

EDITORIAL

Editorial

La actividad económica mundial tendió a debilitarse en el último tramo de 2022, aunque en menor medida de lo esperado. Esta pérdida de dinamismo obedeció, fundamentalmente, a la persistencia de tasas de inflación elevadas y al consiguiente tensionamiento de las políticas monetarias y de las condiciones financieras globales. Sin embargo, la merma en el empuje de la actividad fue, en general, menos pronunciada de lo que anticipaban las previsiones de la mayor parte de los analistas. A este mayor grado de resistencia de la economía mundial habrían contribuido, entre otros factores, la relajación observada de los cuellos de botella en las cadenas productivas globales y las diversas medidas desplegadas por las autoridades públicas para mitigar los efectos del repunte inflacionista y de la crisis energética sobre las rentas y las decisiones de consumo e inversión de los agentes privados.

Además, sobre todo en el caso de Europa, los desarrollos favorables en los mercados de materias primas energéticas —en particular, de gas— han ayudado a moderar la ralentización de la economía en los últimos meses. La subida del precio del gas y el deterioro de la seguridad del suministro de esta materia prima desempeñaron un papel muy importante en el empeoramiento de las perspectivas de la economía europea tras el inicio de la guerra de Ucrania. Sin embargo, en los últimos meses esta perturbación de oferta negativa ha revertido con una mayor intensidad de lo previsto. En particular, en gran parte como consecuencia de las medidas adoptadas para desincentivar su consumo y diversificar su suministro, y de las temperaturas suaves que se registraron en la primera parte del invierno, los precios de esta materia prima se han situado recientemente en niveles inferiores a los previos al estallido de la guerra y se han disipado sensiblemente los riesgos de que se produzcan cortes en su suministro en algunas de las principales economías europeas.

En los primeros meses de 2023, el contexto económico global parece estar dando muestras incipientes de mejoría. Los signos de resiliencia que la actividad económica mundial evidenció a finales de 2022, el cambio de tendencia que han experimentado múltiples indicadores de confianza y el hecho de que el abandono de la política de «COVID cero» en China solo parece haber tenido un impacto (negativo) relativamente transitorio sobre la economía de ese país han contribuido a que muchos analistas hayan revisado recientemente al alza sus previsiones de crecimiento tanto para el primer trimestre de 2023 como para el conjunto del ejercicio.

Asimismo, se aprecian algunas señales de relajación de las presiones inflacionistas, si bien estas han tendido a circunscribirse al componente energético de los precios. En efecto, con carácter general, tanto los alimentos como el componente subyacente continúan mostrando tasas de inflación elevadas que, en algunos casos, todavía mantienen una tendencia creciente.

Frente a estas dinámicas relativamente positivas, el desencadenamiento, tras la fecha de cierre de este Informe¹, de un episodio de fuertes tensiones financieras a escala global ha supuesto una nueva perturbación adversa, cuya magnitud y persistencia son muy inciertas.

En su origen, la aparición de estas turbulencias respondió al deterioro de la situación financiera de una entidad bancaria concreta en Estados Unidos, con una estructura de balance muy particular que la hacía especialmente vulnerable a aumentos en los tipos de interés. No obstante, la fragilidad de esta entidad ha generado dudas en los mercados de capital internacionales en cuanto a la solidez de otras entidades financieras. Todo ello en un contexto en el que, desde una perspectiva histórica, los tipos de interés han venido aumentando de forma muy intensa, rápida y sincronizada a escala global en los últimos trimestres. Como resultado de esas dudas, una gran mayoría de las entidades bancarias mundiales han experimentado, recientemente, un deterioro significativo en sus cotizaciones bursátiles y algunas de ellas —en Estados Unidos y en Suiza— han requerido medidas específicas de apoyo por parte de las autoridades. En estos momentos, no es posible precisar si, de cara al futuro más inmediato, estas tensiones financieras persistirán o si, por el contrario, se reducirán de forma paulatina. En cualquier caso, parece probable que la incertidumbre que se ha generado ejerza un cierto efecto adverso sobre el desarrollo de la actividad económica en los próximos trimestres y contribuya, asimismo, a debilitar la dinámica inflacionista.

En este contexto tan incierto, en su reunión del 16 de marzo, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió subir sus tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos, en línea con su determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2% a medio plazo. Además, el Consejo de Gobierno subrayó que el elevado nivel de incertidumbre —al que han contribuido las recientes tensiones financieras globales— refuerza la importancia de que sus decisiones futuras de política monetaria dependan de los nuevos flujos de información; en particular, de la evolución de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno del BCE recalcó que el sector bancario de la zona del euro tiene una elevada capacidad de resistencia y posiciones de capital y de liquidez sólidas. Además, anunció que vigilará estrechamente las tensiones en los mercados financieros y que está preparado para responder como resulte necesario a fin de mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en la zona del euro. El BCE cuenta con todos los instrumentos de política monetaria precisos para suministrar apoyo de liquidez al sistema financiero de la zona del euro si fuera necesario y preservar la transmisión fluida de la política monetaria.

