo, **la demanda de crédito para compra de vivienda cae otro 47% en la zona euro en el IITR-2023**, después de caer un 74% y un 72% en el IVTR-2022 y en el ITR-2023, respectivamente. Es decir, se desacelera la caída, pero por efecto base, no porque mejore, sino que continúa empeorando. En España, cae un 60% tras caer un 20% y un 90% en los dos trimestres previos.

Country	Enterprises						House purchase						Consumer credit					
	Credit standards			Demand			Credit standards			Demand			Credit standards			Demand		
	Q1 23	Q2 23	Avg	Q1 23	Q2 23	Avg	Q1 23	Q2 23	Avg	Q1 23	Q2 23	Avg	Q1 23	Q2 23	Avg	Q1 23	Q2 23	Avg
<b>Euro area</b>	27	14	9	-38	-42	0	19	8	6	-72	-47	2	10	18	5	-19	-12	0
<b>Germany</b>	16	10	4	-26	-32	6	11	11	3	-75	-32	6	14	14	1	-46	-14	7
<b>Spain</b>	17	8	9	-42	-42	-5	20	10	14	-90	-60	-9	33	25	10	-42	-17	-8
<b>France</b>	50	25	6	-33	-50	-3	20	20	4	-80	-70	4	0	36	-1	0	-21	-1
<b>Italy</b>	36	18	12	-36	-73	6	9	0	1	-45	-64	11	0	0	4	-8	-8	10

Fuente: BCE.

Así, para las empresas en la zona euro, se produce un endurecimiento de las condiciones, con un incremento del 14% entre los bancos que comunican dicho endurecimiento en el IITR-2023, viniendo de un 27% en el trimestre anterior. En lo referente a la demanda de crédito, con reducciones de un 42%, viniendo de una caída anterior del 38%.

Endurecimiento que en España es algo menor (8%) pero con una similar caída de la demanda de crédito empresarial (42%), pero desde un nivel más duro anterior, que denota una peor marcha de la economía nacional, pues ante un menor endurecimiento cae, sin embargo, más la demanda de crédito.

Si analizamos los préstamos hipotecarios, el endurecimiento de la media de la eurozona es de un 8%, similar al de España (10%), pero la demanda de crédito vuelve a caer más en España que en la media de la eurozona: 60% en España frente al 47% en la eurozona.

En lo referente al crédito al consumo, se endurece en un 10% en la zona euro, frente al 33% en España, y la demanda de crédito cae un 19% en la zona euro y un 42% en España.

Todo ello, confirma lo ya apuntado anteriormente: que la economía, en general en la eurozona, se está frenando, cada vez con más intensidad, con el efecto que provoca la restricción monetaria en el encarecimiento de la financiación, y las peores expectativas que endurecen las condiciones, por aumento de riesgo, y disminuyen la demanda de crédito, por prudencia de los potenciales prestatarios. Dicha percepción de un mayor riesgo es la variable fundamental también para el endurecimiento de condiciones por parte de los prestamistas, especialmente a las empresas.

**Se observa así cómo el encarecimiento de la financiación supone el mayor freno a la demanda de crédito empresarial, afectando a España más que a la media europea.**

**Table 1**

Factors contributing to changes in credit standards for loans or credit lines to enterprises

(net percentages of banks)

Country	Cost of funds and balance sheet constraints		Pressure from competition		Perception of risk		Banks' risk tolerance	
	Q1 2023	Q2 2023	Q1 2023	Q2 2023	Q1 2023	Q2 2023	Q1 2023	Q2 2023
Euro area	5	4	0	0	16	13	9	7
Germany	1	0	0	0	9	3	0	6
Spain	6	6	0	0	11	8	8	8
France	11	11	0	0	17	19	17	8
Italy	6	0	0	0	24	21	18	9

Note: See the notes to Chart 1.

Fuente: BCE

Por eso, hay que ser especialmente cautos en cuanto a la financiación, que se mantiene resistente al alza y que puede hacer que se prolongue la restricción monetaria.

21

Dicha política monetaria restrictiva, que en el informe anterior parecía que podía tener su punto culminante a lo largo de 2024, ya que para finales de dicho año los precios se habrán moderado de manera importante en su crecimiento -por efecto estadístico interanual- y a partir de entonces el BCE podrá ir suavizando los tipos oficiales, que deberá realizar de manera artificial mientras sigue reduciendo su balance -igual que ahora los está subiendo sin reducir mucha masa monetaria, más allá de los 15.000 millones mensuales que iba a empezar a drenar en marzo de este año-, podría anticiparse a finales de 2023, tras las manifestaciones del BCE donde puede que frene en el 4,5% a cambio de mantener más tiempo la política monetaria restrictiva.

