

## Editorial

**La actividad económica global ha perdido dinamismo en los meses de verano.** Ello es consecuencia de una serie de factores adversos que interactúan entre sí. El repunte de la inflación mundial se ha intensificado hasta niveles inéditos en varias décadas, lo que está motivando una reacción contundente de los bancos centrales, que, a su vez, está dando lugar a un tensionamiento de las condiciones financieras. Además, una porción muy elevada de la aceleración de los precios de consumo está viniendo determinada, en la mayor parte de las jurisdicciones, por el incremento del coste de muchas materias primas importadas, lo que está comprimiendo el poder de compra de las rentas de hogares y de empresas no financieras. A su vez, el encarecimiento de numerosas materias primas se ha visto acrecentado por las consecuencias de la guerra en Ucrania, que, adicionalmente, ha alimentado la incertidumbre acerca de la seguridad del suministro energético en Europa, e incluso acerca de la posibilidad de que se produzca una escalada significativa de las tensiones geopolíticas globales.

**A partir de mediados de agosto se ha observado un tensionamiento de las condiciones financieras globales.** Al comienzo del verano, la percepción de que los bancos centrales pudieran optar, a la luz de la ralentización de la actividad, por moderar el ritmo de endurecimiento de las políticas monetarias llevó a un aumento del apetito por el riesgo, con alzas en los mercados bursátiles y una relajación de los tipos de interés. Pero, posteriormente, la reafirmación por las autoridades monetarias de la firmeza de su compromiso de lucha contra la inflación hizo que se revirtieran esas tendencias. Un rasgo relevante de los desarrollos observados en los mercados financieros globales está siendo la apreciación generalizada del dólar, desarrollo que puede tener implicaciones relevantes para otros países, como el reforzamiento del encarecimiento de las materias primas —dado que su comercio internacional suele denominarse en la moneda estadounidense— o el aumento de la carga financiera de los agentes endeudados en esa moneda —como es frecuente en muchas economías emergentes—.

**Europa está particularmente expuesta a algunos de los desarrollos adversos recientes.** La vulnerabilidad del continente europeo a la guerra en Ucrania se deriva de la proximidad geográfica al escenario bélico y, especialmente, de su dependencia de las materias primas importadas desde Rusia, y en concreto del gas, que es utilizado como fuente de energía primaria por hogares y empresas, y también en la producción de electricidad. La guerra ha supuesto alteraciones cada vez mayores en el suministro de este hidrocarburo fósil, a las que Europa está haciendo frente a través de varias vías complementarias, que incluyen la diversificación geográfica de las importaciones de aquel, la utilización de las limitadas posibilidades existentes en el corto plazo para su sustitución por otras fuentes de energía y la reducción del consumo, todo lo cual ha redundado en una elevada utilización de la capacidad de almacenamiento de gas. No obstante, las actuaciones desarrolladas hasta la fecha no garantizan plenamente la ausencia de interrupciones en el suministro durante el próximo invierno —especialmente, en algunos países

centroeuropeos—, que, en las circunstancias menos favorables, podrían tener efectos severos sobre la actividad<sup>1</sup>.

**El impacto de estos factores se ha traducido en una revisión a la baja, con carácter generalizado por áreas geográficas, de las previsiones de crecimiento económico.** La persistencia de tasas de inflación elevadas, el endurecimiento de las condiciones financieras y las prolongadas distorsiones de la oferta han conducido a un empeoramiento de las perspectivas de corto plazo. Más allá de los trimestres más inmediatos, la evolución económica depende crucialmente de los desarrollos de la guerra en Ucrania. Un eventual alivio de la incertidumbre generada por el conflicto debería dar pie a una mejora de la actividad, en un contexto en el que están empezando a aparecer algunas señales incipientes de que los cuellos de botella que han aquejado la producción y el transporte mundiales podrían estar comenzando a remitir y de que las presiones inflacionistas podrían estar alcanzando su pico, como indica un cierto abaratamiento de la mayor parte de las materias primas (tras haber alcanzado niveles de precios muy elevados).

