

EDITORIAL

Editorial

En los últimos meses, la actividad económica mundial ha mostrado signos de estabilización y ha proseguido el proceso de desinflación a escala global, incluso algo más rápido de lo previsto en algunas regiones. En un contexto en el que aún persisten considerables fuentes de incertidumbre de naturaleza geopolítica, esta evolución macroeconómica favorable —que ha sido particularmente evidente en Estados Unidos— se habría visto beneficiada, en especial, por el vigor que continúan presentando los mercados de trabajo en las distintas economías y por la intensa corrección que siguen experimentando los precios de la energía.

De cara a los próximos trimestres, las perspectivas acerca del entorno económico y financiero global son relativamente positivas. Las previsiones de crecimiento mundial para 2024 se han revisado ligeramente al alza en los últimos meses, si bien contemplan tasas de avance que son modestas en términos históricos e incorporan una desaceleración gradual de la actividad en Estados Unidos y China. Por otra parte, se espera que continúe la senda de moderación de la inflación, que sería, no obstante, algo menos intensa que en los últimos trimestres. En este contexto, el endurecimiento acumulado de la política monetaria en respuesta al proceso inflacionario seguiría teniendo un coste relativamente limitado en términos de reducción del dinamismo de la actividad y del mercado laboral.

En línea con estas perspectivas, los mercados financieros internacionales descuentan que los bancos centrales de las principales economías avanzadas no tardarán en reducir sus tipos de interés oficiales, lo que se traduce en unas condiciones financieras más favorables. Las expectativas de los inversores en cuanto al momento y a la intensidad con la que se producirán estas bajadas de tipos van oscilando con el tiempo, en función, entre otros aspectos, de la nueva información macrofinanciera conocida y de la comunicación de los propios bancos centrales. En este sentido, a pesar de que en las últimas semanas las expectativas sobre la senda futura de los tipos de interés oficiales se han corregido ligeramente al alza, desde la fecha de cierre del ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre esta senda se ha desplazado a la baja.

Frente a estos desarrollos globales, el área del euro se mantiene como una de las regiones donde la debilidad de la actividad económica es más evidente y donde las perspectivas a corto y medio plazo contemplan una recuperación más contenida. La debilidad de la actividad económica y la moderación de la inflación en el área del euro en los últimos trimestres —más acusada de lo previsto— podrían apuntar a una transmisión de la política monetaria algo más intensa de lo esperado, pero también a efectos más duraderos —por ejemplo, a través de un deterioro de la competitividad internacional— de la crisis energética, a la que la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha estado más expuesta que otras regiones mundiales. En todo caso, el ejercicio de proyecciones del Banco Central Europeo de marzo contempla una senda de recuperación gradual de la actividad en el área del euro de cara a los próximos trimestres, si bien

con una intensidad ligeramente inferior a la prevista en diciembre. Esta recuperación se apoyaría, principalmente, en el consumo privado, favorecido por el incremento de la renta disponible real de los hogares en un contexto de crecimientos salariales y de descensos en la inflación.

En este contexto, la actividad económica en España —que venía registrando una mayor fortaleza que la de la UEM— ha mostrado, en el período más reciente, un dinamismo más elevado de lo inicialmente previsto. En efecto, a la luz del avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicado por el Instituto Nacional de Estadística el pasado mes de enero, en el cuarto trimestre de 2023 la economía española registró una aceleración inesperada, hasta situar su ritmo de crecimiento intertrimestral en el 0,6 %, frente al 0,3 % previsto por el Banco de España en diciembre. Además, en este avance también se revisaron ligeramente al alza las tasas de variación del PIB correspondientes al segundo y al tercer trimestre del año pasado.

No obstante, la composición del crecimiento observado a finales de 2023 deja entrever algunos elementos de debilidad, al tiempo que los indicadores coyunturales más recientes sugieren que el ritmo de avance del PIB se habría ralentizado ligeramente en el primer trimestre del presente año, hasta el 0,4 %. La información del avance de la CNTR apunta a que las principales sorpresas positivas en la evolución reciente de la actividad económica española estarían asociadas al dinamismo del consumo público y a la acumulación de inventarios. En cambio, la formación bruta de capital fijo y el consumo privado, que habitualmente constituyen los principales soportes de crecimiento estable para cualquier economía, habrían mostrado un comportamiento peor de lo esperado. Por otro lado, la productividad sigue registrando una notable debilidad, lo que podría actuar como un factor limitante del crecimiento económico a medio y largo plazo. Además, esta atonía de la productividad estaría contribuyendo, en parte, a un aumento de los costes laborales unitarios que podría redundar en una mayor persistencia de las presiones inflacionistas nacionales y en posibles pérdidas de competitividad internacional.

En todo caso, en comparación con las proyecciones de diciembre, el crecimiento del PIB en 2024 se revisa al alza en 0,3 puntos porcentuales (pp), hasta el 1,9 %, y se mantiene sin cambios en 2025 (1,9 %) y en 2026 (1,7 %). Los principales factores que están detrás de la revisión de la tasa media de avance del producto este año son los nuevos datos de la CNTR relativos a los últimos trimestres, los menores precios de la energía que se han observado en los últimos meses, unas perspectivas más favorables en cuanto a su evolución futura y la extensión parcial, no anticipada en las proyecciones de diciembre, de algunas de las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos del episodio inflacionista. Estos mismos factores —exceptuando el primero— son, a su vez, los principales determinantes de la revisión a la baja de la inflación general promedio que se proyecta para 2024, de 0,6 pp, hasta el 2,7 %. Todo ello en un contexto en el que se prevé que el proceso de moderación de la inflación siga avanzando en los próximos años, para alcanzar el 1,9 % en 2025 y el 1,7 % en 2026.

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 en relación con la inflación. Además de la incertidumbre procedente de las tensiones geopolíticas y de la cuantificación del impacto macroeconómico del endurecimiento acumulado de la política

monetaria, cabe resaltar, en el ámbito nacional, los riesgos que para el escenario central de las actuales proyecciones supone la reactivación de las reglas fiscales a escala europea. En particular, el cumplimiento de dichas reglas requerirá el diseño y la implementación de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que permita una corrección del déficit público estructural más acusada que la contemplada en estas proyecciones. Si bien el impacto económico de dicho plan de ajuste es incierto —y dependerá críticamente de cómo se diseñe—, su implementación acarrearía, previsiblemente, un menor grado de dinamismo de la actividad a lo largo del horizonte de proyección que el contemplado en este ejercicio de previsiones.

Esquema 1

	2024	2025	2026
PIB	1,9 % ↑ 0,3 pp	1,9 % =	1,7 % =
Inflación	2,7 % ↓ 0,6 pp	1,9 % ↓ 0,1 pp	1,7 % ↓ 0,2 pp

FUENTE: Banco de España.