Sin embargo, no es descartable que si la inflación sigue persistiendo en niveles altos -y el aumento del precio de los carburantes empuja a ello-, la subida de tipos pueda continuar algo más. **Hay que tener en cuenta que pese a la revisión al alza del crecimiento español que han llevado a cabo distintos organismos, sigue siendo un crecimiento débil y basado en el gasto público, y va acompañado de un empeoramiento de las previsiones para 2024, que muestra que la desaceleración económica sigue presente.**



Como se señalaba en el anterior informe, si la economía se encuentra sostenida, en gran parte, por el gasto, la disminución del crecimiento económico es altamente probable.

Ese impulso se basa -además de en el gasto público de los fondos de recuperación, ya comentado antes- en el sector del turismo, que, no lo olvidemos, depende de la renta exterior. Si un buen número de los países que suministran turistas a España ven caer su crecimiento, con Alemania en recesión, que puede hacer disminuir la llegada de turistas y, con ello, el crecimiento estimado para España.

### Previsiones de la Comisión Europea

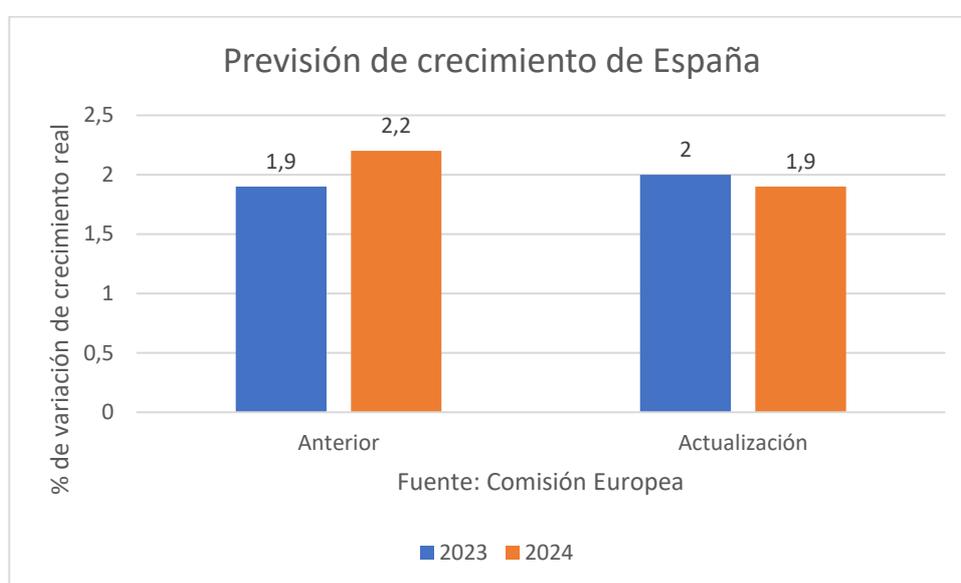
La Comisión Europea ha actualizado sus previsiones de verano para 2023 y 2024 en cuanto al crecimiento y la inflación para los seis grandes países miembros y para el conjunto agregado de la UE y de la eurozona. En esa actualización, Bruselas rebaja el crecimiento de la zona euro en tres décimas, pasando del 1,1% al 0,8%, estimando una rebaja de otras tres décimas para 2024, al pasar su estimación de la eurozona del 1,6% al 1,3%.

La debilidad de la demanda interna en la eurozona, con un consumo muy débil en un entorno de elevada inflación lastra la economía europea, que no termina de recobrar el dinamismo, sino más bien todo lo contrario. Esa rebaja de previsiones se ve claramente impulsada por el retroceso de Alemania, inmersa en recesión, para la que estima una **caída del 0,4%, con Francia creciendo un 1% e Italia un 0,9%. Por debajo de la media se sitúan tanto Polonia como Países Bajos, con un 0,5%**. En cuanto a España, la revisión de la Comisión eleva su perspectiva de crecimiento de 2023, lo cual siempre

es una buena noticia, y lo hace tres décimas, hasta el 2,2%, con una inflación media prevista del 3,6%.

Sobre el papel, parece algo esperanzador, pero, realmente, tras ello sigue existiendo una economía frágil y sumamente dependiente del gasto público a la hora de mantener el crecimiento económico.

Así, **la Comisión Europea revisa al alza el crecimiento español por su mejor comportamiento en la primera parte del año**, pero la ralentización, como muestran todos los indicadores parciales, es una realidad. De hecho, la previsión de crecimiento español para 2024 la rebaja una décima, hasta el 1,9%.



23

Más allá de esas décimas, lo preocupante es que el crecimiento español de los últimos dos años ha estado asentado sobre la base de un gran comportamiento del sector exterior, que ha realizado una importante aportación positiva al crecimiento económico nacional.

El positivo dinamismo de nuestras exportaciones sobre las importaciones en los últimos años -que ya hemos visto en los últimos datos de contabilidad nacional trimestral que parece que toca a su fin- y las buenísimas cifras de turismo extranjero recibido han contribuido, junto al efecto rebote al venir de unos niveles más bajos de crecimiento que nuestros socios comunitarios, a impulsar el PIB español.

