

EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

ÓSCAR ARCE

Director General de Economía y Estadística

INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (*ONLINE*)

30 de noviembre de 2021



ÍNDICE

1. El comportamiento de la actividad ha sorprendido a la baja en los últimos trimestres
2. La información más reciente apunta a una moderación en la tasa de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre
3. El repunte inflacionista: evidencia, perspectivas e implicaciones de política monetaria
4. Fuentes de incertidumbre sobre el crecimiento y la evolución de los precios

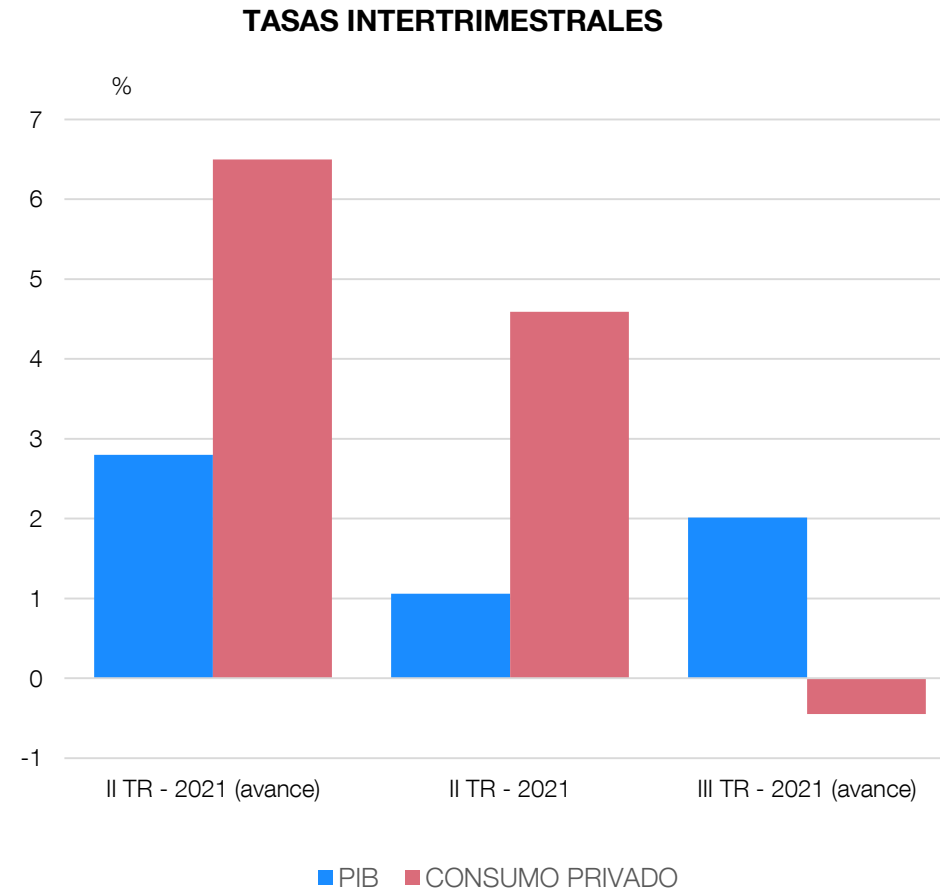
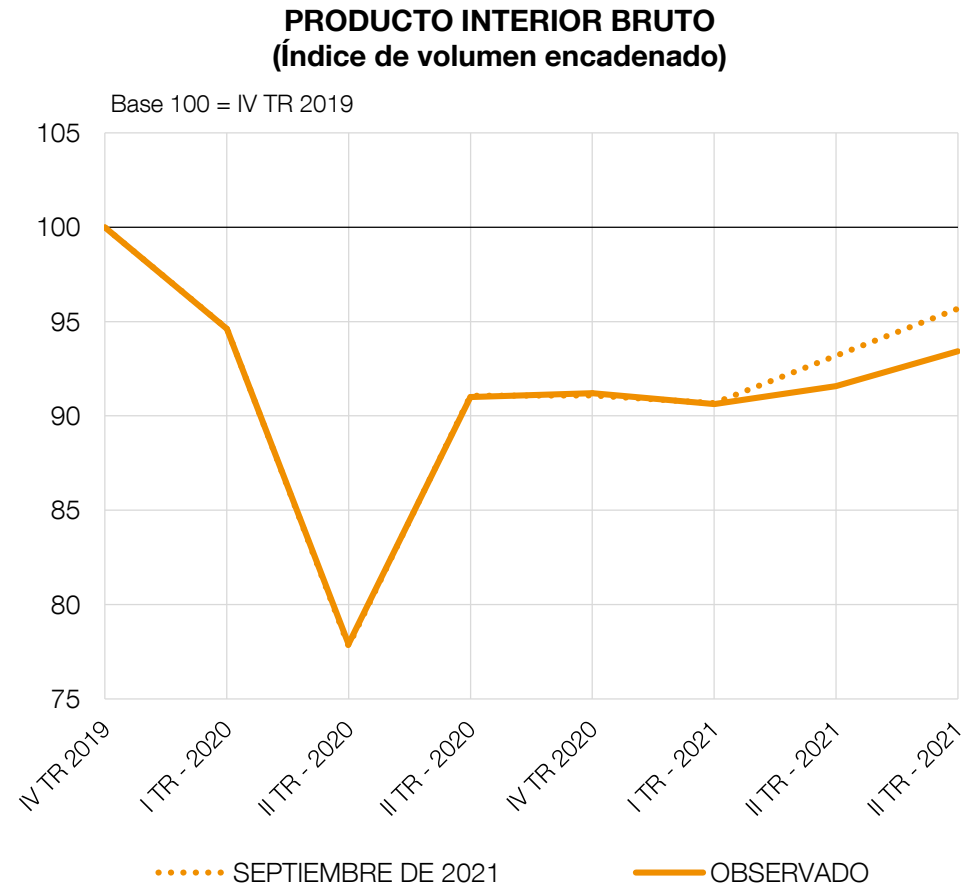


ÍNDICE

- 1. El comportamiento de la actividad ha sorprendido a la baja en los últimos trimestres**
2. La información más reciente apunta a una moderación en la tasa de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre
3. El repunte inflacionista: evidencia, perspectivas e implicaciones de política monetaria
4. Fuentes de incertidumbre sobre el crecimiento y la evolución de los precios

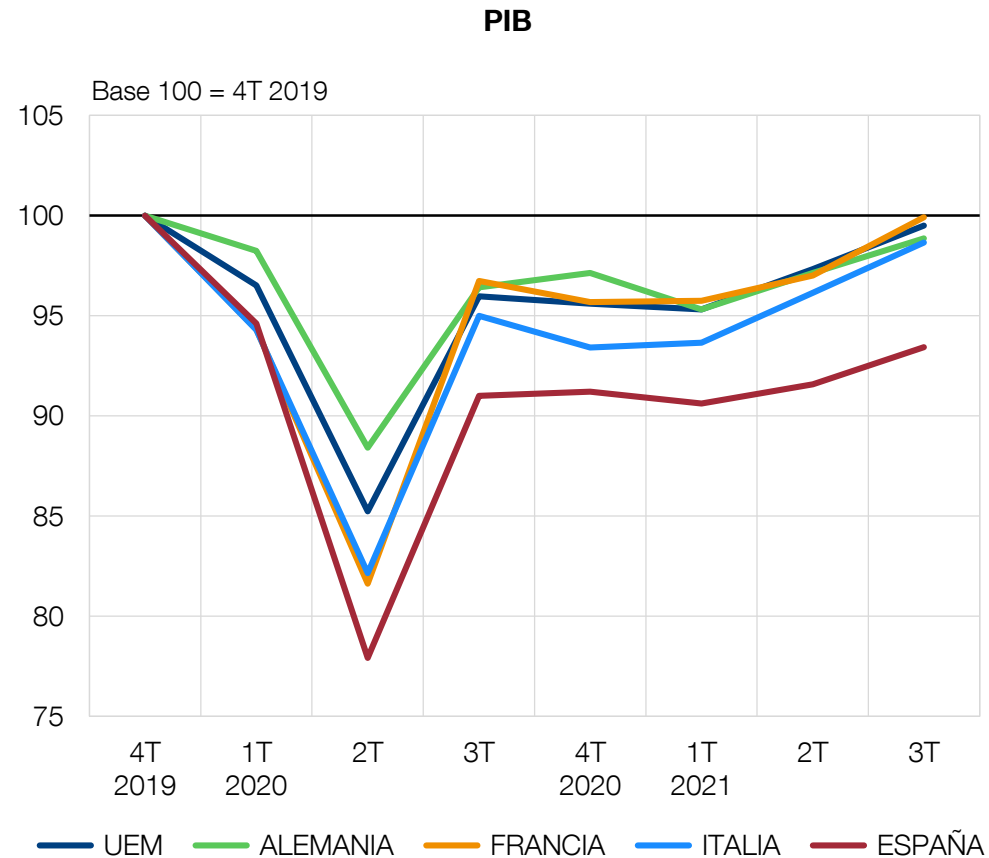


EN LOS DOS ÚLTIMOS TRIMESTRES, LA EVOLUCIÓN DEL PIB HA SORPRENDIDO A LA BAJA, DEBIDO EN PARTE A LA REVISIÓN DE LOS DATOS DE CONTABILIDAD NACIONAL TRIMESTRAL



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

EN ESPAÑA, LA CONTRACCIÓN DE LA ACTIVIDAD DERIVADA DE LA PANDEMIA FUE MÁS ACUSADA QUE EN LA UEM, Y LA RECUPERACIÓN POSTERIOR ESTÁ SIENDO MENOS VIGOROSA



Algunos factores detrás de esta divergencia:

Peor evolución de la demanda exterior neta

Lenta recuperación de los flujos turísticos

Menor dinamismo del consumo y de la inversión empresarial

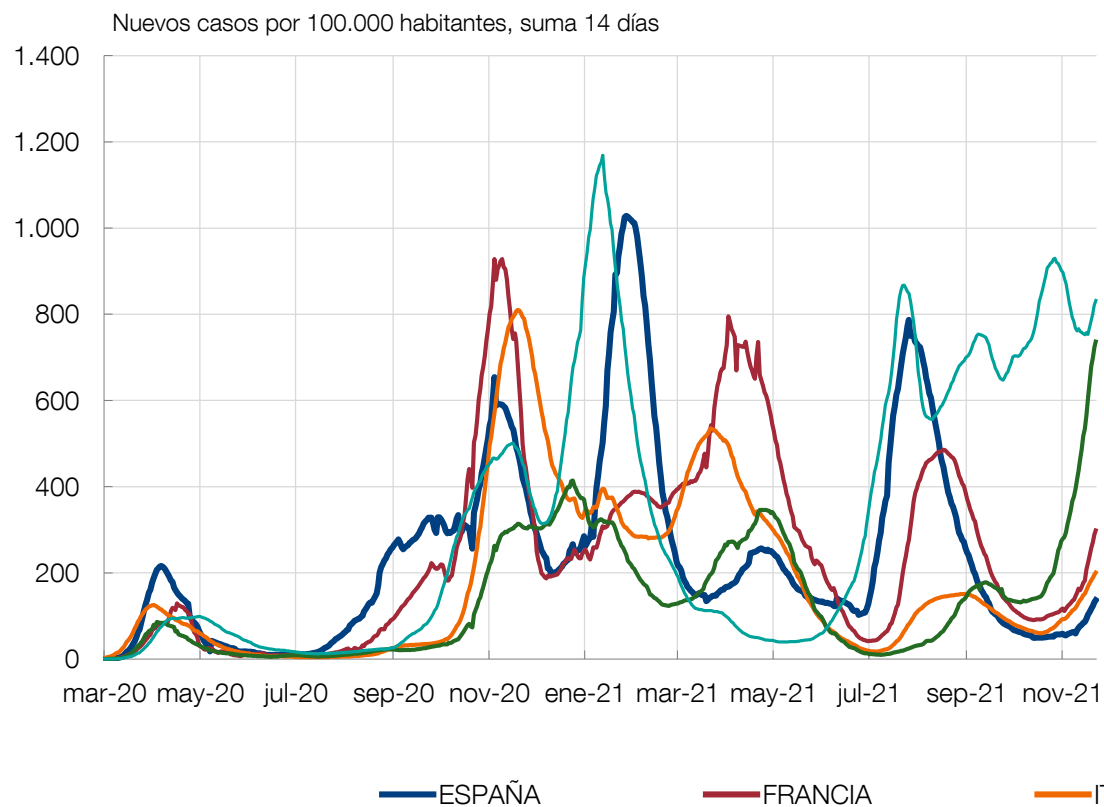
ÍNDICE

1. El comportamiento de la actividad ha sorprendido a la baja en los últimos trimestres
- 2. La información más reciente apunta a una moderación en la tasa de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre**
3. El repunte inflacionista: evidencia, perspectivas e implicaciones de política monetaria
4. Fuentes de incertidumbre sobre el crecimiento y la evolución de los precios

