

## EDITORIAL

## Editorial

**La actividad económica global se ha moderado en los últimos meses.** En el segundo trimestre, la desaceleración fue particularmente acusada en China, en un contexto de notable debilidad de su sector inmobiliario. Por el contrario, otras economías presentaron un mayor dinamismo. En particular, destacó Estados Unidos, donde la fortaleza de su mercado laboral permitió mantener el vigor de la demanda interna. En cuanto al tercer trimestre, la evidencia disponible sugiere una desaceleración adicional de la actividad mundial, con un patrón divergente, de nuevo, por áreas geográficas. Por sectores, las manufacturas siguen mostrando una considerable debilidad, especialmente en comparación con los servicios, si bien el mayor dinamismo de estos últimos ha tendido a atenuarse en los meses de verano.

**La economía del área del euro ha continuado experimentando una cierta atonía.** El PIB de la eurozona se estancó en el último trimestre de 2022 y únicamente avanzó un 0,1 % en cada uno de los dos primeros trimestres de 2023. Los indicadores PMI, disponibles hasta agosto, sugieren una intensificación de la debilidad de la actividad en los meses de verano. Al igual que ocurre a escala global, la evolución de la actividad ha sido particularmente desfavorable en las ramas manufactureras, cuyas perspectivas no son halagüeñas —a la luz del mal comportamiento de los pedidos— con el trasfondo de la moderación de la demanda exterior al área del euro y del tensionamiento de las condiciones financieras. Por su parte, los servicios han mostrado también señales de debilitamiento a lo largo del verano, acusando, probablemente, la propagación del escaso dinamismo de las ramas industriales y el posible agotamiento del impulso recibido por la demanda embalsada tras la pandemia.

**A pesar del endeble crecimiento del producto, el ritmo de creación de empleo en la eurozona ha sido relativamente robusto.** En efecto, frente al avance del PIB del 0,2 % en términos acumulados entre el último trimestre de 2022 y el segundo de 2023, el empleo ha aumentado casi un 1 %. Las razones para esta aparente discrepancia —que también se observa en otras economías mundiales— incluyen, posiblemente, el hecho de que la composición del crecimiento económico reciente haya estado sesgada hacia los servicios —más intensivos en mano de obra que la industria— y un cierto fenómeno de acaparamiento del empleo por parte de las empresas. Esto último respondería a un contexto en el que los mercados laborales se encuentran tensionados —como muestran los reducidos niveles de las tasas de paro y las elevadas cifras de vacantes no cubiertas—, lo que llevaría a las empresas a retener a los trabajadores ante desaceleraciones modestas y, en principio, transitorias de la actividad.

**Durante el verano, la inflación general en la Unión Económica y Monetaria se ha mantenido relativamente estable, si bien este comportamiento agregado enmascara dinámicas muy diferentes en sus principales componentes.** En los últimos meses, los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos han prolongado la desaceleración que vienen mostrando desde el inicio del año. Por su parte, aunque la inflación de los servicios flexionó en

agosto ligeramente a la baja —tras las alzas de los meses precedentes—, el ritmo de variación de este componente de los precios de consumo sigue siendo muy elevado. Todo ello, en un contexto en el que la demanda de servicios de ocio y hostelería está experimentando una notable fortaleza y la dinámica de los costes salariales —que en estas ramas tienen un peso muy elevado en la estructura de costes— apenas muestra indicios de ralentización. Por último, la inflación del componente energético sorprendió en agosto al alza, impulsada por el repunte del precio del petróleo, cuyo origen se sitúa en los recortes de oferta introducidos por algunos de los principales países productores.

**La actividad de la economía española ha dado también muestras de debilitamiento en los meses de verano.** Tras crecer un 0,4 % en el segundo trimestre, la información más reciente disponible sugiere un avance del PIB en el entorno del 0,3 % en el trimestre en curso. En esta dirección apuntan, en particular, los indicadores PMI, que han profundizado la senda descendente que iniciaron en primavera, y los resultados de la última Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), que señalan un debilitamiento de la facturación de las empresas en el tercer trimestre<sup>1</sup>. La afiliación a la Seguridad Social ha mostrado un comportamiento más sostenido en el período más reciente. No obstante, los crecimientos intermensuales del empleo en el segundo cuatrimestre del año han sido, por término medio, claramente inferiores a los del período de enero-abril.