Sin embargo, **con Alemania en recesión, Francia e Italia languideciendo y la economía de la eurozona en su conjunto en una situación de muy escaso crecimiento,**



esa aportación positiva del sector exterior al PIB español va a resentirse de manera importante.

Si el consumo en el conjunto de la UE y de la eurozona disminuye, lo van a hacer también las compras que los distintos integrantes de la UE hagan al resto de sus socios. Es decir, sus importaciones caerán también, que son las exportaciones de los vendedores. Por tanto, si las importaciones alemanas de productos españoles caen, nuestras exportaciones a Alemania, lógicamente, al ser el espejo de sus importaciones con nosotros, desciende también. Lo mismo sucede con las que tengamos con Francia, Italia y el conjunto de la zona euro.

Eso, junto con una posible disminución del número de turistas extranjeros recibidos en el futuro o de su gasto a realizar en España puede conformar una reducción importante de la aportación exterior al crecimiento y hacer que nuestro PIB pierda todavía más dinamismo del anunciado.

Adicionalmente, y aunque la inflación prevista para España se encuentra en el 3,6% -en gran parte, por el efecto de las subvenciones en algunos productos, como la energía, y en grandísima parte por efecto base, al haberse iniciado antes aquí las tensiones inflacionistas-, la inflación media de la eurozona se prevé del 5,6% para 2023, que, aunque mejora dos décimas, sigue siendo muy elevada, al tiempo que la eleva otra décima para 2024, hasta el 2,9%.

Y es esta resistencia de la inflación de la eurozona la que constituye otro elemento que, indirectamente, puede afectar muy negativamente a la economía española, por el mantenimiento, durante mayor tiempo, de una política monetaria restrictiva, como ya hemos comentado anteriormente.

#### Previsiones del Banco de España

De hecho, el Banco de España alerta de una subida de la inflación en 2024 -incluso ya a finales de 2023, que le lleva a elevar su previsión de inflación para este año-, al retirarse las subvenciones energéticas y por la persistencia de elementos que limitan la bajada de

precios. La imagen que dibuja de la economía europea y española es también de desaceleración y repunte inflacionista en nuestro país.

El Banco de España ha publicado su informe trimestral en el que recoge las proyecciones macroeconómicas de la economía española, correspondiente al boletín económico de la entidad en el tercer trimestre.

Representa a la economía europea, incluida la española, con crecimiento débil, inflación alta, desequilibrios estructurales importantes y una evolución que repunta tímida y transitoriamente cada cierto trimestre, pero con una tendencia de estancamiento importante. Todo podría terminar por desembocar en un período de estanflación en la zona euro, con alguna probabilidad creciente.

**Así, los datos publicados por el Banco de España confirman la moderación de la actividad económica global durante los últimos meses**, especialmente el sector industrial, mientras que el sector servicios es todavía el que sujeta, en cierta medida, la actividad económica, con el componente nocivo de una dinámica importante en la subida de los costes salariales en dicho sector, base principal de sus costes, que impulsa sus precios al alza y contribuye al enquistamiento de la inflación.

Esta mayor actividad del sector servicios tiene su principal soporte en la hostelería y el turismo, tan importantes en España, especialmente en la temporada de verano, que hacen que la economía española se comporte mejor que la media de la eurozona, elemento que se produce también por la buena aportación que hubo hasta el primer trimestre del sector exterior, que ya ha cambiado su comportamiento, y por el efecto base que supone venir de unos niveles de crecimiento inferiores a los de la UE, pese a la reciente revisión, extraordinariamente al alza, del PIB que ha llevado a cabo el INE.

**Unido al mayor crecimiento económico en España, la inflación también ha repuntado en nuestro país en los meses de verano, donde los precios de la energía y el aumento de costes en el sector servicios**, que tiene su traslado a los precios, han apuntalado dicho incremento. Alza en los precios que el propio Banco de España considera que podrá incrementarse en 2024 al cesar toda subvención a los carburantes y productos energéticos.

Con todo, la desaceleración que se espera para el tercer trimestre será todavía mucho mayor en el cuarto trimestre, debido al agotamiento de la contribución positiva del sector

exterior y al endurecimiento de la política monetaria. Todo ello, hace prever un inicio de 2024 más débil, aunque el Banco de España considera que en dicho ejercicio empezará a recuperarse la actividad desde comienzos de año.

Sin embargo, parece complicado que con una política monetaria que suele tener un retardo externo de entre doce y dieciocho meses y que, debido al mayor retardo interno que hubo, puede ser algo mayor, el efecto de la política monetaria restrictiva es ahora cuando empieza a notarse, que habrá de prolongarse a lo largo de todo 2024.

