



## 1.- TESTUINGURU EKONOMIKOA

### 1.1.- NAZIOARTEKO EKONOMIA

Udaren berezitasuna izan da lasaitasun tenkatua egon dela nazioarteko ekonomiaren eta merkatuen jokabidean, arrisku faktoreen eta neke arrastoak agertzen hasi den jarduera zikloan duten eragin bilakaeraren peskizan. Zalantza da hirugarren hiruhilekoaren amaieran dagoeneko antzematen den hazkundearen ahultzeak atzeraldia ekar dezakeen. Oraingoz, kezkarik handiena Europa da; izan ere, bertan, hazkundera txikiagotu egin da udan, eta geraldia hurbilago dago. Dena den, Estatu Batuetako eta Txinako ekonomiaren jardunak ere ez dute zalantza maila txikia; lehenak, Feda egiten ari den «mina» tarteko, eta, bigarrena, zero COVID politikak jarraitzen duelako eta higiezinen esparruan dituzten arazoengatik.

Eurogunean, badirudi zaila izango dela zerbitzuen sektorearen jokabidean eta aurrezki metatuaren erabileran COVIDari lotutako azken murrizketak kentzeak izan dituen eragin positiboek hemendik aurrera konpentsatzea inflazioa handitzeak eta moneta zorroztasunak dakartzaten industriaren ahultzea eta familien erosteko ahalmenaren higadura. Egoera ekonomikoaren abiapuntua aldatu egin dute Europan gasaren etorkizuneko prezioen gorakadak (Errusiako hornidura luzaroan itxiko dela aurreikusi dute) eta gune neutralera bizkor heltzeko EBZk interes tasen igoera azkartuko duen sentsazioak. Horren guztiaren ondorioz, datozen asteetan egoeraren aztertzaile gehienek hazkunde ekonomikoaren aurreikuspenak beherantz egokituko dituzte berriz ere. 12 hilabeterako Euriborra % 2 inguruan dago (+% 2,35 urtea hasi denetik), inflazioa % 9tik gora, eta gasaren prezioak 150-200 euro/MWh inguruan; eta, beraz, zaila da ez pentsatzea eskualdean jarduera murriztu egingo dela, gutxienez urriaren eta martxoaren arteko sei hilekoan.

Hortik aurrera, gutxi aurreikus daiteke; izan ere, guztiaren giltzarria izango da Europak

## 1.- CONTEXTO ECONÓMICO

### 1.1.- ECONOMÍA INTERNACIONAL

El verano se ha caracterizado por una situación de calma tensa en el comportamiento de la economía y de los mercados financieros internacionales, a la espera de la evolución de los factores de riesgo y su incidencia en un ciclo de actividad que empieza a dar señales de agotamiento. La duda es si el debilitamiento del crecimiento que ya se percibe a finales del 3T puede terminar en una recesión. De momento, la mayor fuente de preocupación es Europa, donde el crecimiento ha evolucionado de más a menos durante los meses de verano y se aproxima al estancamiento, aunque también los desempeños de la economía americana y china están sujetos a un grado no despreciable de incertidumbre, en el primer caso por el «dolor» que está infringiendo la Fed y, en el segundo, por la continuación de la política de COVID cero y por sus problemas en el sector inmobiliario.

En la eurozona, la sensación es que los efectos positivos del levantamiento de las últimas restricciones ligadas a la COVID en el comportamiento del sector servicios y la utilización del ahorro embalsado difícilmente compensarán a partir de ahora el debilitamiento de la industria y la erosión que ya están provocando en la capacidad adquisitiva de las familias el aumento de la inflación y el endurecimiento monetario. En este sentido, el reciente repunte de los futuros del gas en Europa (anticipan un cierre prolongado del suministro procedente de Rusia) y la sensación de que el BCE acelerará la subida de tipos de interés para alcanzar rápidamente la zona neutral están cambiando las hipótesis de partida de los escenarios económicos. Todo ello provocará una nueva ronda de revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento económico en las próximas semanas por parte de la mayoría de los analistas de coyuntura. Con el euríbor a 12 meses aproximándose al 2% (+2,35 p. p. en lo que llevamos de año), la inflación superando el 9% y unos precios del gas moviéndose en la banda de los 150-200 euros/Mwh en los próximos meses, se hace difícil no pensar en caídas de la actividad en la región, al menos en el semestre que va de octubre a marzo.

A partir de ese momento, la visibilidad es muy reducida, pues todo dependerá de la



zer erantzun politiko ematen dion energiaren arazoari eta, beraz, hornidura mugatzeko beharra, EBZk moneta normalizazioaren ildoan sortutako exigentziara bere bide orria egokitzeko duen malgutasuna, botila lepoek sortutako eskaintza murrizketen bilakaera (emate epeetan eta pleiten kostuetan seinale positiboren bat dago) eta arrisku geopolitikoaren bilakaera ere bai (Ukraina, Italiako hauteskundeak, Taiwan, Ekialde Hurbila eta abar). Fronte asko daude irekita aldi berean, askotan elkarrekin lotuak, eta haien gakoa da itxaropenetan duten eragina eta, batez ere, lan merkatuan dutena. Lehen kasuan, azken datuek islatzen dute eragileen konfiantza (bereziki industria sektoreetako enpresariena) aurreratzen ari dela dagoeneko urtearen azken zatian jarduera ahuldu egingo dela, nahiz eta nabarmen ez jaitsi. Bien bitartean, lan merkaturia nahiko era positiboan ari da jokatzeko ELGAko herrialde gehienetan; arazoak daude jarduera sektore askotan lanpostu hutsak betetzeko profil egokiak topatzeko.

Banku zentraletan, erronka izango da moneta zorroztearen dosia fintzea, desazelerazio fase bete-betean dauden ekonomietan inflazioa murrizteko. Nahikoa erraza da berotutako ekonomia bat eskari inflazioz hoztea, eta ez horren samurra hein batean eskaintza arazoen ekarritako prezioen goranzko inertzia menderatzea, jarduera azkar batean moteltzen ari denean. Oraingoan, 2021eko zalantzen ondoren, banku zentralak azkartzen ari dira askatasun mailak berreskuratzeko, eta urtea amaitu aurretik gutxienez moneta gune neutralean kokatzeko, horrek hazkunde sakrifizio handia ekarrita ere. Egungoa bezalako egoeretan, arazoa da arrisku handia dagoela bai urrunegi joateko bai ez ailegatzeko ere; hori dela eta, datozen hiletan malgutasun handia beharko da, baita komunikazio politika egokia ere.

