

EDITORIAL

Editorial

La actividad económica global ha mostrado un comportamiento relativamente favorable en el tiempo transcurrido de 2023. Los rasgos positivos de la evolución de la actividad observados en el primer semestre del año incluyen un retroceso notable de los precios energéticos y una disminución de las alteraciones en las cadenas globales de valor, así como un vigor considerable en las ramas de servicios, que han seguido viéndose favorecidas por el retorno a la normalidad tras el final de la crisis sanitaria. Adicionalmente, la fortaleza de los mercados de trabajo y el apoyo de las políticas fiscales nacionales han amortiguado el impacto de la elevada inflación sobre las rentas de los hogares y han contribuido a mantener el dinamismo de la actividad agregada.

No obstante, también se han apreciado algunas señales de debilidad, especialmente en el período más reciente. Dichas señales han sido particularmente evidentes en las manufacturas —por ramas de actividad— y en China y el área del euro —por geografías—, donde los últimos indicadores coyunturales disponibles han venido sorprendiendo consistentemente a la baja. En efecto, en el caso particular de la Unión Económica y Monetaria (UEM), las cifras de Contabilidad Nacional más recientes publicadas por Eurostat apuntan a una leve contracción del PIB de la región en los tres primeros meses del año, al tiempo que las previsiones de crecimiento para el trimestre en curso han ido flexionando a la baja en las últimas semanas. Un posible factor explicativo de estos desarrollos sería el considerable tensionamiento de la política monetaria que se ha producido —en la UEM y a escala global— a lo largo de los últimos trimestres. Este ha supuesto un endurecimiento muy significativo de las condiciones financieras en el conjunto de la economía, que ya estaría limitando en cierta medida el dinamismo de la actividad —por ejemplo, a la luz de la velocidad con la que la concesión de nuevo crédito se está desacelerando en algunos países—, aun cuando los efectos adversos sobre esta alcanzarán su mayor intensidad, previsiblemente, en los próximos trimestres.

La moderación de la inflación ha seguido su curso en los últimos meses, como consecuencia, principalmente, del retroceso del componente energético. Con diferencias por países, esta evolución se ha visto favorecida tanto por la caída de los precios de las materias primas energéticas como por la existencia de importantes efectos base. Sin embargo, el resto de los componentes de la inflación solo han comenzado a mostrar señales de moderación, todavía incipientes, en algunas jurisdicciones.

La incertidumbre acerca del comportamiento de la inflación no energética en los próximos trimestres continúa siendo elevada. Parece probable que la reversión del encarecimiento de las materias primas y la disolución de los cuellos de botella apoyen, de cara al futuro, la desinflación de los bienes industriales no energéticos. De forma análoga, es concebible que los precios de los alimentos también se desaceleren gradualmente en los próximos meses como consecuencia de la reducción de los costes de producción —aunque, en algunas geografías, una meteorología desfavorable podría obstaculizar este proceso de desinflación—. En el caso de los precios de los

servicios, esta desaceleración será, previsiblemente, más lenta. Ello obedece, por un lado, a la fortaleza de la demanda que aún se observa hacia las actividades relacionadas con el turismo y el ocio, y, por otro lado, a que, en comparación con otras ramas de actividad, los costes laborales —que siguen incrementándose paulatinamente— suelen tener un peso comparativamente mayor en la estructura de costes de los servicios. En todo caso, la incertidumbre acerca de la intensidad de estos procesos desinflacionistas y de la existencia de posibles asimetrías en la traslación de las variaciones en el coste de los insumos intermedios a los precios de consumo sigue siendo considerable. Además, la persistencia de elevadas tasas de inflación podría conducir a la materialización de efectos de segunda ronda significativos sobre los precios —a través de salarios y/o márgenes empresariales—, lo que podría acentuar las presiones inflacionistas actuales.