De esa manera, y con una pérdida de poder adquisitivo importante como consecuencia de la inflación, más un drenaje de liquidez importante para el consumo y la inversión, debido al encarecimiento de la financiación, no parece que dichos consumo e inversión puedan llegar a tener un comportamiento mucho más notable en cuanto a su recuperación.

De la misma manera, el sector exterior es probable que incremente su contribución negativa -o, al menos, que empeore la contribución positiva, de darse-, ya que la renta disponible en nuestros principales socios disminuirá, como, por ejemplo, en Alemania, inmersa en recesión.

Para concluir, el propio Banco de España ve riesgos a la baja para el crecimiento y estables para la inflación sobre su escenario central, de manera que, de materializarse dichos riesgos, seguiremos con una inflación alta y un crecimiento todavía más débil.



Esquema 1

	2023	2024	2025
PIB	2,3 % =	1,8 % ↓ 0,4 pp	2,0 % ↓ 0,1 pp
Inflación	3,6 % ↑ 0,4 pp	4,3 % ↑ 0,7 pp	1,8 % =

FUENTE: Banco de España.

Todo marca un camino de deterioro y riesgo de la economía por diversos motivos:

En primer lugar, por una mayor reducción del consumo extranjero ya comentado anteriormente. En segundo lugar, porque las decisiones de política monetaria del BCE se toman en función de las necesidades de la media de la eurozona, y con esas previsiones de inflación persistente no podrá frenar su política monetaria restrictiva, hecho que encarecerá más la financiación y, por tanto, drenará más recursos para el consumo y la inversión y encarecerá el propio acceso a nueva financiación, con lo que la actividad económica se resentirá.

Además, como el crecimiento español se ha sostenido muy artificialmente con el gasto público ingente de este último quinquenio, cuando en 2024 se retome el cumplimiento de los objetivos de estabilidad, el impacto en la economía nacional puede ser mayor que en la de los países de nuestro entorno.

Todo ello, en medio de muchas incertidumbres de la economía europea, señaladas por el comisario Gentiloni, que pueden hacer que la situación del conjunto de la UE y de la eurozona empeoren y, con ello, también de la de España.

La AIREF destaca, asimismo, que el elevado endeudamiento deja en una situación de fragilidad a la economía española ante posibles adversidades que pudieran producirse, al perder capacidad de respuesta.

Por todo lo anterior, la perspectiva sigue sin ser buena, tal y como se reflejaba en el informe anterior, incluso con previsiones algo más deterioradas: crecimiento económico productivo débil y deteriorándose, apoyado en el gasto público, que habrá de reducirse en cuanto retornen las reglas fiscales en 2024, sin reformas estructurales que impulsen la economía productiva, un mercado laboral que reparte el empleo, pero que no lo crea, y una inflación resistente a la baja, que hará que se prolongue la política monetaria restrictiva, dibujan un panorama volátil e incierto, que puede llevarnos a un escenario de estanflación a nivel europeo, que, de confirmarse, se agravaría en los países con mayores desequilibrios estructurales, como es el caso de la economía española.

### 3. Escenarios de previsiones de crecimiento económico del Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria

El Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria emite sus primeras previsiones de crecimiento económico basadas en distintos escenarios, planteados sobre diferentes hipótesis cuya materialización o no llevarían a uno u otro escenario.

Durante los últimos años -ya muchos-, ha habido una combinación, tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido y la Unión Europea, de políticas fiscales y monetarias tremendamente expansivas.

Esto ha provocado que, vía política fiscal, se haya producido un intervencionismo intenso en toda la actividad económica, que ha acabado con buena parte de la actividad económica productiva, sustituyéndola por la acción del gasto público.

Esto ha hecho que la economía se encuentre anestesiada por esta ingente cantidad de gasto público desplegado, de manera que, en gran parte, ha provocado una mutación de unas economías sostenibles por sí mismas, mediante la generación de actividad económica abundante y empleo, a ser unas economías sostenidas por el gasto público.

Junto a ello, y como sostén de dicho gasto público que ha generado una deuda enorme, se encuentra las políticas de estímulos monetarios (*quantitative easing*) llevadas a cabo por los bancos centrales, especialmente la Reserva Federal y el Banco Central Europeo,



que han financiado dicha política fiscal, con una compra de bonos a cambio de la introducción de estas grandes cantidades de liquidez.

Esa expansión monetaria sin precedentes durante más de una década, acrecentada durante el coronavirus, ha permitido, tanto por financiar el gasto público como por los efectos directos en los precios de la inyección de liquidez:

1. La expansión del gasto público, asentándolo como estructural.
2. Con ello, la generación y agravamiento de los desequilibrios estructurales.
3. El aumento del esfuerzo fiscal de los agentes económicos, para cubrir el aumento de gasto.
4. La generación de una enorme deuda que deja sin margen de maniobra a cualquier política contracíclica, que ha provocado, asimismo
5. El aumento de la inflación de manera desorbitada, cuya tardía reacción por parte de los bancos centrales ha enroscado en el sistema y está haciendo que su retardo externo sea mayor por haberlo sido previamente su retardo interno.