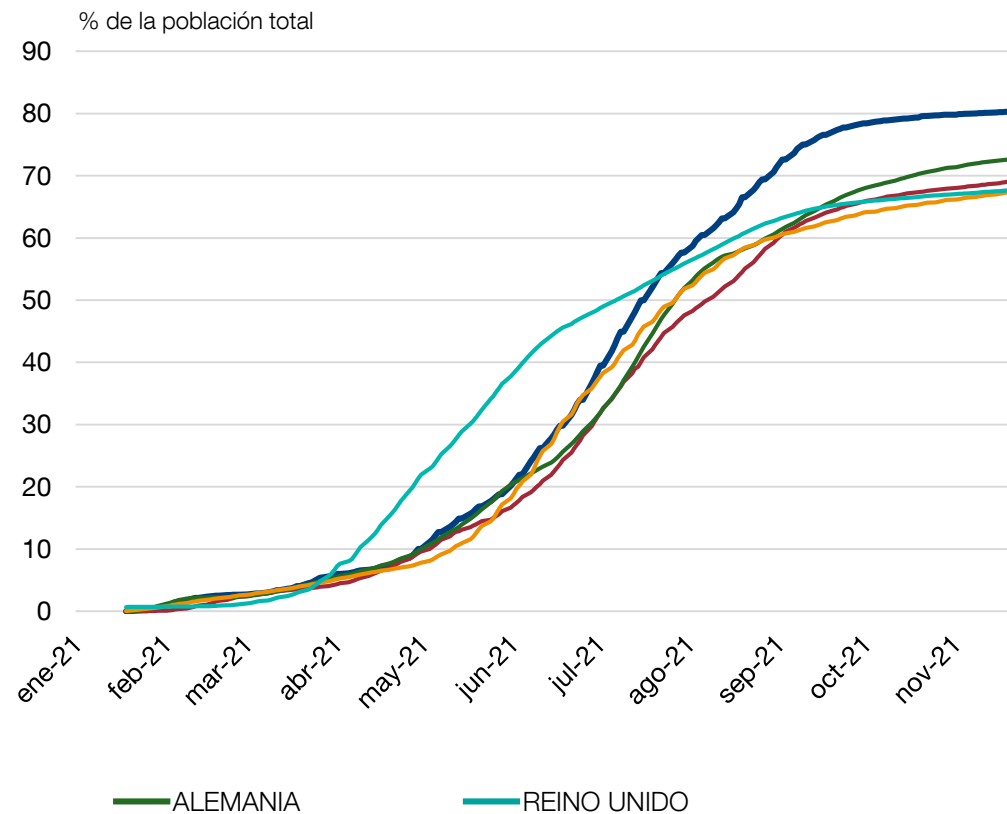


PANDEMIA: LA INCIDENCIA Y LAS HOSPITALIZACIONES AUMENTAN NUEVAMENTE, A PESAR DEL AVANZADO GRADO DE VACUNACIÓN EN ESPAÑA. INCERTIDUMBRE ANTE LA NUEVA CEPA

INCIDENCIA ACUMULADA EN 14 DÍAS



POBLACIÓN TOTALMENTE VACUNADA

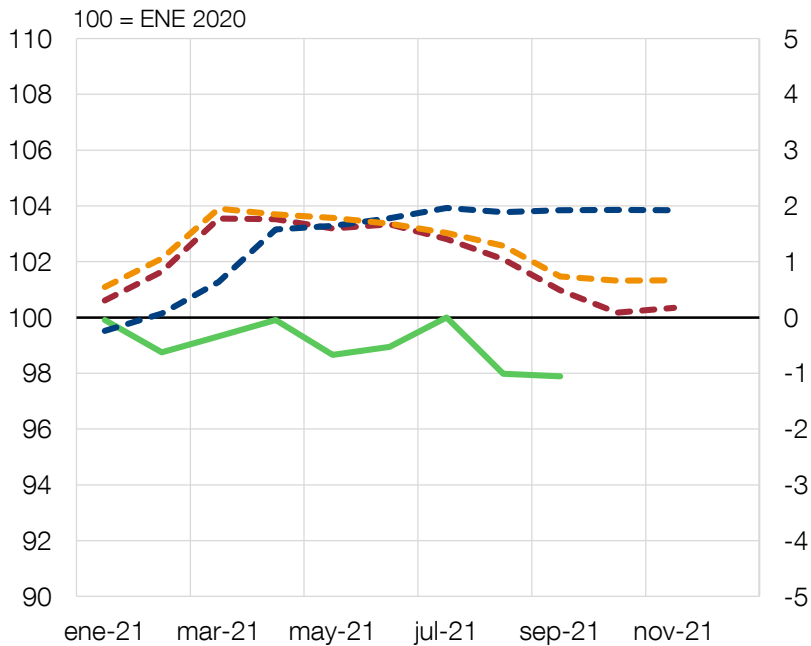


Fuente: Our World in Data.

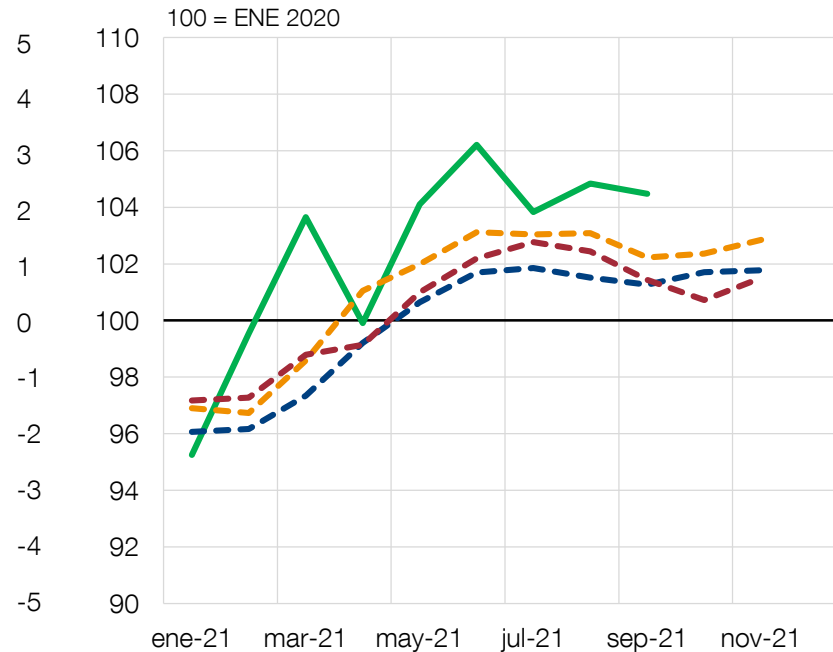
ÁREA DEL EURO: LA INFORMACIÓN MÁS RECIENTE SUGIERE UNA RALENTIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL CUARTO TRIMESTRE

UEM. INDICADORES

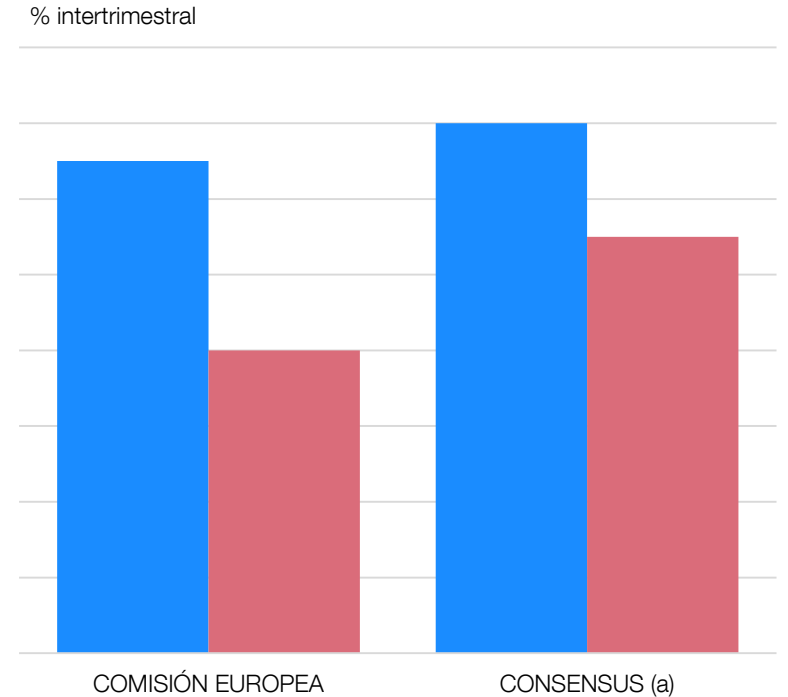
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA EL CUARTO TRIMESTRE



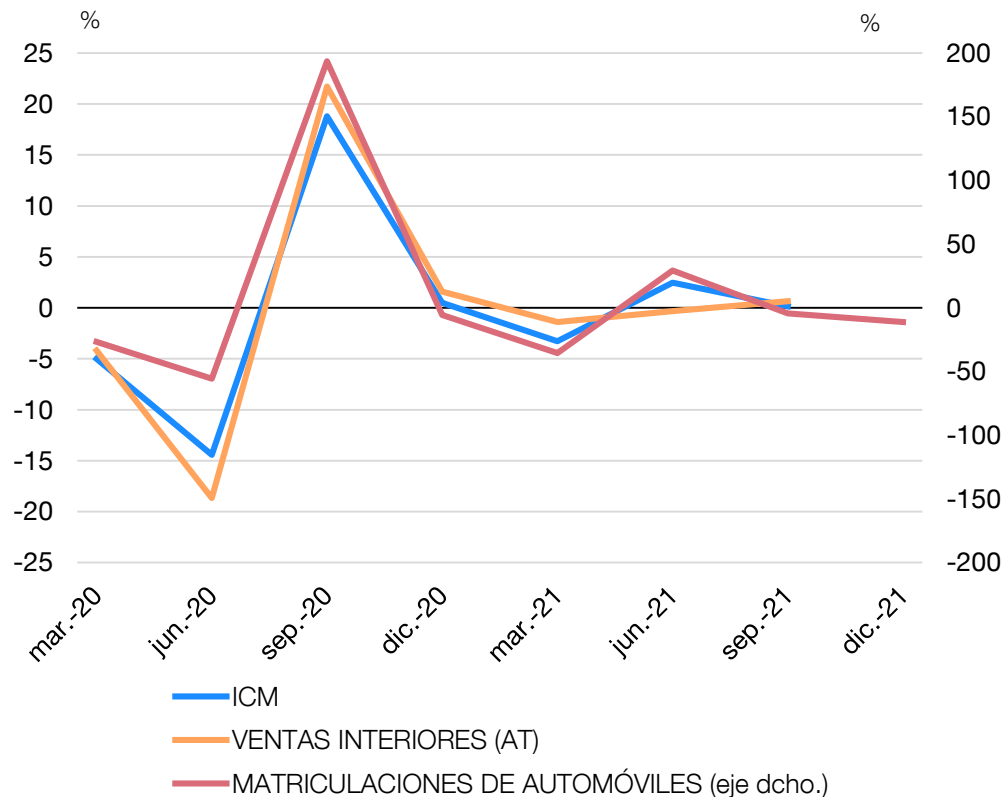
- PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (exc const y energ)
- PMI MANUFACTURAS (Esc. dcha.)
- CONFIANZA INDUSTRIAL (Esc. dcha.)
- PMI MANUFACTURAS PEDIDOS EXTERIORES (Esc. dcha.)