Kosturik gabeko aro luze bat eta lehengaien, uraren eta teknologiaren oparotasuna amaitzea seinaleak dira, Frantziako presidentek uda honetan

efektividad de la respuesta de política económica en Europa al problema energético y, por tanto, de la necesidad de aplicar un racionamiento en el suministro, de la flexibilidad del BCE para adaptar su hoja de ruta a las exigencias sobrevenidas dentro de la senda de normalización monetaria, de la evolución de las restricciones de oferta causadas por los cuellos de botella (hay alguna señal positiva en plazos de entrega y costes de fletes) o de la evolución del riesgo geopolítico (Ucrania, elecciones en Italia, Taiwán, Oriente Medio, etc.). Muchos frentes abiertos a la vez, en muchos casos correlacionados, cuya clave es el grado de afectación a las expectativas y, sobre todo, al mercado de trabajo. En el primer caso, los últimos datos reflejan que la confianza de los agentes (especialmente de empresarios de sectores industriales) ya estaría anticipando un debilitamiento de la actividad en la última parte del año, aunque no un descenso marcado de la actividad. Mientras, el mercado de trabajo sigue comportándose de forma razonablemente positiva en la mayoría de los países de la OCDE, con problemas en muchos sectores de actividad para encontrar perfiles adecuados para cubrir las vacantes.

En el ámbito de los bancos centrales, el desafío será calibrar la dosis de endurecimiento monetario necesaria para reducir la inflación en economías que ya están en plena fase de desaceleración. Es relativamente fácil enfriar una economía recalentada con inflación de demanda y no tanto domeñar una inercia alcista de precios causada en buena parte por problemas en el lado de la oferta, cuando la actividad pierde fuelle a marchas forzadas. De momento, después de las dudas de 2021, ahora los bancos centrales están acelerando para recuperar grados de libertad y situarse al menos en zona monetaria neutral antes de finales de año, aunque ello conlleve un importante sacrificio en términos de crecimiento. El problema en circunstancias como las actuales es que existe un riesgo tanto de pasarse como de no llegar, lo que exigirá en los próximos meses una importante flexibilidad, así como una adecuada política de comunicación.

El final de una larga etapa de liquidez sin coste junto al de la prodigalidad de materias primas, agua y tecnología son señales de lo que el presidente de Francia



«ugaritasunaren amaiera» izendatu zuen horrena. Ikuspegi pesimistegia bada, eta ez bada ere berdin, islatu egiten ditu aurrean ditugun aldaketa garaiak, eta horietara egokitzeko beharra. Ukrainako gerra eta energia krisia dela-eta boladan dagoen erretra zahar horrek dio: «espero ezazu onena, presta zaitetz okerrenerako».

Zenbatetsi da munduko ekonomiaren BPG erreala % 3,2 handituko dela 2022an, eta % 3,4 2023an.

Estatu Batuetako ekonomia atzeraldian sartzeko beldurra handitu egin da azken hilotan, eta arrisku hori agerian utzi du 2022ko bigarren hiruhilekoan BPG jaitsi izanak, bigarren aldiz segidan aurrean, eta tasa subiranoen kurbaren zati batzuetan inbertitu izanak. Datu ekonomiko batzuk okertzeak, baldintza finantzarioak gogor tenkatzeak eta egoera makroekonomikoaren inguruko zalantza handiak alarmak abiarazi ditu. Halaber, enpleguak aurrera jarraitzen du irmo, eta enpresa emaitzen seinaleek erakusten dute kontsumo pribatuak eutsi egin diola.

Jarduera ahultzen ari diren faktoreak dira Fedek hasitako interes tasen igoera ziklo azkarra, inflazio handiaren ondorioz familiek erosteko ahalmena galtzea eta laguntza publikoen programak amaitzea, eta, oro har, zalantza handiagoa, baina eragina ez da ekonomia osoan sumatzen ari. Moteltzea gogorragoa izaten ari da tasen igoerarekin sentikorragoak diren sektoreetan, adibidez, bizitokikoan; bertan, urte hasieratik hileko adierazleak bizkor-bizkor txartu direla ikus dezakegu (salerosketak, hasitako obrak eta bisak). Halaber, txikizkako sektorean eta, oro har, ondasun iraunkorren ekoizpenean (altzariak eta autoak, adibidez), eta iraunkorrak ez diren batzuetan (arroparen eta oinetakoen sektoreak, adibidez), eskaria txikitu egin da, COVID egoeran bi urtez azkar igo ondoren. Aitzitik, zerbitzuen sektorearen eremu gehienetan, hau da, BPGaren hiru laurden ingurutan, jarduera nabarmen ari da aurrera egiten oraindik. Zentzu horretan, ikusi dugu kontsumo pribatuak tinko eutsi diola, hainbat faktoreri esker.

denominaba este verano como «el fin de la abundancia». Sea o no una visión excesivamente pesimista de la realidad, refleja los momentos de cambio a los que nos enfrentamos y la necesidad de adaptarnos a los mismos. Como dice ese viejo adagio tan de actualidad tras la guerra de Ucrania y la crisis energética: «espera lo mejor, prepárate para lo peor».

El PIB real de la economía mundial se estima que aumentará un 3,2% en 2022, y un 3,4% en 2023.

Los temores sobre una posible recesión en la economía de **EE.UU.** se han acentuado en los últimos meses, un riesgo cristalizado con la segunda caída consecutiva en el PIB del 2T 2022 y con la inversión en algunos tramos de la curva de tipos soberanos. El deterioro en algunos datos económicos, el fuerte tensionamiento en las condiciones financieras y la elevada incertidumbre sobre el escenario macroeconómico mundial han hecho saltar las alarmas. Por otro lado, el empleo sigue avanzando de forma sólida, a la vez que las señales en los resultados empresariales apuntan a un resiliente consumo privado.

El rápido ciclo de subidas en los tipos de interés iniciado por la Fed, la pérdida de poder adquisitivo de las familias como consecuencia de la elevada inflación y del fin de los programas de ayudas públicas y, en general, la mayor incertidumbre son factores que están debilitando la actividad, pero el impacto no está siendo generalizado en toda la economía. Así, el enfriamiento está siendo más intenso en sectores más sensibles a las subidas de tipos, como el residencial, donde hemos visto un fuerte deterioro en los indicadores mensuales (compraventas, obra iniciada y visados) desde el inicio del año. Por su parte, el sector minorista y, en general, la producción de bienes duraderos (como muebles o coches) y algunos no duraderos (como los sectores del vestido y del calzado), ha visto un ajuste a la baja en la demanda tras dos años de fuerte ascenso en el contexto COVID. En contraste, la mayoría de los ámbitos del sector servicios, que representa en torno a tres cuartas partes del PIB, sigue mostrando avances considerables en su actividad. En este sentido, hemos visto cómo el consumo privado se ha mostrado resiliente favorecido por distintos factores.