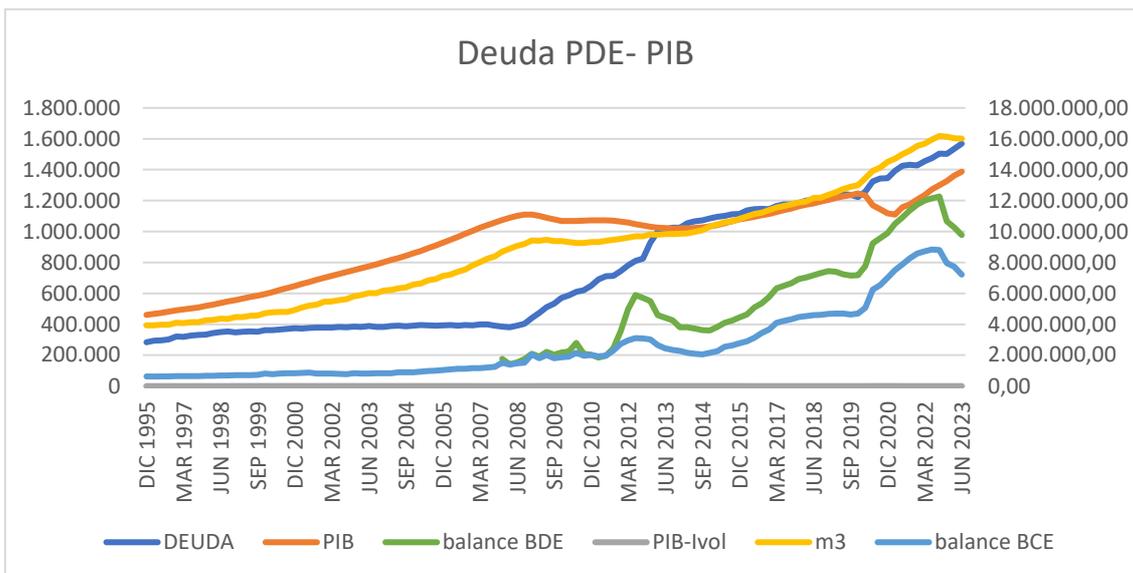
29

Debido a dichos desequilibrios, la economía se encuentra en una situación muy frágil ante cualquier turbulencia que pueda aparecer, sin haber logrado asentar un crecimiento estable, sino rebotes muy volátiles, que no han logrado asentar un verdadero crecimiento económico.

Por ello, una vez anulada en gran parte la capacidad económica productiva privada, al haberla sustituido por una intromisión como nunca se había visto del sector público en la economía, el sostén público es lo que la mantiene ficticiamente a flote.

### **Factores que influyen en el crecimiento económico español**





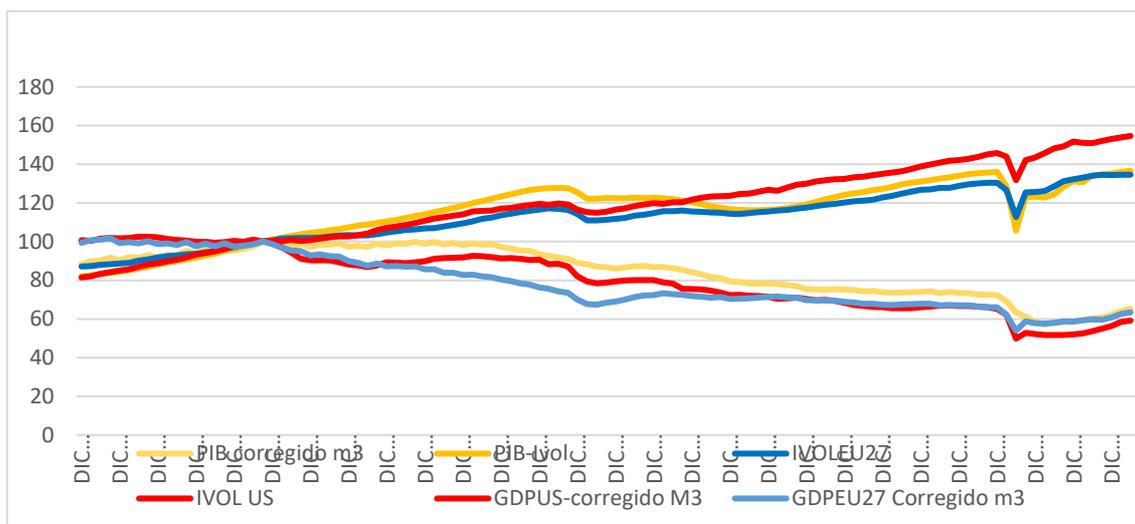
Fuente: elaboración propia del Observatorio Económico de la UFV a partir de las fuentes oficiales

Por tanto, en el momento en el que se retorne al cumplimiento de las reglas fiscales, previstas en la eurozona para el año 2024, habrá de contraerse la política fiscal, que hará que la actividad económica disminuya.