- VENTAS AL POR MENOR
- CONFIANZA SERVICIOS (Esc. dcha.)
- CONFIANZA COMERCIO MINORISTA (Esc. dcha.)
- PMI SERVICIOS (Esc. dcha.)

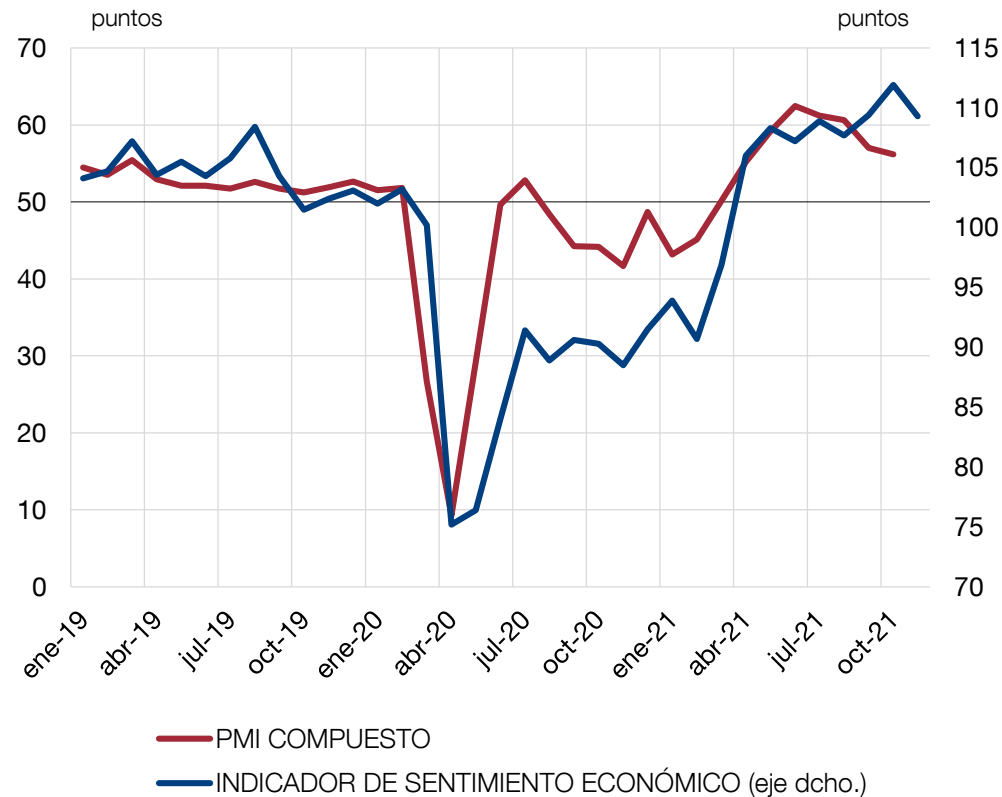
Fuentes: Comisión Europea, Eurostat e HIS Markit. Última observación: Indicadores de opinión de la CE, PMI manufacturas y servicios (noviembre), IPI y ventas al por menor (septiembre).
a) Previsiones correspondientes a junio y septiembre.

PARA ESPAÑA, TANTO LOS INDICADORES CUANTITATIVOS COMO LOS CUALITATIVOS APUNTARÍAN TAMBIÉN A UNA POSIBLE DESACELERACIÓN EN EL PERIODO MÁS RECIENTE...

TASAS INTERTRIMESTRALES



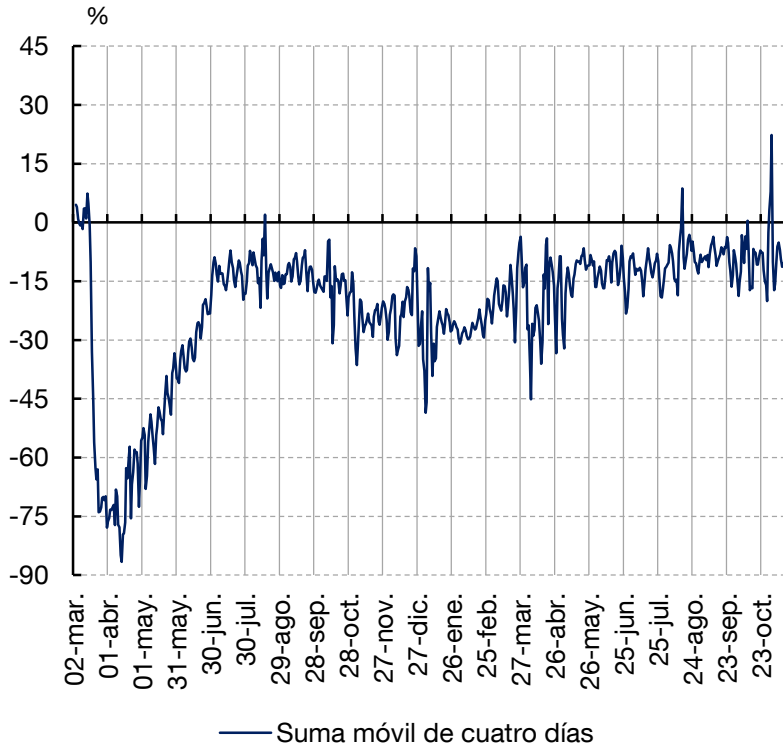
INDICADORES CUALITATIVOS



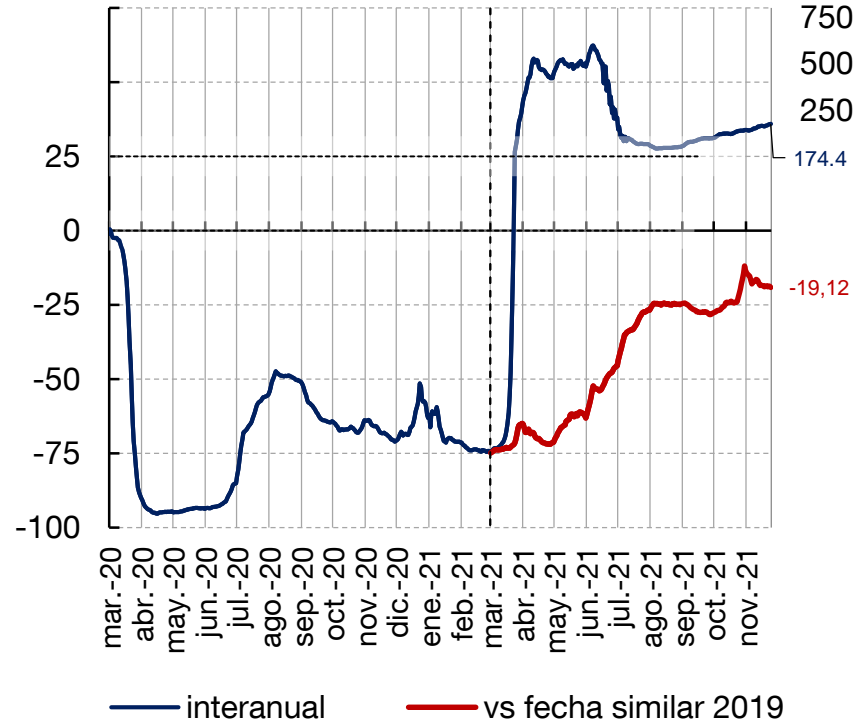
Fuentes: ANFAC, INE, Agencia Tributaria, IHS Markit y Comisión Europea.

... Y LA TENDENCIA A LA MEJORA DE LOS INDICADORES DE ALTA FRECUENCIA SE HA ESTABILIZADO EN LAS ÚLTIMAS SEMANAS

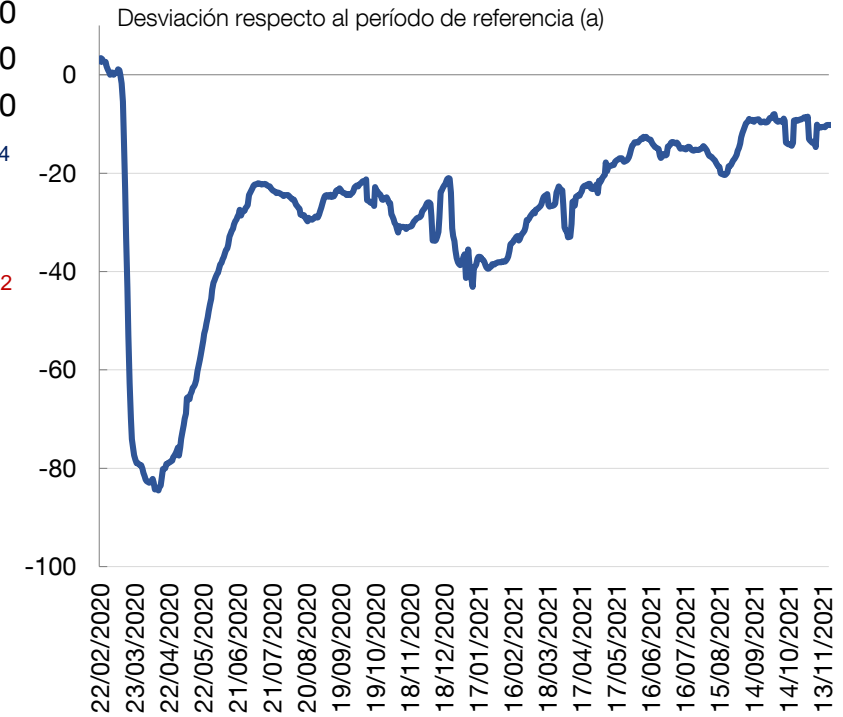
DEMANDA TOTAL DE GASOLINAS Y GASÓLEOS
(variación con respecto a 2019)



TRÁFICO AÉREO EN AEROPUERTOS ESPAÑOLES
(variación interanual y frente a fecha similar de 2019, media móvil 7 días)



INDICADOR DE MOVILIDAD DE GOOGLE
(media de los indicadores de ocio, lugares de trabajo y estaciones de transporte)

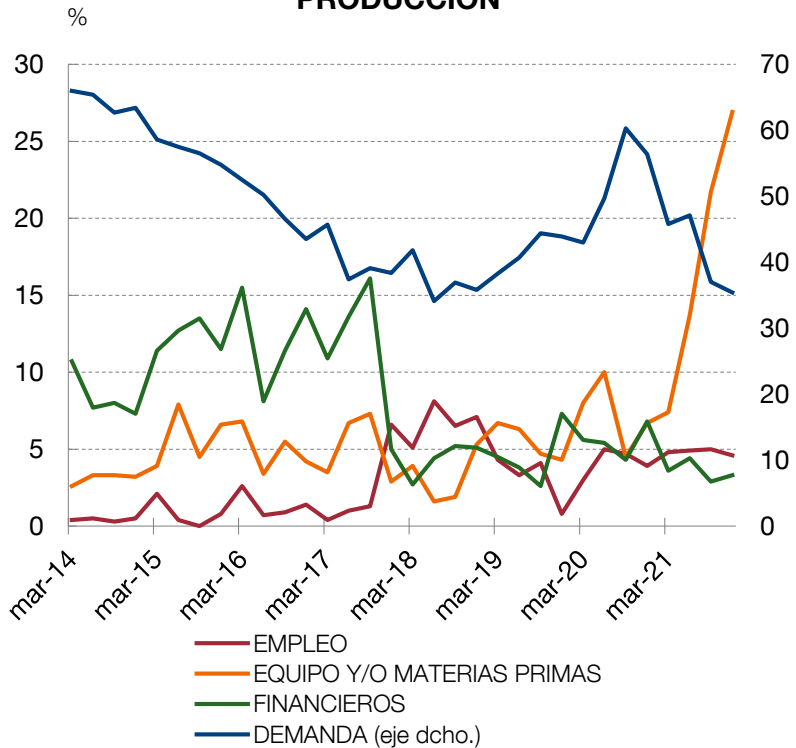


Fuentes: Grupo Respol, Organización Europea para la Seguridad de la Navegación Aérea y Google.