Lehenik eta behin, 2020-2021 bitartean metatutako aurrezkiak daukagu, BPGaren % 10 baino gehiago, eta zenbatetsi dugu oraindik era nabarmen lagunduko duela datoen hiruhilekoetan; 400.000 milioi dolar erreal (BPGaren %1,5) kontsumo estra 2022-2023 aldian. Orobat, lan merkatua oso era dinamikoan suspertu da, langabezia tasa historiako minimoetatik hurbil dago eta urte arteko soldaten igoera % 5 ingurukoa da; faktore horiek lagundu egin diote etxeetako errenta eskuragarriari. Azkenik, familien egoera finantzarioa sendo dago, hala aktiboari –etxeen ondare garbia historiako handienaren inguruan dago– nola pasiboari dagokionez, eta familien zor ratioa BPGaren % 80 ingurukoa zen 2022 hasieran, 2001eko datuen bueltakoa, eta 2007-2008 aldiko maximoetatik urrun. Azken finean, ebidentziak ikusita ez dirudi Estatu Batuetako ekonomia atzeraldian dagoenik, eta, azkenean hala gertatzen bada, ziurrenik ez da izango atzeraldi sakon bat, ezta luzea ere. Hori horrela, egoeraren arriskuak kontzentratuta daude, beheantze, eta ez daude soilik lotuta AEBen barruko koiunturarekin, baita munduko ekonomiak aurrean dituen zailtasunekin ere. Horien artean nabarmendu beharra dago gasaren krisiak ekarritako Europa atzeraldian sartzea, COVID politikaren ondorioz Txina desazelerazio ekonomikoan sartzea eta bertako higiezinaren sektorearen arazoak, hazten ari diren tentsio geopolitikoak eta hazkundera dauden ekonomia askoren egoera makrofinantzario hauskorrak.

**Txina**, munduko bigarren ekonomiarik handiena, lehor eta geldirik dago. Higiezinaren sektorearen krisia, zero COVID politikaren etengabeko eragina eta jasota dagoenetik herrialdeak izandako lehorterik handienetako bat tarteko, Txina ezin suspertu dabil. Bigarren hiruhilekoan BPGa % 2,6 txikitzen zen, eta horrek urte arteko hazkundera % 0,4ra eraman zuen; hirugarren hiruhilekorako jardueraren inguruan eskuragarri dauden datuek iradokitzen dutenez, Txina oso urrun dago azken hamarkadetan izan duen dinamismotik. Zehazki, txikizkako salmentek eta industriaren ekoizpenak iradokitzen dute uztailean ekonomia moteldu egin dela, ekainean izandako susperraldi laburraren ondoren, udaberrian omikron aldaerak izandako eraginaren ostean. Ildo berean, PMI indizea

En primer lugar, tenemos el ahorro acumulado durante 2020-2021, que supera el 10% del PIB y que estimamos que seguirá contribuyendo de forma importante en los próximos trimestres; sobre unos 400.000 millones de dólares en términos reales (1,5% del PIB) de consumo extra en 2022-2023. Asimismo, la recuperación del mercado laboral se ha mostrado muy dinámica, con una tasa de paro cerca de mínimos históricos y un avance en los salarios en torno al 5% interanual, factores que han apoyado a la renta disponible de los hogares. Finalmente, la posición financiera de las familias se encuentra en niveles sólidos, tanto del lado del activo –el patrimonio neto de los hogares ronda los máximos históricos– como en los pasivos, con una ratio de deuda de las familias en torno al 80% del PIB a principios de 2022, en línea con los niveles de 2001, y lejos de los máximos alcanzados en 2007-2008. En definitiva, la evidencia no sugiere que la economía estadounidense haya entrado en recesión y, en caso de que finalmente lo hiciera, seguramente se trataría de una recesión no muy profunda ni prolongada. Dicho esto, los riesgos sobre el escenario siguen concentrados a la baja, ligados no solo a la coyuntura interna de EE. UU. sino también al cómputo de adversidades a los que se enfrenta la economía mundial, entre los que destacamos una posible recesión en Europa por la crisis del gas, la desaceleración económica en China de la mano de su política COVID cero y de sus problemas en el sector inmobiliario, las crecientes tensiones geopolíticas y la frágil situación macro-financiera en numerosas economías emergentes.

**China**, la segunda mayor economía del mundo, se encuentra seca y estancada. Entre el agudizarse de la crisis en el sector inmobiliario, el continuo impacto de la política COVID cero y una de las mayores sequías en el país desde que hay registros, China no da señales de recuperación. Tras una contracción del 2,6% del PIB en el 2T, que llevó el crecimiento interanual al 0,4%, los datos de actividad disponibles para el 3T sugieren que la economía china está muy lejana al dinamismo al que nos había acostumbrado en las últimas décadas. En concreto, las ventas minoristas o la producción industrial sugieren una ralentización de la economía en julio, tras la breve recuperación observada en junio después del impacto de la variante ómicron en primavera. En la misma línea, la caída del



konposatu ofiziala txikitzeak (52,5etik 51,7ra) iradokitzen du abuztuan berriz ere desazelerazioa datorrela. Egoera horretan, Txinako Banku Zentralak harridura sortu zuen, erreferentziarako interes tasak murriztu eta azpiegitura proiektuetarako laguntza neurriak aurkeztu baitzituen, herrialdeko agintariak ekonomia moteltzearekin duten kezka adierazgarri.

Krisi energetikoak mehatxupean du **Europako ekonomia**. Temperatura altuak eta bainujantziak baino gehiago, udako hilek Europako azken 500 urteetako lehorterik okerrena ekarri zuten, eta energia krisia inoiz baino gehiago okertzea. Gas naturalak finantza merkatuetan dituen prezioek berriz ere goia jo dute, 300 €/MWh, historiako batez bestekoa baino hamabost aldiz gehiago. Etorkezuneko merkatuek 2023rako kotizatutako prezioek gora egin zuten ziztuan abuztuan, % 50 uztailarekin alderatuta, 200 €/MWh-tik gora. Ezbairik gabe, krisi energetikoak irauteak eragina ekarriko du munduko hazkunderan, eta Europa dago ekaitzaren erdi-erdian. Hain zuzen, ekonomian duen eragina apaltzeko, eskaria txikitzeko EBko estatu kideek iragarri dituzten ahaleginez gain, laster Europako elektrizitate merkatuak berritzeko neurriak hartuko dira, elektrizitatearen prezioak gasarenetatik askatzeko. Egoera horretan, munduko jardueraren PMI adierazle konposatua 50,8an zegoen uztailan, azken bi urteetako mailarik baxuenean, uzkuertze gunetik gertu. Beraz, irailean gure aurreikuspen makrofinantzario nagusiak berrikusten ari gara. Egoera berriak hazkunde ekonomikoko tasa txikiagoak ekarriko ditu, inflazio handiagoak eta tasa hazkunde azkarragoa.