No se trata de considerar necesario ese gasto público para que la economía crezca, ni mucho menos, abrazando postulados keynesianos. Todo lo contrario: se trata de especificar que ese intervencionismo que ha mantenido anestesiada la economía, al impactar negativamente en la economía productiva privada, causará un gran deterioro en la economía, ya que es imposible mantener la ficción generada por mucho más tiempo, y como no se han llevado a cabo reformas estructurales que impulsen a la economía por sí misma, la habrán maniatado, condenándola a caídas de actividad o estancamiento.

De hecho, si se deflacta por la oferta monetaria medida por la M3, observamos cómo el crecimiento real de Estados Unidos, la UE y España es muy inferior al crecimiento del PIB en términos constantes, medido por los índices de volumen:

**Crecimiento real deflactado por la M3 de Estados Unidos, la UE y España**

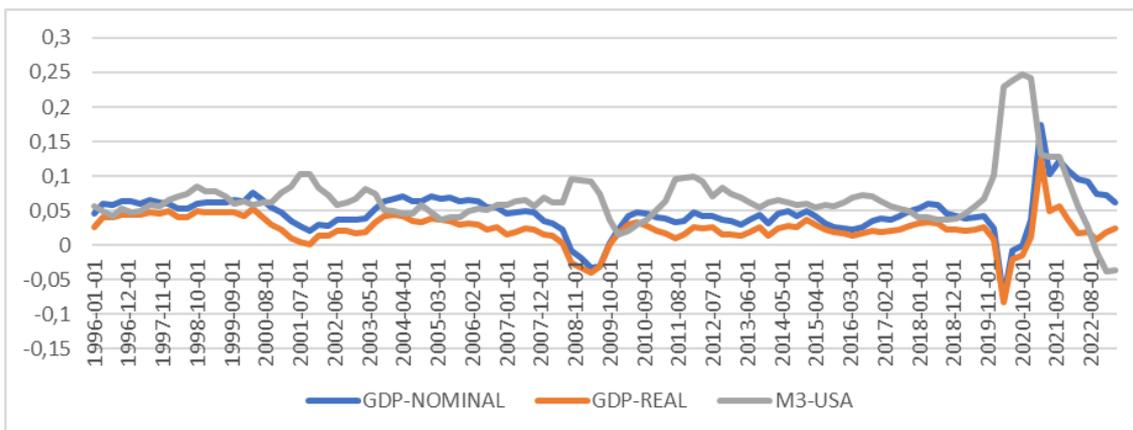


Fuente: elaboración propia del Observatorio Económico de la UFV a partir de las fuentes oficiales

Junto a ello, al haberse generado una elevada inflación por la expansión monetaria, la política monetaria restrictiva aplicada para combatirla contraerá la economía. Como sus efectos suelen tener un retardo de entre doce y dieciocho meses -quizás algo más en esta ocasión al haber sido más largo el retardo interno-, su impacto se dejará notar con más fuerza a lo largo de 2024, elemento que no se está considerando completamente en algunas previsiones realizadas, que se mueven en la estimación y reestimación en el corto plazo, sin considerar en toda su magnitud este posible impacto en toda la profundidad que puede llegar a tener. En esta actuación de los bancos centrales, debería producirse una disminución importante de su balance, que contribuiría a contraer la economía.

Bien es cierto que, una vez más, puede haber una prórroga del cumplimiento de las reglas fiscales o una modificación que haga su cumplimiento tan laxo que significase, realmente, seguir con ellas suspendidas en la práctica. También, igualmente, los bancos centrales, en el caso europeo, el BCE, podrían frenar su política monetaria restrictiva y renunciar a reducir su balance. De hecho, desde hace varios años la expansión monetaria no ha desaparecido con intensidad en ningún momento del ciclo, y cuando la Reserva Federal la intensificó, motivó la crisis de diversos bancos regionales, que le llevaron a rectificar la tendencia, como podemos observar en el siguiente gráfico:

### Una economía intervenida



Fuente: elaboración propia del Observatorio Económico de la UFV a partir de las fuentes oficiales

Es probable que estas consideraciones sean las que se encuentren detrás de la mayoría de las estimaciones del consenso y del Gobierno.