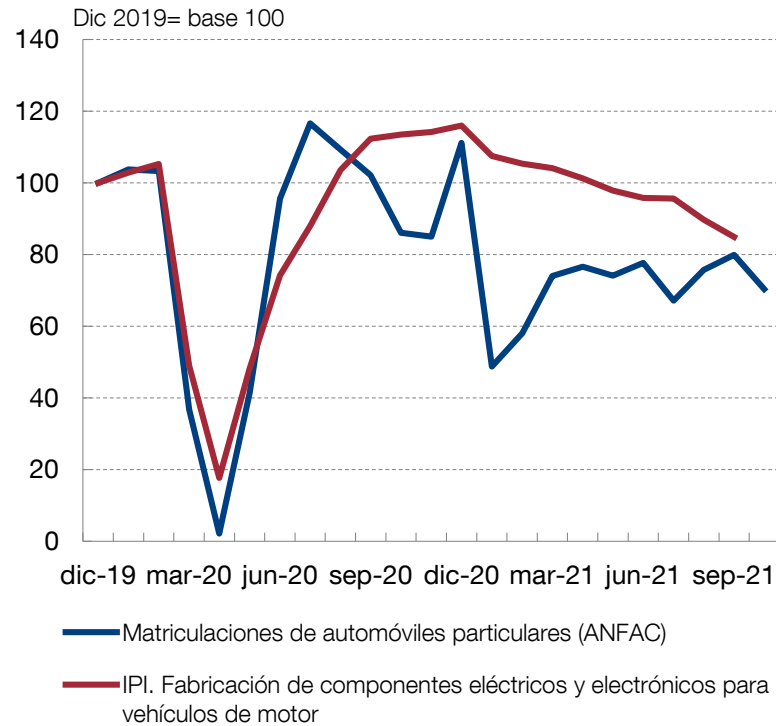
a) Desviación en pp respecto a la movilidad observada en un periodo de referencia prepandemia (del 3 de enero al 6 de febrero de 2020). Se representan las medias móviles de 7 días.

LOS CUELLOS DE BOTELLA EN LAS CADENAS GLOBALES DE SUMINISTROS SE ESTARÍAN REFLEJANDO, ENTRE OTROS ÁMBITOS, EN CAÍDAS EN LA PRODUCCIÓN Y VENTAS DE AUTOMÓVILES ...

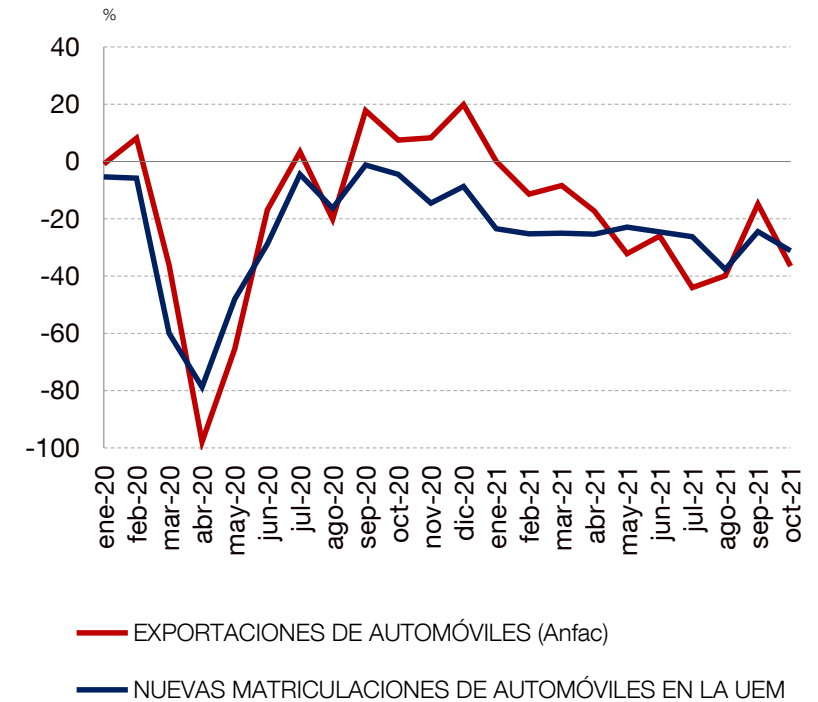
FACTORES QUE ESTÁN LIMITANDO LA PRODUCCIÓN



MATRICULACIONES Y PRODUCCIÓN DE AUTOMÓVILES



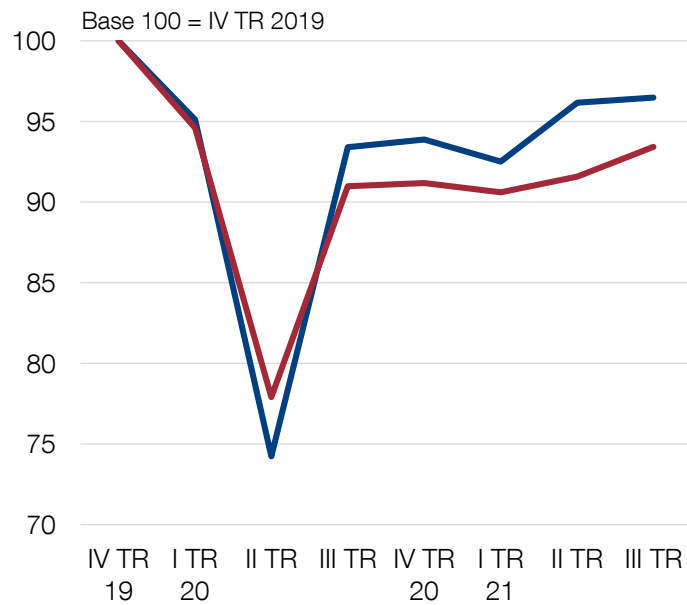
EXPORTACIONES DE AUTOMÓVILES (unidades) Tasas de variación sobre las mismas fechas de 2019



Fuentes: Comisión Europea, ANFAC, INE y Eurostat.

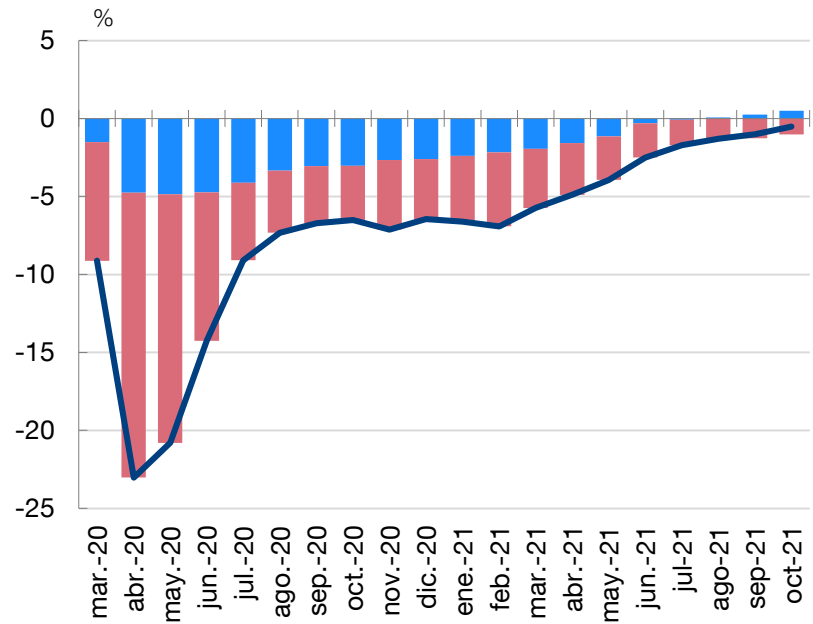
EL EMPLEO SE ESTÁ RECUPERANDO MÁS RÁPIDAMENTE QUE EL PIB. EN OCTUBRE, LA AFILIACIÓN EFECTIVA PRÁCTICAMENTE ALCANZÓ EL NIVEL PREVIO A LA CRISIS

HORAS TRABAJADAS Y PIB



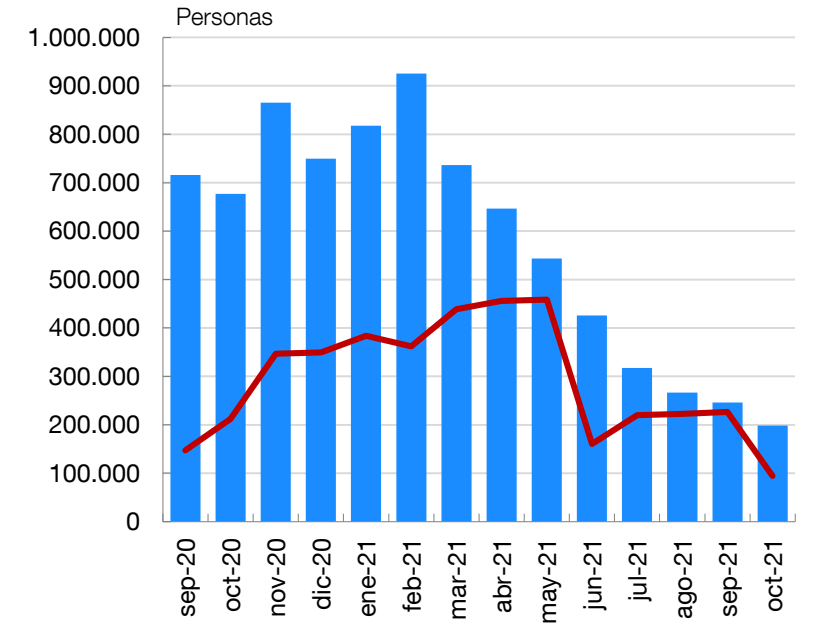
— HORAS TRABAJADAS — PIB

VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020 (Series desestacionalizadas de afiliación total)