Hala eta guztiz ere, Euroguneko lehen sei hilekoan badaude datu onak ere. Abuztuko energia ekaitzaren aurretik, bigarren hiruhilekoako jardura adierazleek Europako ekonomia erresilientea islatzen zuten. Zehazkiago, Eurogunearen BPGa % 0,6 hazi zen 2022ko bigarren hiruhilekoan, aurreko hiruhilekoarekin alderatuta (urte arteko +% 3,9). Eskualdeko ekonomiarik handien artean, BPGa bereziki sendoa izan zen Italian (hiruhileko arteko +% 1,0) eta Espainian (% 1,1), eta apalagoa Frantzia (% 0,5) eta ahula Alemanian (% 0,1). Urtearen bigarren

índice PMI compuesto oficial (del 52,5 al 51,7) sugiere una nueva desaceleración en agosto. En este contexto, el Banco Central de China sorprendió al recortar los tipos de interés de referencia y presentar distintas medidas de apoyo a proyectos de infraestructuras, lo cual es indicativo de la preocupación de las autoridades del país ante la ralentización de su economía.

La crisis energética amenaza la **economía europea**. Más que temperaturas altas y trajes de baño, los meses de verano trajeron la peor sequía en 500 años en Europa y una escalada en la crisis energética sin precedentes. Los precios del gas natural en los mercados financieros registraron nuevos máximos por encima de los 300 €/MWh, valores 15 veces superiores al promedio histórico. Los precios que cotizan los mercados de futuros para 2023 se dispararon en agosto un 50% con respecto a julio, hasta por encima de los 200 €/MWh. Sin duda, la persistencia de la crisis energética impactará en las perspectivas de crecimiento global, con Europa en el epicentro de la tormenta. Precisamente para mitigar su impacto sobre la economía, a los esfuerzos de reducción de demanda ya anunciados por los Estados miembros de la UE, se sumarán próximamente medidas de reforma de los mercados de electricidad europeos, con el objetivo de desacoplar los precios de la electricidad de los del gas. En este contexto, el indicador compuesto PMI de actividad global se situó en 50,8 en julio, su nivel más bajo en dos años, acercándose así a la zona de contracción. De este modo, este mes de septiembre estamos en proceso de revisión de nuestras principales previsiones macro-financieras. El nuevo escenario planteará menores tasas de crecimiento económico, mayores inflaciones y un ritmo de subidas de tipos más acelerado.

Pero, encontramos buenos datos de crecimiento en el primer semestre en la eurozona. Antes de la tormenta energética ocurrida en agosto, los indicadores de actividad del 2T mostraban una economía europea resiliente. En concreto, el PIB de la eurozona creció un 0,6% en el 2T 2022 con respecto al trimestre anterior (+3,9% interanual). Entre las mayores economías de la región, el PIB fue especialmente sólido en Italia (+1,0% inter-trimestral) y España (1,1%), más moderado en Francia (0,5%) y débil en Alemania (0,1%). De cara a la segunda mitad



erdian, berriz, energia krisiak eta tasen igoera ziklo berriak munduko ekonomiari oztupoak ekarriko dizkiete.

Aurreikusten da urtearen bigarren erdia zaila izango dela. Europako ekonomiak krisi energetikoarekin duen ahultasuna sumatzen da dagoeneko 2022ko hirugarren hiruhilekorako eskuragarri dauden jardura adierazleetan. Eurogunerako PMI konposatua abuztuan 49,2 puntutara jaitsi zen, uztailean 49,9 puntutan egon ondoren. Bi neurketak bat datoz hirugarren hiruhilekoan jardura apur bat txikitzearekin. Zehazki, Alemanian, PMI konposatua argi eta garbi dago 50 puntuko atalasearen azpitik, bigarren hilabetez segidan (47,6 abuztuan, baliorik txikiena 2020ko ekainetik), eta abuztuko lfo adierazlea oso balio txikitzen mantendu zen (88,5 puntu). Euroguneko jardura ekonomikoaren narriadura bereziki garbi ikusten da industria sektorean, nahiz eta zerbitzuen sektorearen azkenaldiko bultzadan ikus daitekeen neke zantzuren bat. Gainera, Europako Batzordearen sentimendu ekonomikoaren adierazleak iradokitzen du ekialdeko Europa guztian jarduerak kalte handia jasan duela.

Eurogunean, inflazioa historiako maximora heldu zen beste behin, % 9,1 (% 8,9 uztailean), baina bilakaera ezberdina izan zuen herrialde bakoitzean. Alemanian % 0,3 igo zen (% 8,8ra arte, maximoa azken 40 urteetan), eta % 0,6 Italian (% 9,0ra arte), baina % 0,3 jaitsi zen Frantzia (% 6,5era arte), eta % 0,4 Espainian. Azpiko inflazioaren neurketa Eurogunean % 0,3 igo zen, % 4,3ra arte; horrek erakusten du inflazio presioa hazten ari dela kontsumoan. Datu berriek iradokitzen dute balitekeela EBZk halaberrez tasa igoerak azkartzea, abuztua amaieran finantza merkatuak dagoeneko deskontatzen ari zirena.

Bigarren hiruhilekoan BPGa geldotu zen arren, 2022an **Portugalgo ekonomia** % 6 baino gehiago handituko da, honako hauek kontuan hartuta: abuztuan inflazioa apur bat desazeleratu zen (% 9,1 uztailean), lan merkaturako etorkizuna ilundu egin da, uztaileko turismo datuek gainditu egin dituzte pandemiaren aurreko erregistroak, aurrekontu saldoak oraindik soberakinak ditu eta sektore pribatu ez finantzariako kredituan desazelerazio zantzuak agertzen hasi dira.

del año, no obstante, la crisis energética junto al nuevo ciclo de subidas de tipos traerá más vientos en contra de la economía global.

La segunda mitad del año se prevé complicada. La debilidad de la economía europea ante la crisis energética ya es visible en los indicadores de actividad disponibles para el 3T 2022. El PMI compuesto para la eurozona cayó en agosto hasta los 49,2 puntos, tras haberse situado en los 49,9 puntos en julio, ambas mediciones consistentes con una ligera caída de la actividad ya en el 3T. En particular, en Alemania, el PMI compuesto se sitúa de forma clara por debajo del umbral de los 50 puntos por segundo mes consecutivo (47,6 en agosto, su valor más bajo desde junio de 2020), y el indicador lfo de agosto se mantuvo en niveles muy bajos (88,5 puntos). El deterioro de la actividad económica en la eurozona es particularmente visible en el sector industrial, si bien el reciente impulso del sector servicios ya da algunas señales de agotamiento. Por otro lado, el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea sugiere un fuerte deterioro de la actividad en toda Europa del Este.