**En todo caso, el PIB está mostrando un dinamismo comparativamente mayor en España que en otros países del área del euro.** Este comportamiento más favorable se explica, sobre todo, por las diferencias en la composición sectorial de la economía. En concreto, la mayor fortaleza reciente de la actividad en España estaría relacionada, en parte, con el mayor peso en nuestro país de los servicios vinculados a la hostelería y el turismo, que han seguido experimentando una demanda muy elevada durante el verano. En cambio, el peso de las ramas manufactureras —cuyo dinamismo está siendo, también en España, inferior al de los servicios— es comparativamente más reducido en la economía española. Además, dentro de estas ramas, aquellas más intensivas en energía —que son las que están evidenciando una mayor debilidad en los últimos trimestres— han venido presentando un mejor comportamiento relativo en España que en la UEM o, por ejemplo, que en Alemania. Por otra parte, el peso de China —economía que, como se ha señalado, está registrando una rápida desaceleración— dentro de los mercados de exportación de España es menor que en el caso del conjunto de la eurozona.

**En los meses de verano, la inflación general ha experimentado un cierto repunte en España.** En un contexto en el que la inflación de los alimentos y la de los bienes industriales no energéticos han continuado con su senda de desaceleración, el aumento de la inflación general en julio y agosto, en comparación con los meses de primavera, ha reflejado, principalmente, el incremento reciente de los precios de los combustibles y carburantes, así como distintos efectos base asociados a las dinámicas de los precios de la energía en el tercer trimestre de 2022. En cualquier caso, la tendencia a la baja de la inflación subyacente está siendo todavía modesta.

---

<sup>1</sup> Fernández Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 15. <https://doi.org/10.53479/33733>

**La información más reciente apunta a un pulso relativamente débil de la actividad en el último trimestre del año.** Ello sería consecuencia, entre otros factores, de la prolongación del escaso dinamismo del contexto exterior y de la continuación del proceso de transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los costes de las nuevas operaciones de crédito y a la carga financiera de los agentes endeudados.

**A partir del inicio de 2024 se espera que la actividad recobre un mayor vigor.** Esto resultaría de la recuperación del contexto exterior, de la mejora de las rentas reales de los hogares —con el trasfondo del descenso de la inflación en el transcurso del año— y de la prevista aceleración en el despliegue de los proyectos de inversión vinculados con el programa europeo *Next Generation EU*. Sin embargo, la ganancia de dinamismo de la economía se vería lastrada, en cierta medida, por la culminación de la traslación de la restricción monetaria a las condiciones financieras, la retirada progresiva de las medidas de apoyo desplegadas por las autoridades en el contexto de la crisis energética y la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad turística, una vez recuperados los niveles previos a la pandemia. En conjunto, tras avanzar un 2,3 % este año, las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España, presentadas en este Informe, apuntan a un crecimiento del PIB del 1,8 % en 2024 y del 2 % en 2025.

**En el corto plazo, la trayectoria del IAPC general en España vendrá determinada fundamentalmente por el componente energético.** El incremento reciente de los precios del petróleo, los efectos base alcistas derivados de la caída de los precios de los carburantes y combustibles en la parte final de 2022 y la expiración en 2024 de las medidas públicas desplegadas para mitigar las consecuencias de la crisis energética darán lugar a un repunte de la inflación general hasta mediados del próximo año. No obstante, se espera una desaceleración gradual de la inflación no energética. La desinflación proyectada sería el resultado, fundamentalmente, de la finalización de la traslación a los precios de consumo de las alzas pasadas de los costes de los insumos intermedios y de la actuación de la política monetaria. Ello, en un contexto en el que se asume, en línea con los desarrollos observados hasta la fecha, que no se producirán efectos de segunda vuelta significativos que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas. En términos de las tasas medias anuales, se prevé que la tasa de variación del IAPC repunte desde el 3,6 % en 2023 hasta el 4,3 % en 2024, y que se reduzca en 2025 hasta el 1,8 %.

**Los riesgos en torno al escenario central presentado en este Informe se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados con relación a la inflación.** Una fuente muy importante de incertidumbre son las dificultades para calibrar la magnitud de los efectos sobre la actividad y los precios del endurecimiento de la política monetaria llevado a cabo hasta la fecha, lo que podría conducir a escenarios de mayor debilidad de la actividad y de los precios o, por el contrario, de enquistamiento de las elevadas presiones inflacionistas actuales. Además, no se puede descartar que los desarrollos económicos globales presenten una evolución más desfavorable que la contemplada en el escenario central, lo que, en particular, podría estar relacionado con una desaceleración más pronunciada de la prevista en la economía china. Adicionalmente, el entorno geopolítico mundial presenta múltiples focos de inestabilidad, cuyo hipotético avivamiento podría conducir a un escenario de mayor inflación y peores perspectivas para la actividad económica.