— AFILIACIÓN EFECTIVA — ERTE — AFILIACIÓN TOTAL

ASALARIADOS EN ERTE Y AUTÓNOMOS EN CESE DE ACTIVIDAD

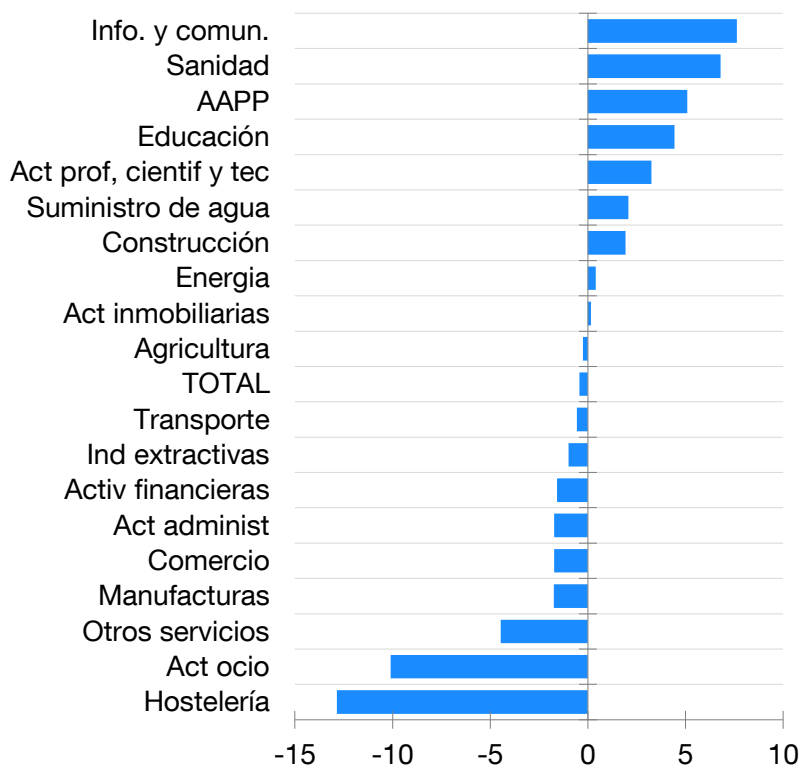


— TRABAJADORES EN ERTE — AUTÓNOMOS CON PRESTACIÓN POR CESE DE ACTIVIDAD

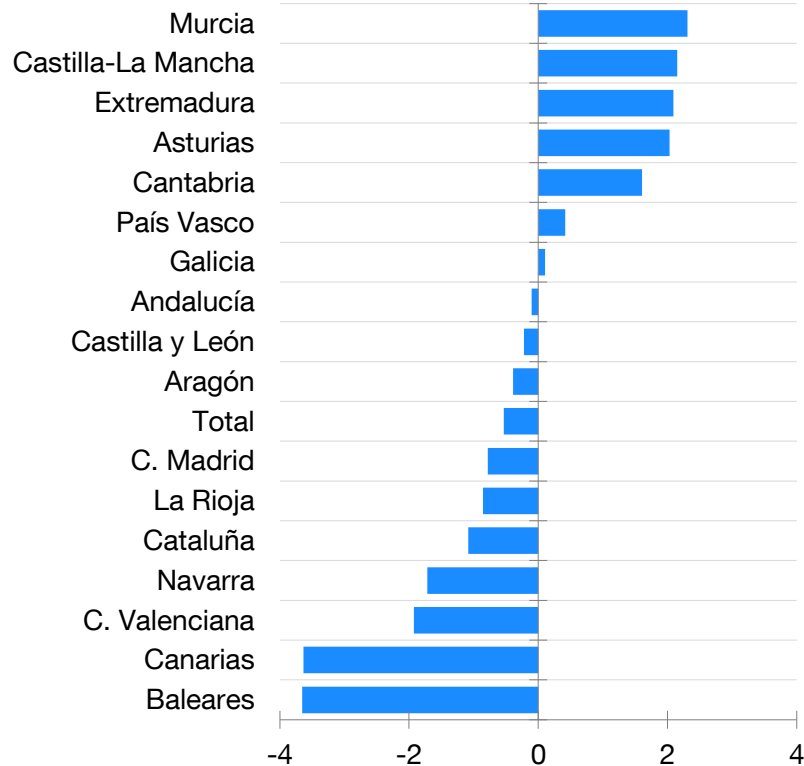
Fuentes: INE y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. Última observación: tercer trimestre de 2021 (PIB y horas trabajadas) y octubre (afiliación, ERTE y autónomos con prestación por cese de actividad).

EL EFECTO DE LA PANDEMIA SIGUE SIENDO MUY DESIGUAL POR SECTORES, POR REGIONES Y POR COLECTIVOS

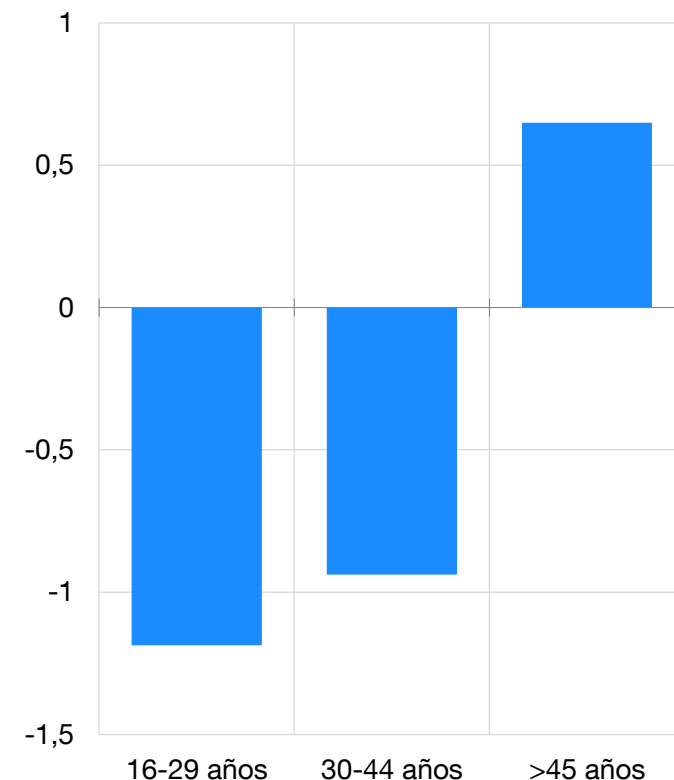
**AFILIACIÓN EFECTIVA POR RAMAS (a)
VARIACIÓN ENTRE OCT-21 Y FEB-20 (%)**



**TASA DE OCUPACIÓN EFECTIVA POR CCAA
VARIACIÓN ENTRE 3T 2021 Y 3T 2019 (%)**



**TASA DE OCUPACIÓN EFECTIVA POR EDAD
VARIACIÓN ENTRE 3T 2021 Y 3T 2019 (%)**



Fuentes: INE y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. Última observación: tercer trimestre de 2021 (tasa de ocupación efectiva) y octubre (afiliación efectiva).

(a) Series desestacionalizadas.

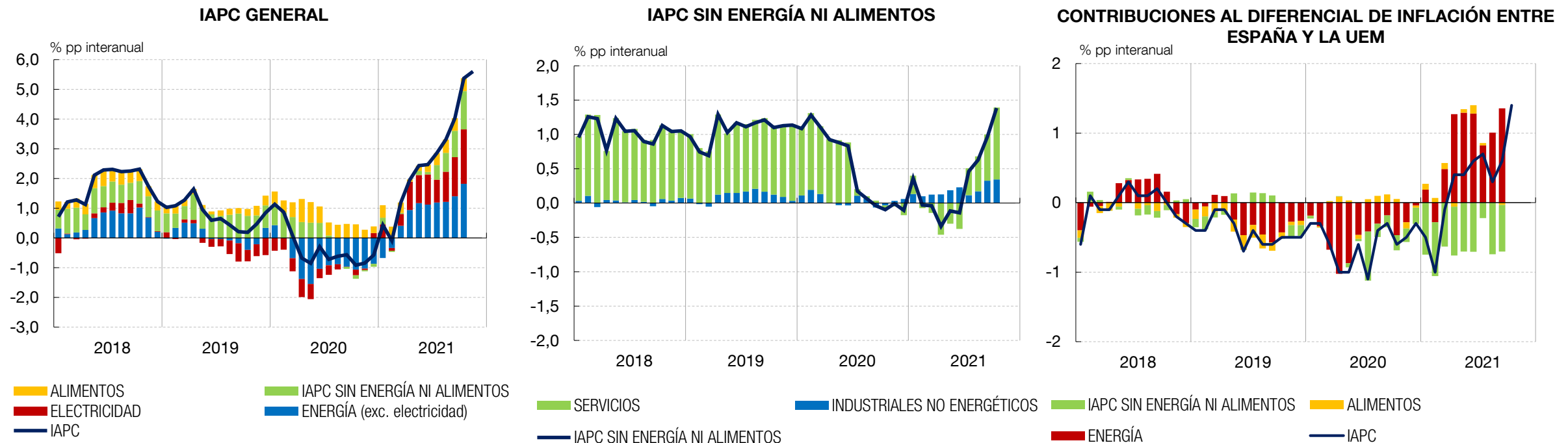
ÍNDICE

1. El comportamiento de la actividad ha sorprendido a la baja en los últimos trimestres
2. La información más reciente apunta a una moderación en la tasa de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre
- 3. El repunte inflacionista: evidencia, perspectivas e implicaciones de política monetaria**
4. Fuentes de incertidumbre sobre el crecimiento y la evolución de los precios



EVIDENCIA: EL COMPONENTE ENERGÉTICO EXPLICA LA MAYOR PARTE DE LA ACELERACIÓN DEL IAPC

- El crecimiento del IAPC sin energía se ha acelerado entre abril y octubre (del -0,2% al 1,5%), situándose ya en niveles algo superiores a los observados antes de la pandemia.
- El componente energético contribuyó con 3,7 pp a la inflación en octubre, dando lugar a un diferencial positivo respecto al área del euro en la inflación general.
- El componente energético no eléctrico combina el efecto base (transitorio) provocado por el descenso en los precios del petróleo en la primavera de 2020 con el encarecimiento observado en los últimos meses, en un clima de recuperación global.

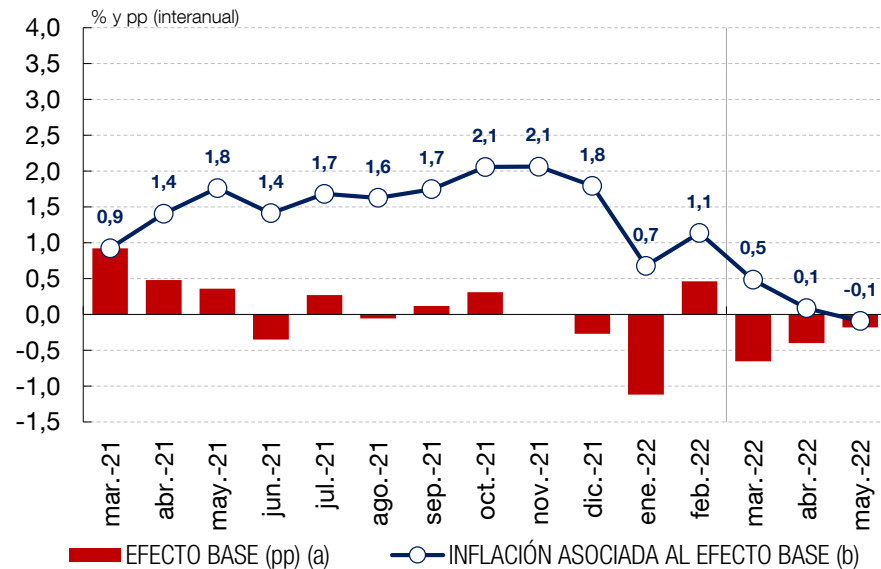


FUENTE: INE y Eurostat. Última observación: octubre de 2021 (flash de noviembre para el IAPC general).