En la eurozona, la inflación alcanzó un nuevo máximo en agosto, 9,1% (8,9% en julio), pero la evolución fue distinta entre países. Mientras subió 0,3 p. p. en Alemania (hasta el 8,8%, un máximo de 40 años) y 0,6 p. p. en Italia (hasta el 9,0%), descendió 0,3 p. p. en Francia (hasta los 6,5%) y 0,4 p. p. en España. La medida de inflación subyacente para la eurozona subió 0,3 p. p. hasta el 4,3%, lo que denota las crecientes presiones inflacionistas en el conjunto de la cesta de consumo. Los más recientes datos sugieren que el BCE podría verse forzado a acelerar las subidas de tipos, algo que ya descontaban los mercados financieros a finales de agosto.

Pese al estancamiento del PIB en el 2T, en el conjunto de 2022 **la economía portuguesa** crecerá por encima del 6%, teniendo en cuenta los siguientes hechos relevantes: la inflación se desaceleró marginalmente en agosto hasta el 9% (9,1% en julio), las perspectivas para el mercado laboral se ensombrecen, los datos de turistas en julio superaron los registros anteriores a la pandemia, el saldo presupuestario se mantiene excedentario, y el crédito al sector privado no financiero empieza a dar señales de desaceleración.



## 1.2.- ESPAINIAKO ESTATUAREN EKONOMIA

2. hiruhilekoan BPGak errebote handi bat egin ondoren, energia krisia gordintzeak handitu egiten ditu beherazko arriskuak, eta zalantza handia sortu du. Dena den, bigarren hiruhilekoan sumatutako dinamismoa, BPGa hiruhileko artean % 1,1 igo zenekoa, pandemiako murrizketak txikitzeak eta enplegu sorrerak bultzatutakoa, lagungarria da 2022an BPGaren hazkundeak % 4 gaindi dezan, nahiz eta urtearen bigarren erdirako aurreikuspenak iluntzen ari diren. Arriskuen balantzeak beherazko joera garbia du, zalantza ugaritzen ari baita Errusiak hornituko duen gas kantitatearen inguruan; eta horrek, ziurrenik, prezioak uste baino gorago mantenduko ditu oraindik. Zentzu horretan, estatu kideek erabaki zuten neurriak hartzea gas naturalaren eskaria % 15 murrizteko 2022ko abuztuaren 1aren eta 2023rako martxoaren 31ren artean. Espainian gas eskaria murrizteko helburua % 7koa da.

Eskuragarri dauden adierazleek iradokitzen dute hirugarren hiruhilekoan ekonomia ahuldu egingo dela. PMI enpresa indizeak okerrera egin du, eta manufactura sektorearena uztailetik uzkuratzea eta hazkundera banatzen dituen 50 puntuko langatik behera dago; zerbitzuen sektorearen adierazlea, aldiz, oraindik era hazkundera gunean dago (50,6), nazioarteko turismoa suspertzeari esker. Halaber, EBZko kontsumitzaileen itxaropenen inkestaren arabera, etxeek bilakaera eskasagoa aurreikusi dute errentetan, ondare egoeran eta egoera ekonomikoan oro har; hori dela eta, haien itxaropena okertzen ari da, eta gastuaren dinamismoa, txikitzen. Ildo berean, kontsumitzaileen konfiantza adierazleak nabarmen egin du okerrera uztail-abuztuan, eta 2012tik izandako maila apalenetan dago (-33,4 puntu); txikizkako merkataritzako erosketek –errealak– lehen aldiz egin zuten atzera lau hilabetean (-% 0,5).

Ikusi da enplegua sorrera apur bat apaldu dela. Uztailean enplegu sorrera txikia izan zen, 9.100 afiliatu eskas. Urtaroei loturik gabekoari dagokionez, abuztuan hobetu egin

## 1.2.- ECONOMÍA DEL ESTADO ESPAÑOL

Tras un 2T marcado por un fuerte rebote del PIB, el recrudescimiento de la crisis energética intensifica los riesgos a la baja en el escenario e introduce una elevada incertidumbre. No obstante, el dinamismo anotado en el 2T, con un avance intertrimestral del PIB del 1,1%, impulsado por la reducción de las restricciones derivadas de la pandemia y la creación de empleo, supone un apoyo para que en el conjunto de 2022 el crecimiento del PIB supere el 4%, pese a que las perspectivas para la segunda parte del año se están viendo ensombrecidas. El balance de riesgos está claramente sesgado a la baja ante el aumento de las dudas sobre la cantidad de gas que suministrará Rusia, lo que probablemente mantendrá el precio en cotas todavía más elevadas de las que esperábamos. En este sentido, los Estados miembros acordaron tomar medidas para reducir la demanda de gas natural en un 15% entre el 1 de agosto de 2022 y el 31 de marzo de 2023; para España, el objetivo de reducción de la demanda de gas es del 7%.

Los indicadores disponibles apuntan a un debilitamiento de la economía en el 3T. Los índices empresariales PMI han anotado un deterioro, y el del sector manufacturero se encuentra desde julio por debajo de la barrera de los 50 puntos, que delimita la contracción de la expansión; en cambio, el indicador del sector servicios (50,6) se mantiene todavía en zona expansiva, gracias a la reactivación del turismo internacional. Asimismo, a la luz de la Encuesta de expectativas de los consumidores del BCE, los hogares anticipan una evolución menos favorable de sus rentas, su posición patrimonial y la situación económica general, lo que está provocando un deterioro de sus perspectivas y un menor dinamismo de su gasto. En la misma línea, el indicador de confianza de los consumidores ha sufrido un intenso empeoramiento en julio-agosto, situándose en mínimos desde 2012 (-33,4 puntos), y las compras del comercio minorista –en términos reales– registraron en julio el primer retroceso en cuatro meses (-0,5% interanual).

Se observa una ligera moderación de la creación de empleo. Tras una débil creación de empleo en julio, apenas 9.100 afiliados en términos desestacionalizados, en agosto se



zen, hilabetean 62.135 pertsona gehiago izan baitziren. Hirugarren hiruilekoan, oraingoan, enplegu sorrera apur bat apaldu da, % 0,5koa baita hiruhilekoko tasa, eta aurrekoa, % 0,6koa. Kontratazio mugagabeari dagokionez, joera positiboak irauten du oraindik: sinatutako kontratuen % 39,5 dira mugagabeak, eta aldi baterako kontratuen tasa % 18,6raino jaitsi da, aurreko urte amaierako % 27,2tik.