	PIB	Consenso de analistas	Gobierno
2023			
2024		2,2	2,1
2025		1,8	2,3
<b>Demanda Final</b>			
<b>Consumo hogares</b>			
2023		0,6	2,1
2024		1,8	3
2025			
		Consenso de analistas	Gobierno
<b>Consumo público</b>			
2023		1,6	1,9
2024		1,4	0,9
2025			
		Consenso de analistas	Gobierno
<b>FBK</b>			
2023		2,5	0,9
2024		3,4	5
2025			
<b>Empleo</b>			
2023		1,9	2,1
2024		1,6	2,3
2025			
		Consenso de analistas	Gobierno
2023		1,9	2,1
2024		1,6	2,3
2025			

Fuente: panel de previsiones de la economía española septiembre 2023. FUNCAS

Si sucede esto, entonces es posible que se cumplan las estimaciones del consenso, pero el problema estructural se agravaría, generando un riesgo importantísimo sobre la economía para 2025-2026. De hecho, ello podría llegar a provocar que la generación de

una perturbación no contemplada nos llevase a un escenario de “cisne negro”, cuyas consecuencias económicas serían muy adversas.

En este sentido, el **Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria plantea diferentes escenarios, ordenados de menor a mayor probabilidad de cumplimiento de sus hipótesis**, que se corresponden con un orden que va de peor a mejor comportamiento económico, respectivamente. Sus diferencias se basan en la evolución de la inflación y las medidas que se adopten para su contención. En lo relativo al año 2023 no hay grandes diferencias, tampoco con el consenso, sino que éstas aparecen a partir de 2024, que es cuando los efectos económicos de la política económica cobrarán mayor intensidad.

### **Escenario 1. Muy pesimista**

- Niveles altos de inflación y continuación con las medidas de política monetaria restrictiva de tipos altos y reducción de balance sin que provoque un problema en el sistema financiero. Aplicación ortodoxa de las reglas fiscales.
- Impacto de la política monetaria restrictiva aplicada, con su mayor efecto retardado en 2024. Reducción del gasto para cumplir con la estabilidad presupuestaria.
- La caída del consumo, cercana a los dos puntos, así como la de la inversión, junto a un aumento del desempleo, con una destrucción de la ocupación de casi dos puntos, empujarían la caída de la economía.
- En este escenario, el crecimiento económico entraría en recesión en 2024, cayendo más de un punto, estancándose en 2025.

### **Escenario 2. Pesimista**

- Se mantienen niveles medio-altos de inflación, pero algo más bajos que en el escenario 1, que conlleva una ligera relajación de medidas de política monetaria, pero los balances de los bancos centrales mantienen su disminución y se reduce la liquidez del sistema.
- Por tanto, se produce alguna ligera rebaja de tipos (entre 25 y 50 puntos básicos), pero con reducción de balances.

- Las reglas fiscales se aplican de manera ortodoxa.
- Esto nos lleva a un crecimiento casi cero en 2024, con caída del consumo y de la inversión, que provoca destrucción de empleo.

### **Escenario 3. Neutro**

- Se logra contener la Inflación, de manera que se relaja de manera más clara la política monetaria restrictiva y no se produce una reducción de balances de los bancos centrales.
- No obstante, la economía se resiente debido al efecto que se produce en la financiación privada por empeoramiento de las condiciones financieras.
- Las reglas fiscales retornan, pero de una manera más flexible.
- El crecimiento económico no llega al punto en 2024, con el consumo de los hogares plano, ligera reducción de la inversión y mantenimiento del empleo.

### **Escenario 4. Neutro-Optimista**

- Escenario positivo de no *landing*, en el cual los bancos centrales mantienen los balances (no los reducen) y la economía sigue creciendo en base a ello, sin reformas, basado en el gasto público y la expansión monetaria.
- Se logra un control de la inflación y se ajustan las tasas de interés.
- Con ello, mejoran las expectativas económicas de los agentes económica, convirtiéndose en positivas, pese al traslado del endurecimiento de la financiación al sector privado.
- Las reglas fiscales se aplican de una forma completamente laxa, que no logra cortar el gasto público ni corregir suficientemente los desequilibrios.
- El crecimiento estaría más cercano a los del consenso, pero a la baja por contemplar un efecto más profundo de los efectos retardados de las medidas de política monetaria adoptada entre 2022 y 2023. De esa manera, el crecimiento de 2024 rondaría un punto porcentual, con aumento del consumo y del empleo.