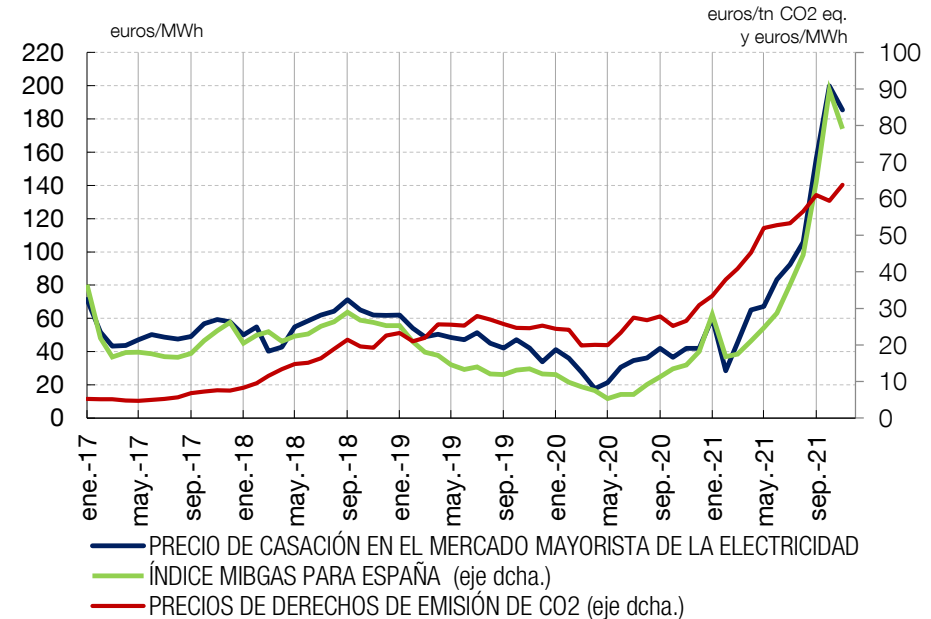
EVIDENCIA: LOS EFECTOS BASE Y EL INCREMENTO DEL PRECIO DE LA ELECTRICIDAD HAN SIDO CLAVES EN LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS AL CONSUMIDOR DESDE MARZO

- En la aceleración de la inflación desde febrero han desempeñado un papel importante los efectos base debidos a la acusada desaceleración en algunos componentes entre marzo y junio de 2020, cuya contribución alcanzaría un pico de 2,1 pp en octubre y noviembre, y se disiparía de aquí a la primavera.
- El precio mayorista de la electricidad se cuadruplicó entre diciembre de 2020 y mediados de noviembre de 2021. Las contribuciones respectivas de los encarecimientos del gas y de los derechos de emisión de CO₂ a ese aumento fueron de alrededor del 77% y el 8%.

EFECTOS BASE E IMPLICACIONES MECÁNICAS SOBRE LA TASA DE INFLACIÓN



PRECIOS DE LA ELECTRICIDAD EN EL MERCADO MAYORISTA, DEL GAS Y DE LOS DERECHOS DE EMISIÓN (MEDIA MENSUAL)



FUENTES: INE, Operador del Mercado Ibérico de Energía (OMIE), Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS), Sendeco2 y Banco de España. Última observación para el precio mayorista de la electricidad, índice MIBGAS y precio de derechos de CO₂, 23 de noviembre

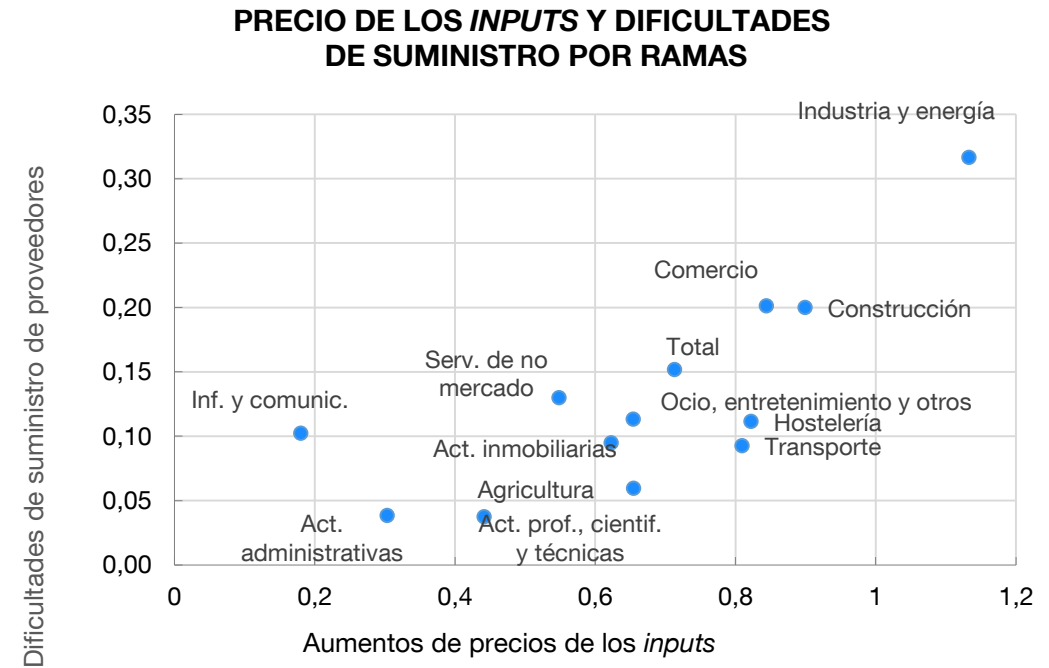
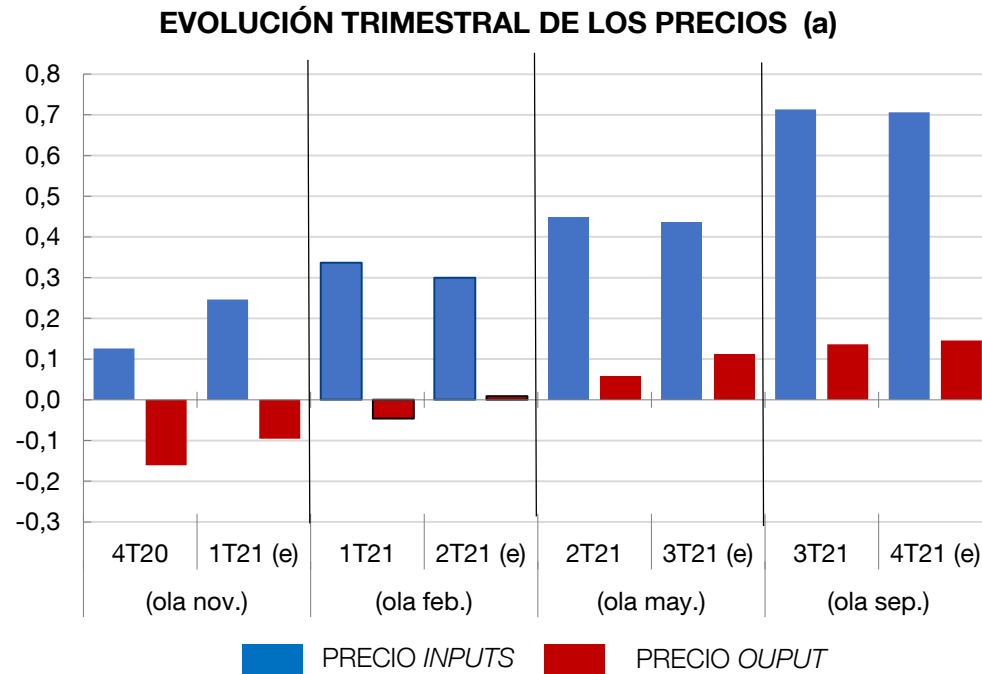
a. calculado como la desviación de las tasas intermensuales en t-12 respecto a las medias del periodo (ene 2012-feb 2020), cambiadas de signo.

b. Inflación mecánica obtenida acumulando los efectos base sobre los meses siguientes

Nota: El índice MIBGAS es el precio medio ponderado de todas las operaciones de gas celebradas para el mismo día en todas las Sesiones de Negociación para España.

EVIDENCIA: SEGÚN LAS EMPRESAS, LOS PROBLEMAS DE SUMINISTRO HAN AUMENTADO LAS PRESIONES INFLACIONISTAS

- El repunte del comercio internacional desde comienzos de año ha venido acompañado por incrementos muy acusados de los costes de transporte de mercancías y de algunos cuellos de botella en las cadenas de suministros internacionales.
- Las empresas afirman estar experimentando una presión creciente sobre los precios de sus consumos intermedios que de momento habrían trasladado solo muy parcialmente a sus precios de venta.
- Por ramas productivas, los incrementos de costes guardan una relación directa con la intensidad de las alteraciones de los suministros.



Fuente: EBAE (Banco de España).

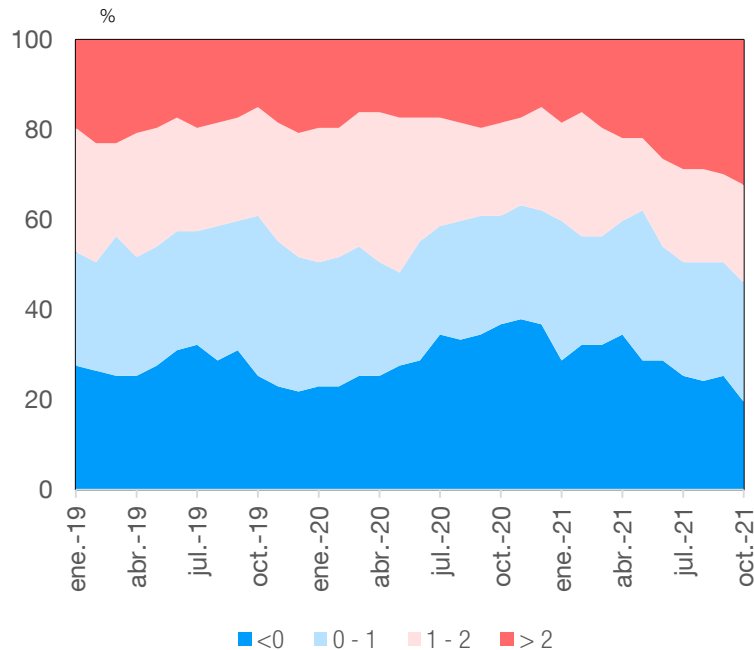
(a) Índice calculado como “descenso significativo” = -2; “descenso leve” = -1; “estabilidad” = 0; “aumento leve” = 1; “aumento significativo” = 2. La (e) hace referencia a las expectativas de las empresas para el trimestre correspondiente.