Inflazioaren gorakadaren intentsitateak eta iraunkortasuna harrigarriak dira. Adierazle aurreratuaren arabera, inflazio orokorra abuztuan apur bat apaldu bazen ere (% 10,4 vs uztaileko % 10,8), azpikoa (energia eta elikagai elaboratu gabeak kanpo) gora doa oraindik ere, eta % 6,4an dago (uztailean % 6,4). Tasa orokorra apaltzearen arrazoi nagusia izan zen erregaiaren prezioek behera egin zutela, Brent upelaren prezioari eustearekin batera; izan ere, abuztuan, hilabetean % 5,6 jaitsi zen, 97 eurora arte. Aitzitik, nabarmena da elektrizitateak oraindik inflazioari gora egiten diola, gasaren prezioak gora eta gora ari direlako, historiako maximoetaraino, eta ziklo konbinatuaren konpentsazio handiagoa tarteko. Zentzu horretan, gasaren prezioaren etorkizun kotizatuak azken hilean igotzeak arrisku handia dakarkie 2022rako eta 2023rako gure inflazio aurreikuspenei, eta horrek ilundu egiten ditu familien gastu gaitasunari buruzko aurreikuspenak.

Ondasunen merkataritzako defizita handitzeak kontrastatu egiten du turismoaren balantzaren superabitarekin. Urteko lehen sei hilekoan, kontu korronteko balantzak 1.229 milioi euroko defizita zekarren, bestelakoa oso 2021ko aldi bereko superabitarekin alderatuta (2.087 milioi). Narriadura horren arrazoi nagusia da ondasunen merkataritzako defizita handitu egin dela, 31.963 milioi eurora arte, 2021eko aldi berean baino sei bider gehiago (-5.397 milioi). Osagaika xehakatuta, narriadura orokorra da: batetik, energia defizita 27.675 milioiokoa da (-11.032 milioi 2021ean), inportazioak garestitzeak ekarrita; ondasun ez energetikoen balantzak 4.288 milioiokoa defizita du (5.635 milioi euroko superabita 2021ean), inportazioek dinamismo handiagoa izan dutelako (esportazioen % 27,8 vs % 20). Aitzitik, turismoaren sektoreak oso datu onak ditu: 22.165 milioi euroko superabita

produjo una mejora, con un aumento mensual de 62.135 personas. En la media de lo que va del 3T la creación registra una leve moderación hasta una tasa trimestral del 0,5%, frente al 0,6% del trimestre anterior. En cuanto a la contratación indefinida, prolonga la tónica positiva y concentra el 39,5% de los contratos firmados y la tasa de temporalidad baja hasta el 18,6% desde el 27,2% de finales del año pasado.

La intensidad y persistencia del repunte de la inflación siguen sorprendiendo. Según el indicador adelantado, si bien la inflación general se moderó ligeramente en agosto (10,4% vs. 10,8% en julio), la subyacente (excluidos energía y alimentos no elaborados) prolonga su escalada y ya alcanza el 6,4% (6,1% en julio). La moderación de la tasa general se debió, principalmente, a la reducción de los precios de carburantes, en línea con la contención del precio del barril de Brent, que cayó en agosto un 5,6% mensual hasta los 97 euros. Por el contrario, la electricidad sigue destacando por una elevada contribución positiva a la inflación, como consecuencia del fuerte alza de los precios del gas, que alcanzaron máximos históricos, y de una mayor compensación a los ciclos combinados. En este sentido, el aumento de los futuros cotizados del precio del gas en el último mes supone un fuerte riesgo sobre nuestras previsiones de inflación para 2022 y 2023, lo que a su vez ensombrece las perspectivas sobre la capacidad de gasto de las familias.

La ampliación del déficit comercial de bienes contrasta con la mejora del superávit de la balanza de turismo. En el 1S del año, la balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 1.229 millones de euros, cifra que contrasta con el superávit del mismo periodo de 2021 (2.087 millones). Este deterioro se explica, principalmente, por la ampliación del déficit comercial de bienes, que se elevó hasta 31.963 millones de euros, seis veces más que en el mismo periodo de 2021 (-5.397 millones). Por componentes, el deterioro es generalizado: por un lado, el déficit energético asciende a 27.675 millones (-11.032 millones en 2021), impulsado por el encarecimiento de las importaciones; por su parte, la balanza de bienes no energéticos anota un déficit de 4.288 millones (frente al superávit de 5.635 millones en 2021), fruto del mayor dinamismo de las importaciones (27,8% vs. 20% de las



urtarrilaren eta ekainaren artean, inoizko handiena aldi horretarako. Uztaileko datuen arabera, udako kanpaina oso ona izan da: atzerriko 9 milioi turista baino gehiago etorri ziren, 12.000 milioi euro gastatu zituztenak ia; beraz, 2019ko aldi bereko mailekin alderatuta, % 8,1era eta % 0,6ra murriztu zen, hurrenez hurren (-% 15,5 eta -% 7,2 ekainean). Atzerriko turistaren hotel gauek ere hobekuntza islatzen dute nabarmen, 2019ko uztailearen % 5,7 beherago baitaude, aurreko hilabetekoa baino % 4,2 distantzia txikiagoa.

Higiezinaren jarduerak azkar ari da handitzen, baina interes tasen igoerak hozkildu egingo du etxebizitzaren eskaria. Etxebizitzaren eskaria indarrez ari da hazten oraindik (urte arteko % 18,8 ekainean), baina ikusi da apaldu egin dela apur bat aurreko hilabeteetako tasarekin alderatuta (urte hasieran % 30 ari zen igotzen). Metatuta, azken 12 hilabeteetan 628.805 salerosketa egon dira, 2008ko uztailetik ikusi gabeko kota, eta pandemiaren aurrekoa baino askoz handiagoa (505.000 inguru 2019an). Nolanahi ere, EBZk interes tasak handitu izana eta inflazioaren gorakadaren ondorioz etxeetako errenta erreala gutxiago handitzeak ziurrenik eskaria mailaka hoztea ekarriko dute.