La economía española habría mantenido, en el primer trimestre del año, un grado de dinamismo similar al que se observó en la segunda mitad de 2022. En el último trimestre del año pasado, el PIB avanzó un 0,2 %, en un contexto de notable debilitamiento de la demanda interna, que tuvo su reflejo, a su vez, en un retroceso de las importaciones. Al inicio de 2023, la evolución favorable de la afiliación a la Seguridad Social y la mejora de los indicadores de

1 Fecha de cierre del Informe: 2 de marzo.

confianza sugieren, entre otros factores, que el ritmo de avance del producto podría haberse incrementado ligeramente, hasta el 0,3 %. Ello sería coherente, no obstante, con la persistencia de un cierto grado de debilidad en las dinámicas macrofinancieras de nuestra economía, en línea con la información de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)². En particular, el gasto de los hogares y empresas españoles continúa viéndose limitado por dos importantes escollos: la persistencia de tasas de inflación elevadas y la subida de los tipos de interés.

La tasa de variación de los precios de consumo se ha moderado significativamente en España desde sus máximos del pasado verano, pero ello se ha debido casi exclusivamente al componente energético. De hecho, la moderación de los precios de la energía en nuestro país, que ha sido mayor que en otras economías europeas debido a las peculiaridades del mecanismo de fijación de precios de la electricidad en España, ha supuesto, recientemente, tasas interanuales negativas en este componente. Sin embargo, los precios de los alimentos —productos que constituyen una porción especialmente elevada de la cesta de consumo de los hogares de menor renta— han seguido acelerándose. Además, la moderación de la inflación subyacente ha sido, por el momento, muy modesta. Esta resistencia a la baja de la inflación en los bienes industriales no energéticos y en los servicios refleja, probablemente, el hecho de que la transmisión de las alzas pasadas de los costes de la energía a los precios finales está sometida a ciertos desfases —como también sugiere la EBAE— y, quizá, la posible existencia de asimetrías en la traslación de los descensos recientes de los costes energéticos en comparación con la de las alzas previas.

Las proyecciones macroeconómicas presentadas en el último apartado de este Informe —que terminaron de elaborarse a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros internacionales— contemplan un fortalecimiento gradual de la actividad económica en nuestro país en los próximos trimestres. Al incremento en el ritmo de avance del producto contribuirán, entre otros factores, la disminución prevista de las presiones inflacionistas, el fortalecimiento del contexto internacional —impulsado, en parte, por la reapertura de la economía china y por la relajación de los cuellos de botella en las cadenas de aprovisionamiento global— y la puesta en marcha de un volumen creciente de proyectos de inversión concebidos al amparo del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del programa *Next Generation EU*. En todo caso, en términos de tasas de crecimiento medio anual, el impacto favorable de estas dinámicas sobre la actividad será especialmente visible en 2024 y 2025 —cuando el PIB avanzará un 2,3 % y un 2,1 %, respectivamente—, mientras que en 2023 el PIB de la economía española crecerá un 1,6 %, avance sensiblemente por debajo del 5,5 % registrado en 2022 y que refleja la notable desaceleración que la actividad económica experimentó en nuestro país en la segunda mitad del pasado año.

Las proyecciones también contemplan una disminución gradual de las elevadas presiones inflacionistas actuales. En promedio anual, la tasa de inflación general se reducirá desde el

2 Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2023, 21. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletines/Revistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art21.pdf>

8,3% registrado en 2022 hasta el 3,7% en 2023, fundamentalmente como consecuencia de efectos base negativos en el componente energético y del abaratamiento esperado de las materias primas energéticas en los próximos meses —de acuerdo con las cotizaciones actuales en los mercados de futuros—. En 2024, sin embargo, la reducción en la tasa de inflación general será mucho más modesta, hasta el 3,6% —antes de descender nuevamente en el último año del horizonte de proyección hasta el 1,8%—, debido, en gran medida, a la aceleración del componente energético una vez que expiren las principales medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos de la crisis energética. Por su parte, la reducción de la tasa de inflación subyacente a lo largo del período de proyección se prevé más lenta que la de la inflación general. De hecho, esta tasa se elevará hasta el 3,9% en 2023 —desde el 3,8% observado en 2022—, antes de descender hasta el 2,2% en 2024 y el 1,8% en 2025.

En un contexto de incertidumbre muy elevada —que se ha visto incrementada por las recientes tensiones financieras globales—, los riesgos sobre estas proyecciones están orientados a la baja en términos de la actividad económica y aparecen equilibrados con respecto a la inflación. El principal riesgo, a la baja para la actividad y al alza para la inflación, continúa estando vinculado a los posibles desarrollos geopolíticos en la guerra de Ucrania, en la medida en que estos podrían dar lugar a nuevas perturbaciones de oferta negativas similares a las sufridas durante buena parte de 2022. Un riesgo que era ya relevante en la fecha de cierre de las proyecciones y que ha cobrado una importancia mayor en los días transcurridos desde entonces es la posibilidad de que se produzcan turbulencias adicionales en los mercados financieros, con efectos a la baja sobre actividad y precios, que tendrían lugar a través de un doble canal: un empeoramiento de la confianza de los agentes económicos y un tensionamiento de las condiciones financieras más intenso de lo anticipado ahora. Por otro lado, como se ha apuntado, una hipotética traslación más rápida de los descensos recientes del precio de la energía al resto de los precios de consumo —en España y en el resto del área del euro— favorecería una menor inflación y un mayor repunte de la demanda interna, al impulsar las rentas reales y reducir las necesidades de tensionamientos adicionales de la política monetaria. En sentido contrario, aunque se han atenuado los riesgos de que se agrave la persistencia del actual episodio inflacionista, no se puede descartar aún que se produzca un proceso de realimentación entre los crecimientos de los precios y los salarios. Finalmente, por lo que respecta al ámbito externo, son inciertos los efectos de la reapertura de la economía china sobre la actividad y la inflación a escala global.