PERSPECTIVAS: EL REPUNTE SE CONCENTRA EN UNA PROPORCIÓN RELATIVAMENTE REDUCIDA DE BIENES Y SERVICIOS

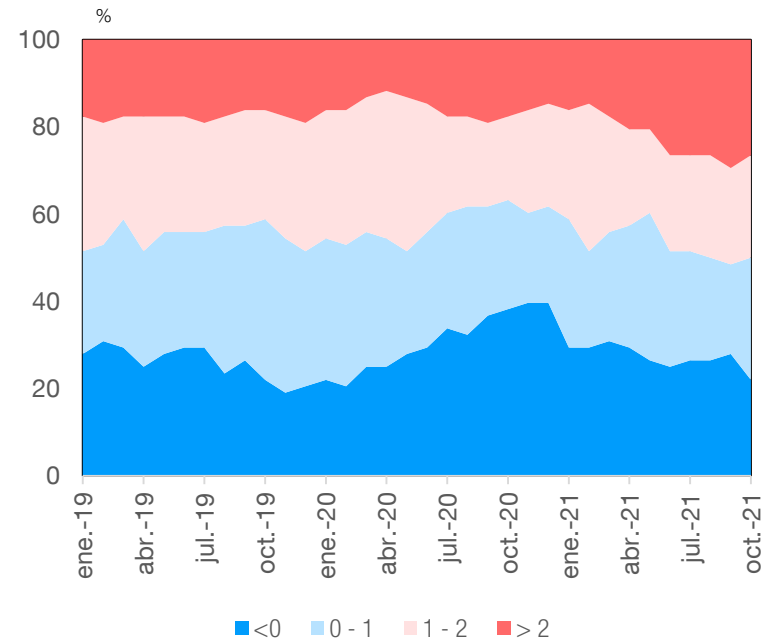
- El número de partidas con tasas de crecimiento mayores al 2% está aumentando, hasta superar, en octubre, el 30% en el IAPC general y el 25% en el IAPC sin energía ni alimentos. No obstante, se mantiene elevado el número de partidas con tasas negativas o inferiores al 1% (alrededor del 50% en el conjunto de ambos indicadores).
- El incremento del número de partidas con tasas superiores al 2% viene explicado, fundamentalmente, por los componentes relacionados con los bienes industriales no energéticos (BINES), que han aumentado desde el 6% en enero hasta el 31% en octubre.

PORCENTAJE DE SUBCLASES EN CADA RANGO DE CRECIMIENTO

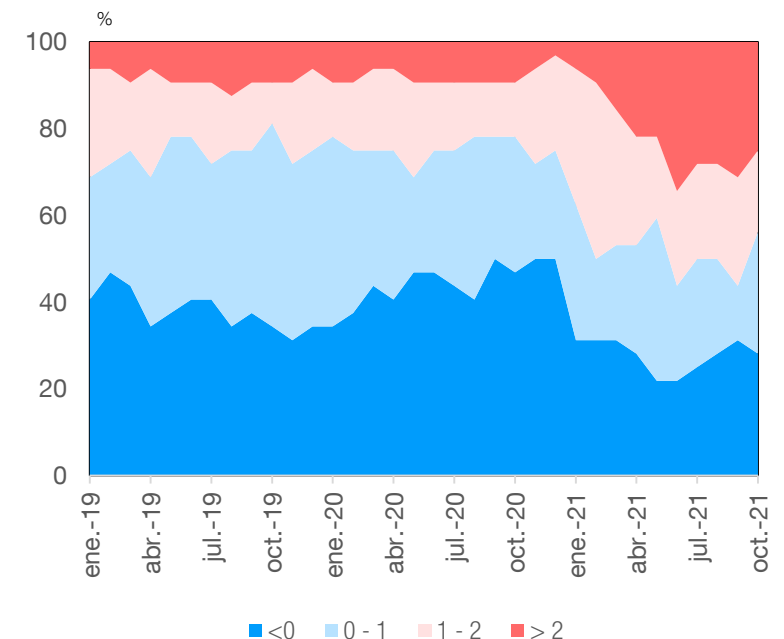
ÍNDICE GENERAL



IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS



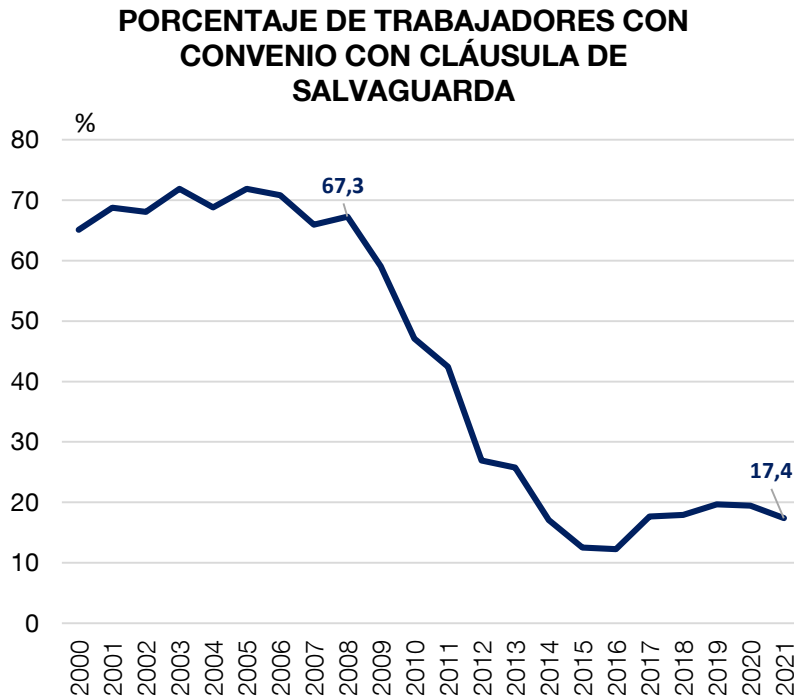
BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS



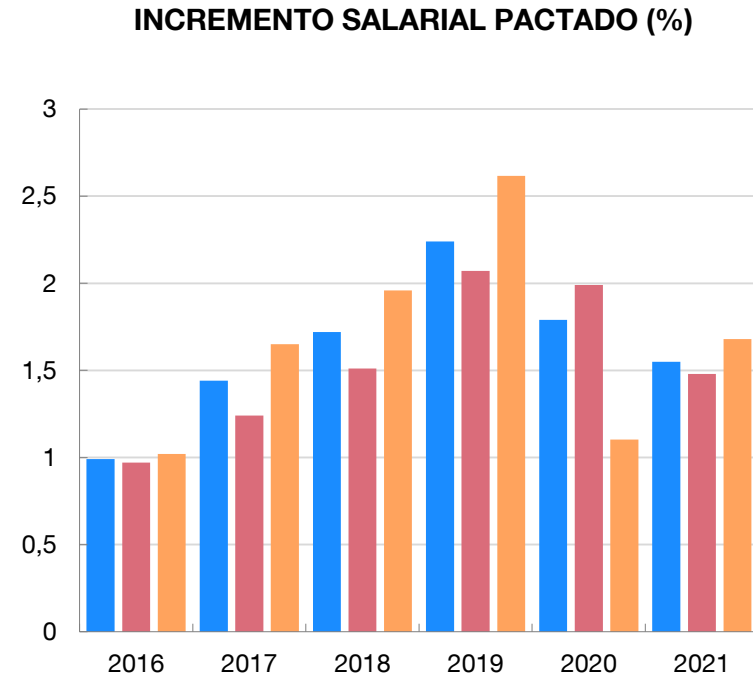
FUENTE: INE

PERSPECTIVAS: LA PROPORCIÓN REDUCIDA DE CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA MITIGA EL RIESGO DE EFECTOS DE 2ª VUELTA Y LOS INCREMENTOS SALARIALES PACTADOS SE MANTIENEN CONTENIDOS

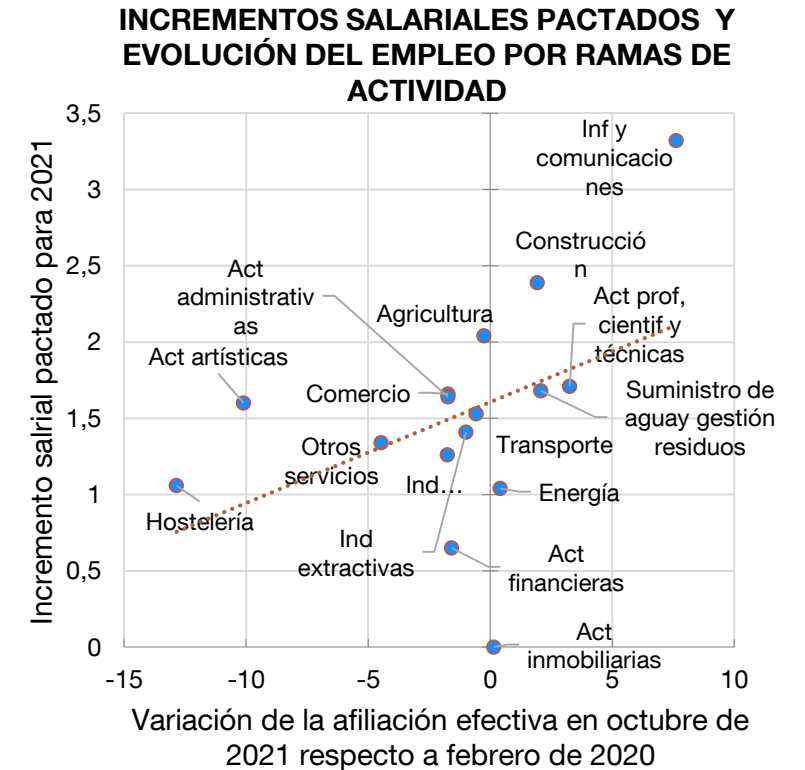
- Desde 2008, el porcentaje de convenios con salvaguarda se ha reducido con intensidad. Por esta razón, una eventual aceleración generalizada de los salarios propiciada por los niveles actuales de inflación no sería inmediata.
- Hasta octubre, los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva han mostrado una moderación respecto a 2021, con un incremento medio del 1,6% (1,8% en 2020), aunque se observa un incipiente repunte en los convenios de nueva firma (hasta el 1,7%).
- Los incrementos salariales son algo más elevados en algunas ramas de actividad, especialmente en aquellas con mejor evolución del empleo hasta el mes de octubre.



Fuente: Ministerio de Trabajo.