### 1.3- EUSKADIKO EKONOMIA

Ukrainaren eta Errusiaren arteko gatazka armatuak munduko egoera ekonomikoa baldintzatzen jarraitzen du, eta eragin handia du prezioen bilakaeran eta lehengaien eta produktu energetikoen horniduran. Hala eta guztiz ere, susperraldi ekonomikoaren prozesuak aurrera jarraitzen du garatutako ekonomietan, 2020aren hasieran Covid-19aren hedapenak eragin zuen paralisaren ondoren. EAEn, barne produktu gordin (BPG) erreala %5,7 hazi zen urte arteko tasan aurtengo lehen hiruhilekoan, hau da, 2021eko laugarren hiruhilekoan baino puntu bat gehiago, eta hazkunde erritmoa bizkortu egin da bi hiruhilekotan. Goranzko joera hori bera erakusten du eurogune osoak, 2022aren hasieran %5,4ko hazkundeak izan baitzuen, aurreko bi balioen gainetik ere.

exportaciones). Por el contrario, el sector turístico registra excelentes cifras, con un superávit de 22.165 millones de euros entre enero y junio, máximo histórico en dicho periodo. Los datos de julio apuntan a una campaña estival muy positiva: llegaron más de 9 millones de turistas extranjeros, que gastaron casi 12.000 millones de euros, de forma que la distancia respecto a los niveles del mismo periodo de 2019 se reduce al 8,1% y al 0,6%, respectivamente (-15,5% y -7,2% en junio). También las pernoctaciones hoteleras de turistas foráneos muestran una fuerte mejora, al emplazarse un 5,7% por debajo de julio de 2019, una distancia 4,2 p. p. inferior a la observada el mes anterior.

La actividad inmobiliaria mantiene un fuerte ritmo de avance, pero el aumento de los tipos de interés enfriará la demanda de vivienda. La demanda de vivienda sigue creciendo con fuerza (18,8% interanual en junio), si bien se percibe una leve moderación respecto a las tasas de meses anteriores (crecía a ritmos del 30% a principios de año). En términos acumulados, en los últimos 12 meses se han registrado 628.805 compraventas, una cota que no se veía desde julio de 2008 y muy superior al registro pre-pandemia (en torno a 505.000 en 2019). En todo caso, el aumento de los tipos de interés por parte del BCE y el menor avance de la renta real de los hogares ante la escalada de la inflación son factores que apuntan hacia un progresivo enfriamiento de la demanda.

### 1.3- ECONOMÍA DE EUSKADI

El conflicto armado entre Ucrania y Rusia sigue condicionando la coyuntura económica mundial, con una fuerte incidencia en la evolución de los precios y en el suministro de materias primas y productos energéticos. A pesar de ello, el proceso de recuperación económica, tras la parálisis que provocó en el inicio de 2020 la expansión de la Covid-19, sigue adelante en las economías desarrolladas. En Euskadi, el PIB real creció en el primer trimestre de este año un 5,7% interanual, un punto más que en el cuarto trimestre de 2021, y encadena dos trimestres de aceleración del ritmo de crecimiento. Ese mismo perfil al alza lo marca el conjunto de la zona del euro, que registró en el inicio de 2022 un incremento del 5,4%, también por encima de los dos valores precedentes.



Pandemiak eragindako atzeraldiak kontsumoa eta inbertsioa geldiarazi zituen, orain azaleratzen ari den ondasun jakin batzuen eskaria atzeratuz. Eskariaren indar handi horrek industriaren jarduera bultzatu du, eta hazkunde erritmo oso handia erregistratu du sektoreak. Zehazki, haren balio erantsiak urte arteko %6,5 egin zuen gora lehen hiruhilekoan, eta sektorearen azken informazioaren arabera, hurrengo hilabeteetan ere joera hedakorri eutsi dio, kostuen igoerak eta ondasun jakin batzuen hornidurarik eza gorabehera.

Zerbitzuek ere oso bilakaera hedakorra erakutsi dute, pandemia geldiarazteko hartu ziren mugikortasuneko murrizketen ezabapenak lagunduta. Horiek horrela, sektore osoaren balio erantsia %6,0 hazi zen aurtengo lehen hiruhilekoan, aurreko datua baino sei hamarren gehiago. Sektorea osatzen duten hiru jarduera taldeetatik, merkataritza, ostalaritza eta garraioa biltzen dituen taldeak lortu zuen aldakuntza tasarik handiena (%11,0), neurri batean jarduera baxuko une batekin alderatzen delako eta beste neurrian pandemian erabilgarri egon ez ziren zerbitzuen eskari handia dagoelako orain. Administrazio publikoari lotutako zerbitzuek, birusaren aurkako borrokan inoiz ez baitziren murriztu, oso erritmo egonkorra dute eta %2,9 hazi ziren, 2021ean baino hamarren gutxi batzuk gehiago. Azkenik, gainerako zerbitzuek (%4,8) aurreko datuak hobetu zituzten.

Eraikuntzak ahultasun une bat erakutsi zuen 2021eko azken hiruhilekoan, bere balio erantsiaren urte arteko hazkunde tasa %0,5 baino ez baitzen handitu, ekonomiaren batez bestekotik urrun geratu zelarik. Lehengaien kostuen igoera handiak eta langilerik ezak kalte egin zioten sektorearen jarduerari. Hala eta guztiz ere, 2022aren hasieran, sektorea gai izan da hazkunde erritmoa %1,9raino handitzeko, beste sektoreen oso azpitik oraindik ere, baina goranzko joera argian, obra zibilak emandako bultzadari esker, nahiz eta higiezin merkatuak ere suspertzea erakusten duen.

Eskariaren aldetik nabarmendu beharreko ezaugarria kanpo saldoak lehen hiruhilekoan BPGaren hazkundeari egin zion aparteko ekarpena da. Oro har, kanpo

La recesión provocada por la pandemia frenó el consumo y la inversión, postergando la demanda de determinados bienes que ahora están aflorando. Ese fuerte tirón de la demanda ha impulsado la actividad de la industria, que registra un ritmo de crecimiento muy importante. En concreto, su valor añadido aumentó en el primer trimestre un 6,5% interanual y la información más reciente del sector sugiere que en los meses posteriores ha mantenido el tono expansivo, a pesar de las subidas de costes y de la falta de suministro de determinados bienes.

También los servicios ofrecen un perfil de evolución muy expansivo, favorecido por la supresión de las restricciones a la movilidad que se adoptaron para frenar la pandemia. Así, el conjunto del sector anotó un incremento de su valor añadido en el primer trimestre del 6,0%, seis décimas por encima del dato anterior. De los tres grupos de actividades que componen el sector, fue el que engloba al comercio, la hostelería y el transporte el que consiguió la tasa de variación más elevada (11,0%), en parte por comparación con un momento de baja actividad y en parte por la gran demanda de los servicios que no estuvieron disponibles durante la pandemia. Los servicios ligados a la administración pública, que no se redujeron en ningún momento de la lucha contra el virus, mantienen un ritmo muy estable y crecieron un 2,9%, tan solo unas décimas más que en el conjunto de 2021. Por último, el resto de servicios (4,8%) mejoró sus datos anteriores.

