

Editorial

La economía mundial ha perdido dinamismo en el tramo final del año como consecuencia, principalmente, de los efectos adversos de la guerra en Ucrania sobre la actividad, de las elevadas tasas de inflación y de la respuesta de las políticas monetarias al fuerte y persistente repunte de los precios. En todo caso, en un contexto caracterizado por una extraordinaria incertidumbre y por la concurrencia simultánea de múltiples perturbaciones adversas, la actividad económica global habría venido mostrando, en los últimos meses, un nivel de resiliencia apreciable. A ello habrían contribuido, entre otros factores, el considerable dinamismo que han evidenciado los mercados de trabajo en muchas de las principales economías mundiales y las medidas de política fiscal desplegadas por las distintas autoridades nacionales para hacer frente a la crisis energética y al repunte de los precios.

La ralentización de la actividad económica mundial ha favorecido, en los últimos meses, un cierto debilitamiento de las presiones inflacionistas que han venido emanando de la evolución de los precios de las materias primas. En efecto, las materias primas metálicas y las alimenticias han tendido, en su mayoría, a abaratarse en los meses de otoño. Entre las energéticas, el precio del petróleo también se ha reducido en ese período. En el caso del gas, los descensos de precios en los mercados europeos fueron muy pronunciados al comienzo del otoño —con el trasfondo de unas temperaturas relativamente elevadas para esa época del año—, aunque, en las semanas más recientes, el aumento de la demanda —bajo unas condiciones meteorológicas menos favorables— ha dado lugar a un nuevo encarecimiento de este combustible y ha vuelto a poner de manifiesto la elevada volatilidad a la que está sometido su precio.

La moderación de los precios de las materias primas energéticas ha empezado a trasladarse al componente energético de los precios de consumo, si bien con una marcada heterogeneidad por países. La traslación de las fluctuaciones en los precios mayoristas de las materias primas energéticas al componente energético de los precios de consumo es, en términos generales, muy heterogénea por países. Entre otros motivos, esto es consecuencia de la distinta regulación nacional de los mercados energéticos y de las diferencias que existen en cuanto a la naturaleza y la intensidad de las medidas desplegadas recientemente por las distintas autoridades de cada país para mitigar el aumento de los precios. En este sentido, en los últimos meses el componente energético de los precios de consumo ha moderado de forma apreciable sus tasas de expansión en países como Estados Unidos y España. Esta moderación ha sido menor, en cambio, en muchas otras economías de la eurozona, donde la transmisión a los precios minoristas de la energía de las alzas que se registraron en el pasado en los precios mayoristas de los bienes energéticos —especialmente, del gas— aún no ha llegado a completarse.

A pesar de la desaceleración reciente del componente energético de los precios de consumo, la inflación subyacente aún permanece en tasas muy elevadas en las

principales economías mundiales y las señales de desaceleración de esta rúbrica son todavía muy incipientes. Además, el ritmo de avance de los precios de los alimentos ha seguido, en general, incrementándose en los últimos meses. Entre los componentes de la inflación subyacente, la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios ha mostrado, recientemente, algunas señales de estabilización en muchas economías, en parte fruto de la disolución gradual de los cuellos de botella en las cadenas productivas y logísticas globales. No obstante, es probable que la transmisión a los precios de estos productos del encarecimiento pasado de la energía y de otros consumos intermedios importados aún no se haya completado, lo que seguiría suponiendo una cierta presión alcista sobre dichos precios en el corto plazo. A estas presiones inflacionistas también contribuirían las mayores demandas salariales que se vienen apreciando recientemente a nivel internacional, si bien con una marcada heterogeneidad entre países, como reflejo, fundamentalmente, de diferencias en el grado de tensionamiento en los mercados de trabajo y en la prevalencia de los mecanismos de indicación salarial.

A la luz de estos desarrollos, los principales bancos centrales mundiales —entre ellos, el Banco Central Europeo— han reafirmado, en sus últimas reuniones —muchas de ellas celebradas a mediados de diciembre—, su intención de continuar con el proceso de endurecimiento de su política monetaria en los próximos meses. Todo ello con el objetivo de reconducir las tasas de inflación en el medio plazo hacia niveles compatibles con sus objetivos de política monetaria y de evitar un desanclaje en las expectativas de inflación a medio plazo de los agentes económicos que podría resultar en un daño muy severo y persistente sobre las perspectivas de crecimiento.