La economía española ha mostrado una resiliencia notable en la primera mitad del año. En el primer trimestre de 2023, el PIB español creció un 0,5 % —frente a la caída del 0,1 % registrada en el área del euro—. La fortaleza de la economía de nuestro país se apoyó, entre otros factores, en la recuperación de la actividad turística y en el vigor de las exportaciones de otros servicios no turísticos. Este elevado dinamismo de la actividad se ha prolongado en el segundo trimestre. No obstante, en su parte final han podido observarse ciertas señales de desaceleración que, como ocurre a escala global, posiblemente sean una manifestación del endurecimiento de las condiciones financieras causado por el tensionamiento de la política monetaria del área del euro, necesario para reconducir la inflación.

La tasa de variación de los precios de consumo ha experimentado en España un descenso muy pronunciado en el transcurso del año. Esta disminución —que ha afectado, sobre todo, al componente energético— ha sido más acusada que la observada en el área del euro, debido, en parte, a las particularidades regulatorias en la fijación de los precios minoristas de la electricidad en nuestro país. En todo caso, en los últimos meses la moderación de las presiones inflacionistas parece haber comenzado a trasladarse gradualmente al resto de los precios de consumo.

En el conjunto de 2023, se espera que el PIB crezca a una tasa del 2,3 %. Como se desarrolla en el último apartado de este Informe, donde se presentan las proyecciones macroeconómicas del Banco de España más recientes, el debilitamiento de las presiones inflacionistas y una eventual intensificación del ritmo de ejecución de los proyectos vinculados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia permitirán, entre otros factores, que continúe la expansión de la actividad económica española el resto del año. Para los años 2024 y 2025 se proyectan unas tasas de crecimiento medio anual muy similares a la de 2023 —del 2,2 % y el 2,1 %, respectivamente—, si bien este avance del producto estará fundamentalmente sustentado en la recuperación del consumo privado, y no tanto en la contribución de la demanda exterior neta, principal motor del crecimiento en 2023.

En los próximos meses continuará la senda de desaceleración del componente subyacente de los precios de consumo iniciada recientemente. En el conjunto del año, se espera que la inflación subyacente se sitúe en el 4,1 %, antes de descender al 2,1 % en 2024 y al 1,7 % en 2025. Por su parte, se anticipa que la inflación general se sitúe en el 3,2 % en el promedio de este año. En 2024, esta tasa repuntaría al 3,6 %, principalmente como consecuencia de la desaparición

prevista del grueso de las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos del incremento de la inflación, lo que hará que aumente la tasa de crecimiento del componente energético de los precios. En todo caso, bajo los supuestos del ejercicio, la inflación general volvería a reducirse en 2025, hasta el 1,8 %.

La incertidumbre acerca de las perspectivas macroeconómicas de la economía española a corto y a medio plazo sigue siendo muy elevada. Entre las distintas fuentes de incertidumbre existentes, destacan las dificultades para valorar la intensidad que el impacto del tensionamiento monetario introducido hasta la fecha podría tener sobre el crecimiento del PIB, la evolución de los precios y el comportamiento de los mercados financieros, puesto que, en perspectiva histórica, el episodio actual de endurecimiento de la política monetaria presenta características muy singulares en diversas dimensiones. En particular, este ha tenido lugar de una forma muy rápida y sincronizada entre distintas jurisdicciones, y se ha producido después de casi una década de mantenimiento de un tono muy acomodaticio de la política monetaria. Otras fuentes de incertidumbre muy relevantes incluyen la evolución de la guerra en Ucrania y la posibilidad de que puedan llegar a producirse —en España y/o en el conjunto de la UEM— efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación que pudieran exigir un tensionamiento de la política monetaria mayor que el contemplado actualmente por los mercados financieros. En relación con este último factor de riesgo, el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, firmado recientemente por los principales agentes sociales de nuestro país, incluye unas recomendaciones de incrementos salariales para el período 2023-2025 que mitigan, en cierta medida, la probabilidad de que dichos efectos de segunda vuelta se materialicen en España a través de los salarios.