La construcción tuvo un momento de debilidad en el tramo final de 2021, con una tasa interanual de su valor añadido de tan solo un 0,5%, alejada de la media de la economía. La fuerte subida de costes de las materias primas y la falta de personal perjudicaron la actividad del sector. Sin embargo, en el inicio de 2022 el sector ha sido capaz de aumentar su ritmo de crecimiento hasta el 1,9%, todavía muy por debajo de los otros sectores, pero en una clara línea ascendente, gracias al impulso dado por la obra civil, aunque también el mercado inmobiliario da muestras de reactivación.

La característica a destacar desde el lado de la demanda es la extraordinaria aportación que el saldo exterior hizo el primer trimestre al crecimiento del PIB. En general, las



saldoaren ekarpenak txikiak eta zeinu aldakorrekoak izaten dira. Hala ere, garrantzia hartzen dute suspertzeko prozesuetan, zeinetan esportazioek zeregin garrantzitsua jokatzen baitute jardueraren dinamizatzaile gisa. Hori horrela, aurtengo hasieran ekarpen hori 2,7 puntu ingurukoa izan da, hau da, barne eskariak egindakoaren ia berdina. Halaber, gutxienez hogeita bost urtean erregistratu den altuena da. Esportazio errealak urte arteko %10etik gora hazi ziren eta inportazioak, berriz, %8,9.

Barne eskariak goranzko joera neurritsua izan zuen, %2,9koa, aurreko bi aldietan erakutsi zuenaren oso antzekoa. Kontsumo pribatuak %3,1eko hazkunde iraunkorra izan zuen, eta hazkunde hori ekonomia osoarena baino txikiagoa da oraindik. Energiaren garestitzeak (elektrizitatea, erregaiak eta gasa) sortutako ziurgabetasunak agregatu horren susperraldia geldiarazi du. Inbertsioaren kasuan (%3,9), kostuen igoerak, hornidurarik ezak eta zalantzaz beteriko etorkizunak eragotzi dute aldagai horrek bilakaera biziagoa lortzea.

Prezioen igoera da eragile ekonomikoen kezka iturri nagusia. KPIari dagokionez, urte arteko aldakuntza tasa %9,5era igo zen martxoan, eta, maiatzean %8,3ra jaitsi bazen ere, aldagai horren kontrola ez da azkarra izango, azpiko inflazioak markatzen duen bilakaeraren arabera, jadanik %4,7an kokatu baita.

Lan merkatuak oso irudi positiboa eskaintzen du, aldi horretan enplegu sorrera handia eta langabeziaren pixkanakako jaitsiera erregistratu baititu. Hain zuzen ere, lanaldi osoko lanpostuei dagokienez, urtearen hasieran igoera %5,0 izan zen, hau da, 46.000 enplegu garbi inguru sortu ziren. Bestalde, langabezia tasa %9,1era murriztu zen, duela urtebete baino ia bi puntu beherago.

Une ekonomikoaren inguruko ziurgabetasuna dela eta, zuhurtasunez hartu behar dira ezagutzera ematen diren aurreikuspenak. Inguruneari dagokionez, hazkunde tasak %3,0 baino pixka bat handiagoak izango dira aurtengo euroaren eremuan eta %4,4 handiagoa, berriz, Espainian. Testuinguru horretan, Ekonomia eta

aportaciones del saldo exterior suelen ser pequeñas y de signo cambiante. Sin embargo, adquieren relevancia durante los procesos de recuperación, en los que las exportaciones suelen jugar un papel importante como dinamizador de la actividad. Así, en el inicio del año esa aportación fue del orden de los 2,7 puntos, es decir, casi igual a la realizada por la demanda interna. Además, es la más elevada que se haya registrado en, al menos veinticinco años. Las exportaciones reales crecieron de nuevo por encima del 10% interanual y las importaciones avanzaron un 8,9%.

La demanda interna mantuvo un tono expansivo moderado, del 2,9%, no muy diferente al de los dos periodos anteriores. El consumo privado registró un crecimiento sostenido del 3,1%, que todavía es inferior al del conjunto de la economía. La incertidumbre generada por el encarecimiento de la energía (electricidad, combustibles y gas) ha frenado la recuperación de este agregado. En el caso de la inversión (3,9%), la subida de costes, la falta de suministros y un panorama incierto han impedido un mejor desempeño de esta variable.

La subida de los precios es el principal foco de preocupación de los agentes económicos. En términos de IPC, la variación interanual se elevó hasta el 9,5% en marzo y, aunque en mayo había bajado al 8,3%, el control de esta variable no va a ser rápido, a tenor de la evolución que marca la inflación subyacente, que se encuentra ya en el 4,7%.

El mercado de trabajo ofrece una imagen muy favorable, puesto que registra en el periodo una fuerte creación de empleo y un descenso paulatino del paro. Así, en términos de puestos de trabajo a tiempo completo, en el inicio del año el incremento fue del 5,0%, que se traduce en la creación de unos 46.000 empleos netos. Por su parte, la tasa de paro se redujo hasta el 9,1%, casi dos puntos por debajo de la existente hace un año.

La incertidumbre que rodea el momento económico obliga a tomar con cautela las previsiones que se dan a conocer. Se anticipan para el entorno tasas de crecimiento este año ligeramente superiores al 3,0% en la zona del euro y del 4,4% para España. Con ese telón de fondo, las nuevas previsiones realizadas por la Dirección de Economía y Planificación no



Plangintza Zuzendaritzak egindako aurreikuspen berriek ez dute aldaketa nabarmenik eskaintzen aurrekoekin alderatuta, eta BPG errealarentzat espero den hazkunde tasa %4,5ean mantentzen dute; BPG nominala, berriz, %10,0ra iritsiko da, inflazioaren igoera handiaren ondorioz. Horrela, BPGaren deflatorea %5,2ra igo da egungo aurreikuspenean, martxoan egindako aurreikuspena baino puntu bat gorago. Prezioen igoerarik handiena aurtengo erdiko hiruhilekoetan gertatuko da, eta, ondoren, moteltze txiki bat hasiko da. Enpleguari dagokionez, sortutako lanpostuen hazkundea %3,2 da orain, eta urteko batez besteko langabezia tasa egungo balioaren azpitik egongo da. Zehazkiago, %8,8 izango dela aurreikusten da.

ofrecen cambios sustanciales respecto a las anteriores y mantienen la tasa de crecimiento esperada para el PIB real en el 4,5%, mientras que el PIB nominal llegará al 10,0%, como consecuencia de la fuerte subida de la inflación. Así, el deflactor del PIB se eleva en la actual previsión hasta el 5,2%, un punto por encima de la previsión realizada en marzo. La mayor subida de precios se producirá en los trimestres centrales de este año, para iniciar posteriormente una suave desaceleración. En materia de empleo, el incremento de los puestos de trabajo generados se sitúa ahora en el 3,2% y la tasa de paro media anual estará por debajo de su valor actual. En concreto, se estima que se situará en el 8,8%.