## Escenarios de previsión económica del Observatorio Económico de la UFV

PIB	Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
2023	2,29	2,37	2,46	2,42	2,38
2024	-1,2	0,2	0,8	0,9	0,2
2025	0,4	0,9	1,5	1,6	1,1
Demanda Final	Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
Consumo hogares					
2023	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7
2024	-1,7	-0,3	0,2	0,3	-0,4
2025	-0,2	0,3	0,9	0,9	0,5
Consumo público					
2023	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
2024	2,8	2,5	2,3	2,3	2,5
2025	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3
FBK	Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
2023	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
2024	-1,8	-0,5	-0,1	0,1	-0,6
2025	-0,4	0,1	0,6	0,7	0,2
Empleo	Muy pesimista	Pesimista	Neutro	Neutro-optimista	Promedio
Empleo -SS					
2023	2,2	2,3	2,4	2,3	2,3
2024	-1,9	-0,3	0,4	0,6	-0,3
2025	0,0	0,6	1,2	1,3	0,8
Empleo -EPA					
2023	1,8	1,8	1,9	2,0	1,9
2024	0,0	0,6	0,9	1,2	0,7
2025	0,7	1,0	1,3	1,5	1,1

Fuente: Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria

En la medida en la que no se tomen decisiones que implique una vuelta a la ortodoxia fiscal y monetaria, se aplacen reformas estructurales y se desee apostar por la anestesia del gasto público en el corto plazo y la financiación sin límite del BCE, cobrará más probabilidad el hecho de que aparezca una perturbación grave no contemplada y se llegue a un modelo de “cisne negro” que repercutiría gravemente en la economía, con caídas muy importantes y duraderas. No es un escenario que contemplemos en estos momentos, pero su escasa probabilidad en estos momentos aumentaría si se persiste en continuar con la política económica actual sin ponerle solución.

Modelo Cisne negro	
Año	PIB
2023	2,1
2024	-3,1
2025	-2,5

Fuente: Observatorio Económico de la UFV

## 4. Conclusiones

El mercado laboral muestra una **mejor resistencia**, pero basado en haberse evitado una espiral precios-salarios y, sobre todo, en un reparto del empleo, no tanto a creación de este, pues el número de horas trabajadas se encuentra por debajo del previo a la pandemia.

Además, el empleo público ha crecido extraordinariamente en estos últimos cinco años y ha mantenido el nivel de empleo más allá del generado por el mercado.

**La inflación mantiene un nivel preocupante**, especialmente la subyacente, y hace que la pérdida de poder adquisitivo de los agentes económicos empobrezca a la economía española. Junto a ello, la necesaria política monetaria restrictiva que se está aplicando por parte del BCE, encarece la financiación y contribuye a un retraimiento de la actividad económica y del empleo.

El **retorno de las reglas fiscales en 2024 y el mantenimiento de la política monetaria restrictiva durante más tiempo del previsto**, junto con el empeoramiento de la actividad económica en muchos países de la UE, especialmente en Alemania, puede afectar de manera muy importante a la economía española, a través de un descenso de sus exportaciones y del turismo recibido, que han contribuido de manera importante al crecimiento de la economía española, al tiempo que el gasto debería reducirse para cumplir con las reglas fiscales. Adicionalmente, la pérdida de poder adquisitivo y el encarecimiento de la financiación, reduce la capacidad de los agentes económicos y apunta a un descenso del consumo de los hogares y de la inversión empresarial, que se intensifica por el empeoramiento de expectativas.

En este contexto de enorme dependencia de la economía del gasto público, que ha anulado al sector privado en gran parte, y que ha sido financiado por la expansión monetaria, el Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria emite sus previsiones económicas en forma de cuatro escenarios, que contemplan distintas hipótesis, ordenados

de menor a mayor probabilidad de cumplimiento de dichas hipótesis, que se corresponden con un orden que va de peor a mejor comportamiento económico, respectivamente. Sus diferencias se basan en la evolución de la inflación y las medidas que se adopten para su contención. **En lo relativo al año 2023 no hay grandes diferencias, tampoco con el consenso, sino que éstas aparecen a partir de 2024, que es cuando los efectos económicos de la política económica cobrarán mayor intensidad.** De esta forma, se mueve desde una caída cercana al 1% en el escenario muy pesimista, a un crecimiento cercano al 1%, más próximo al consenso de analistas, pero intensificando el efecto del retardo de la política monetaria.

Por último, y como escenario no contemplado, se considera que un **aplazamiento permanente del ajuste fiscal, una relajación de la política monetaria y una ausencia de reformas** podrían hacer cobrar una **mayor probabilidad a la aparición de una grave perturbación que llevase a un modelo de “cisne negro”, no contemplado en estos momentos por el Observatorio.**

37

---

El Observatorio Económico de la Universidad Francisco de Vitoria, centro que forma parte del Centro para el Bien Común Global, está conformado por economistas de alto nivel tales como: Pedro Schwartz, Francisco Cabrillo, Jaime García-Legaz, Gregorio Izquierdo, Fernando Merry del Val, Pedro Cortiñas y José María Rotellar, director de dicho observatorio.

El observatorio se reunirá cada tres meses y analizará la evolución de la economía y podrá emitir recomendaciones sobre las medidas a adoptar necesarias para la buena marcha de la economía. En los días posteriores a cada reunión trimestral, se publicará un informe con el análisis y recomendaciones tratados en la reunión de observatorio y también realizará análisis de medidas concretas siempre que sea pertinente.