**También en España se han multiplicado en los últimos meses las señales de pérdida de dinamismo de la actividad económica.** El levantamiento de la mayor parte de las restricciones frente a la pandemia, que ya había impulsado la actividad en el segundo trimestre, ha favorecido la continuación de la reactivación del turismo internacional en los meses de verano. Sin embargo, la afiliación a la Seguridad Social, cuyo vigor había sorprendido al alza durante la primera mitad del año, se desaceleró en el tercer trimestre. Además, el encarecimiento de la energía, que se ha ido extendiendo gradualmente a una proporción creciente de los bienes y los servicios de la cesta de consumo de los hogares, ha reducido el poder de compra de estos agentes, lo que se ha traducido en un debilitamiento de los indicadores que miden su gasto. Asimismo, el elevado coste de las materias primas energéticas y la inseguridad con respecto al suministro están afectando a la producción de las industrias más electrointensivas. En conjunto, esta disminución de rentas de la industria y de los hogares está conduciendo también a una reducción de la demanda de la producción del resto de las ramas. En todo caso, de acuerdo con la última edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE), el deterioro de su actividad percibido por las empresas en el tercer trimestre del año presenta una notable heterogeneidad por ramas, con una evolución más favorable en aquellas que se han visto beneficiadas en mayor medida por el fin de las restricciones asociadas a la pandemia, como la hostelería y el ocio<sup>2</sup>.

**Distintos factores presionarían a la baja las perspectivas en cuanto al ritmo de avance de la actividad económica en los próximos trimestres.** Además de la persistencia de la inflación, de la reducción de la confianza de los agentes y del mantenimiento de un elevado grado de incertidumbre —aspectos, todos ellos, muy influidos por las consecuencias de la crisis energética actual y del conflicto bélico en Ucrania—, es probable que el turismo receptor pierda cierto dinamismo una vez que se ha satisfecho el grueso de la demanda embalsada

1 Véase J. Quintana (2022), «Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

2 Véase M. Izquierdo (2022), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

tras la pandemia. Adicionalmente, cabe esperar un debilitamiento de la demanda externa en un contexto de tensionamiento simultáneo de la política monetaria en numerosas jurisdicciones.

**Bajo determinados supuestos, sobre los que existe un grado de incertidumbre muy elevado, la actividad económica podría mostrar un mayor dinamismo a partir de la próxima primavera.** En concreto, a lo largo de 2023 se contempla una moderación progresiva de los precios de los bienes energéticos y alimenticios de acuerdo con las sendas de los mercados de futuros, una mitigación muy gradual de los cuellos de botella y de las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania, y una traslación relativamente contenida de los aumentos de los costes y de los precios pasados a los precios finales de los productos y a las demandas salariales. También contribuiría a esta reactivación económica en nuestro país un mayor despliegue relativo de los proyectos de inversión asociados al programa europeo *Next Generation EU*.

**En estas condiciones, se espera que, tras crecer un 4,5% este año, el PIB de la economía española se desacelere hasta el 1,4% en 2023 y retome un mayor dinamismo en 2024, avanzando un 2,9%<sup>3</sup>.** Por su parte, se revisa al alza el ritmo de avance de los precios a lo largo de todo el horizonte de proyección, de forma que se contemplan tasas de inflación significativamente más elevadas y persistentes que las anticipadas unos meses atrás. En particular, se prevé una inflación media en 2022 del 8,7%, que se moderará gradualmente hasta el 5,6% y el 1,9% en 2023 y 2024, respectivamente. Como es lógico, estas perspectivas acerca de la evolución de la inflación en nuestro país también están sometidas a una extraordinaria incertidumbre y dependerán, entre otros aspectos, de la trayectoria de los precios de las materias primas y de la reacción de los salarios y de los márgenes empresariales ante el aumento de los precios de consumo y de los costes de producción.

---

3 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», de este Informe.