Al igual que en los últimos meses, los mercados financieros internacionales han mostrado una elevada sensibilidad a estas decisiones de política monetaria y han reaccionado, en este caso, con caídas en las cotizaciones bursátiles e incrementos en la rentabilidad exigida en los instrumentos de renta fija. En efecto, durante los últimos meses los precios de los principales activos financieros han mostrado una considerable volatilidad y han reaccionado con relativa intensidad ante cualquier desarrollo —en los indicadores de actividad y de precios o en la comunicación de los propios bancos centrales— que pudiera implicar un cambio —en una u otra dirección— en el ritmo de endurecimiento de la política monetaria de los principales bancos centrales. En términos generales, todo ello ha sido compatible con un funcionamiento relativamente ordenado de estos mercados internacionales de capitales, si bien también se han registrado algunos episodios disruptivos o de un tensionamiento significativo en determinados segmentos del mercado y geografías.

En España, el grado de dinamismo de la actividad económica en el tramo final del año habría sido similar al registrado durante el tercer trimestre. En línea con lo observado a escala global y europea, la atonía en el crecimiento económico español en el cuarto trimestre del año vendría explicada fundamentalmente por la elevada incertidumbre, el deterioro de la confianza de los agentes, las presiones inflacionistas y el endurecimiento de las condiciones financieras. En todo caso, la actividad económica agregada en nuestro país se ha visto soportada, en cierta medida, por el continuado buen comportamiento del mercado laboral y por el impulso fiscal desplegado en los últimos meses. Además, por ramas productivas, la producción industrial ha mostrado una relativa estabilidad, en parte como consecuencia

de atender la considerable cartera de pedidos pendientes que se acumuló durante las fases de mayor incidencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministro.

La debilidad del consumo es uno de los principales factores presentes detrás del modesto avance del PIB previsto para el cuarto trimestre. En efecto, en este trimestre, desvanecido ya gran parte del impulso sobre el consumo —especialmente, de servicios relacionados con el turismo, el ocio y la hostelería— que supuso la práctica eliminación de las restricciones sanitarias asociadas a la pandemia a lo largo de la primera mitad del año, el gasto de los hogares está mostrando una cierta debilidad. Esta estaría relacionada, entre otros factores, con la pérdida de poder de compra que para las familias está suponiendo el acusado repunte de los precios —en comparación con el de las rentas— y de los tipos de interés —fundamentalmente, para aquellos hogares con deudas a tipos de interés variables—. Además, en un contexto de retroceso en los indicadores de confianza y de elevada incertidumbre, la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia no estaría contribuyendo apenas a impulsar el gasto agregado de los hogares.

Desde el verano, la tasa de variación de los precios de consumo, medida por el IAPC, ha experimentado un descenso sustancial. En concreto, la inflación ha caído 4 puntos porcentuales entre julio y noviembre, una disminución que viene determinada, principalmente, por la desaceleración observada en los precios energéticos. A la caída de la tasa de inflación general también ha contribuido la ligera disminución registrada en la tasa del componente subyacente, si bien esta aún permanece en un nivel muy elevado —del 4%—. En este sentido, en un contexto en el que las presiones inflacionistas son todavía muy generalizadas dentro de la cesta de bienes y servicios de consumo, y en el que aún no habría llegado a completarse la traslación a los precios finales de muchos productos del encarecimiento que la energía y otros consumos intermedios importados experimentaron durante buena parte de los últimos trimestres, parece probable que las tasas de inflación subyacente se mantengan por encima del 2% durante un período prolongado.

En una coyuntura macrofinanciera y geopolítica muy incierta, las proyecciones macroeconómicas para España presentadas en el recuadro 1 de este Informe contemplan tasas de crecimiento del PIB del 4,6% en 2022, 1,3% en 2023, 2,7% en 2024 y 2,1% en 2025. En estas previsiones, la debilidad de la actividad económica aún seguiría siendo significativa en el primer trimestre de 2023, como consecuencia de los mismos factores adversos que han penalizado el avance del PIB en la segunda mitad de 2022. No obstante, a partir del segundo trimestre del año próximo el crecimiento económico recuperaría vigor de manera paulatina, a medida que, entre otros factores, mejoren las rentas reales de los agentes —como consecuencia de la disminución gradual de las presiones inflacionistas—, se recuperen los mercados exteriores y se desplieguen los proyectos de inversión vinculados con el programa *Next Generation EU*.

En el marco de este ejercicio de proyecciones, se prevé que la tasa de inflación general se desacelerará desde el 8,4% en 2022 hasta el 4,9% en 2023, el 3,6% en 2024 y el 1,8% en 2025. Esta senda se verá muy condicionada por la trayectoria que los precios energéticos puedan seguir en los próximos trimestres —lo que, a su vez, dependerá de

factores muy diversos, como la evolución de la guerra en Ucrania, el comportamiento de la temperatura en Europa durante los dos próximos inviernos y el grado de dinamismo de la economía china—, y por la duración, el diseño y la intensidad de las medidas públicas —actuales y futuras— desplegadas para mitigar el encarecimiento de la energía. Un supuesto que subyace a estas expectativas es que la transmisión de los incrementos de costes y precios observados en el último año y medio a los salarios y al resto de los precios de la economía continuará siendo moderada.