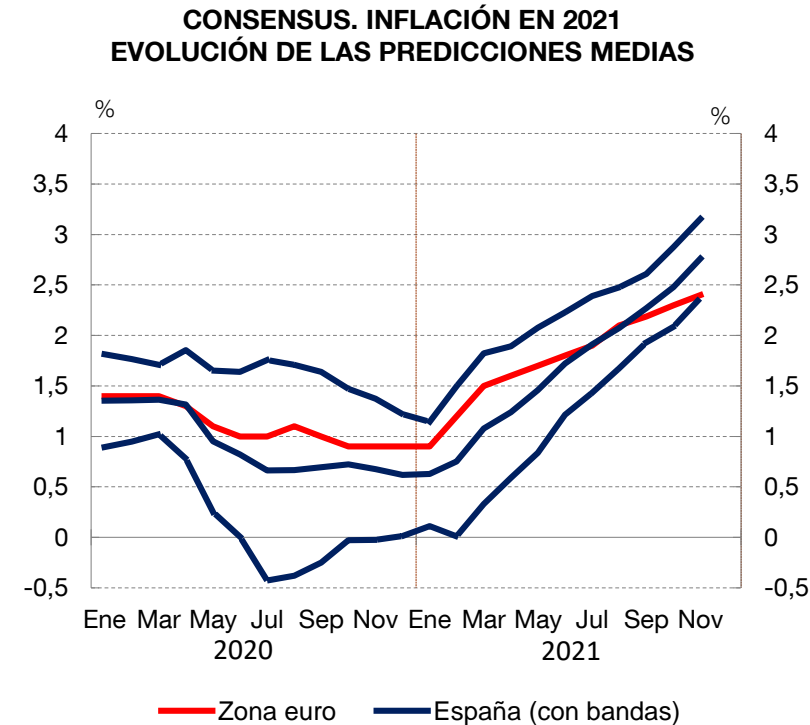
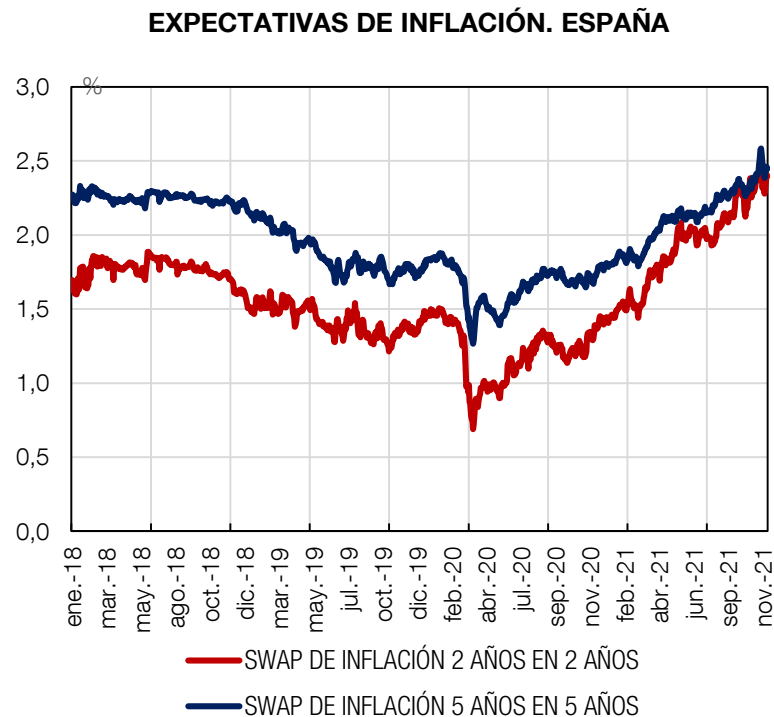


■ Convenios totales ■ Convenios revisados ■ Convenios de nueva firma



PERSPECTIVAS: LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN HAN AUMENTADO NOTABLEMENTE DESDE FEBRERO

- Tras incrementarse con intensidad en los primeros meses del año, las expectativas de inflación de mercado —medidas a través de los swaps de inflación— se encuentran en torno al 2,4% en las medidas de corto (2 años en 2 años) y medio (5 años en 5 años) plazo. No obstante, se observa una alta volatilidad alrededor de estas medidas.
- En el corto plazo, las expectativas de inflación de los analistas también muestran una tendencia alcista. Para 2021, los encuestados han venido incrementando sus expectativas desde comienzos de año tanto para España como para el área del euro.



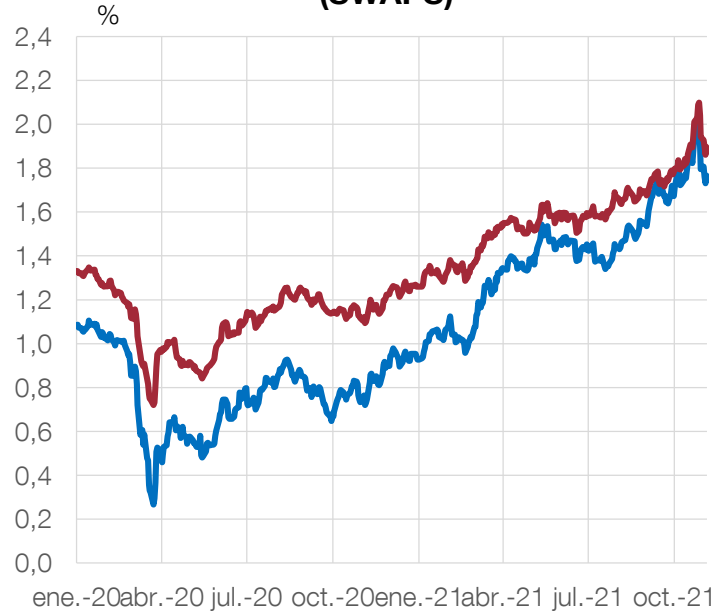
FUENTES: Refinitiv y Consensus Forecast.

- Desde julio de este año, el BCE opera bajo una nueva estrategia de política monetaria
 - **Objetivo de inflación del 2% simétrico**, con orientación de **medio plazo**
 - Necesidad de **medidas especialmente contundentes o persistentes** cuando los tipos de interés se encuentren cerca de su **límite inferior**
 - Esto puede implicar un período transitorio en que la inflación se sitúe moderadamente **por encima del objetivo**.
- **Modificación reciente de orientación sobre la senda futura de tipos de interés (*forward guidance*)**, en línea con la nueva estrategia:
 - El CG del BCE no prevé subidas de tipos hasta que “*observe que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte,...*”
 - *... y considere que el progreso realizado de la **inflación subyacente** está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo.*”
- La nueva estrategia y el *forward guidance* permiten al BCE actuar con un mayor grado de paciencia de cara a retirar sus estímulos, evitando un endurecimiento prematuro de su política monetaria en respuesta a shocks inflacionarios que se consideren transitorios

IMPLICACIONES DE POLÍTICA MONETARIA: LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN SIGUEN POR DEBAJO DEL 2%. NO OBSTANTE, LA CURVA DE TIPOS FORWARD SE HA DESPLAZADO AL ALZA

- En paralelo al aumento de la inflación observada, la compensación exigida por la inflación en los mercados financieros ha aumentado de forma notable, pero la senda de inflación a medio plazo se mantiene por debajo del objetivo del 2%.
- El desplazamiento de la curva de tipos forward se ha interpretado en términos de un posible adelanto de las subidas de tipos, pero esto podría deberse en gran medida a aumentos en las primas de plazo, y no solo en las expectativas de inflación.
- Según las encuestas, no se prevén subidas de tipos hasta más adelante, lo cual sería coherente con el enfoque paciente y persistente previsto en la nueva estrategia

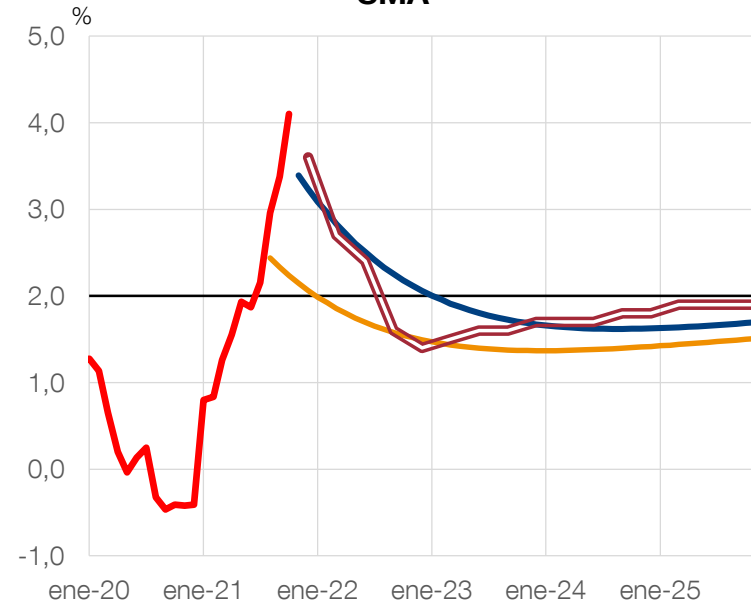
UEM: COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN (SWAPS)



— DOS AÑOS EN DOS AÑOS
— CINCO AÑOS EN CINCO AÑOS

Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 04/11/2021

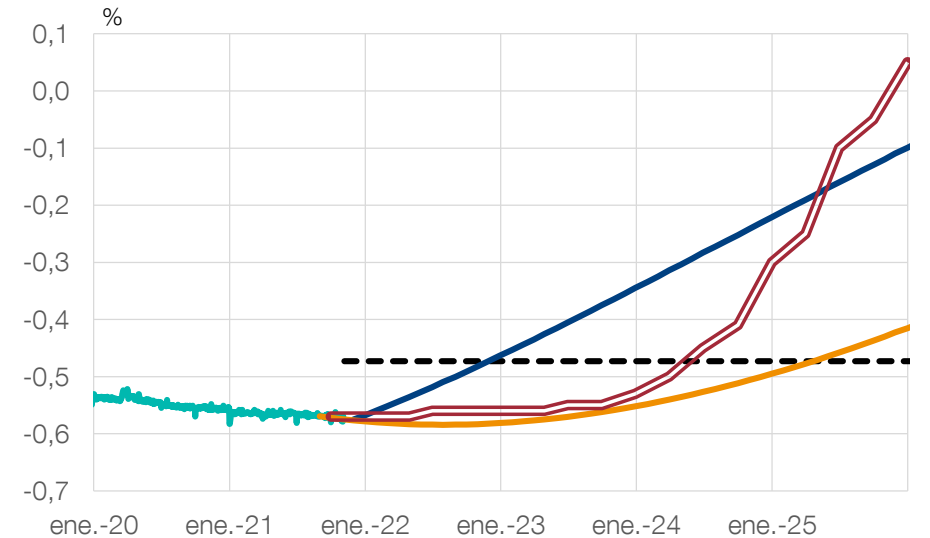
UEM: FORWARD DE INFLACIÓN Y ENCUESTA SMA



— Curva Fwd ILS (04/11/21)
— Curva Fwd ILS (20/08/21)

Fuentes: Refinitiv Datastream, SMA y elaboración propia.

UEM: OIS €STR FORWARD INSTANTÁNEO Y ENCUESTA SMA



— €STR
— Curva Fwd €STR (04/11/21)
— Mediana €STR SMA (Oct-2021)
--- Nivel actual €STR + 10 pb
— Curva Fwd €STR (20/08/21)

Fuentes: Bloomberg Data License, SMA y elaboración propia.

ÍNDICE

1. El comportamiento de la actividad ha sorprendido a la baja en los últimos trimestres
2. La información más reciente apunta a una moderación en la tasa de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre
3. El repunte inflacionista: evidencia, perspectivas e implicaciones de política monetaria
4. **Fuentes de incertidumbre sobre el crecimiento y la evolución de los precios**



FUENTES DE INCERTIDUMBRE SOBRE EL CRECIMIENTO

Pandemia

Aumento de la incidencia y las hospitalizaciones e incertidumbre sobre nuevas cepas

Evolución desfavorable en nuestros principales socios

Contexto internacional

Grado de persistencia de las disrupciones en las cadenas globales de producción

Incertidumbres derivadas del comportamiento de los agentes

Velocidad de ejecución de los proyectos asociados al NGEU, efecto multiplicador sobre la actividad e impacto sobre el crecimiento potencial

Consumo de los hogares (absorción de la demanda embalsada y utilización del ahorro extraordinario acumulado durante la pandemia para financiar gasto)

Velocidad de recuperación del turismo extranjero

Secuelas de la crisis

Efectos persistentes sobre el crecimiento potencial (destrucción de tejido productivo)

Presiones inflacionistas

Repunte reciente de los riesgos al alza sobre la inflación

Componente predominantemente global

Grado de persistencia de las interrupciones en las cadenas globales de producción

Persistencia del incremento observado en los precios de la energía y, en particular, del gas en Europa (cuyos futuros apuntan a una disminución significativa en primavera)

Componente idiosincrático

Eventual grado de traslación a las demandas salariales del mayor crecimiento de los precios de consumo

Grado de absorción en márgenes empresariales de los aumentos de costes de producción (efectos indirectos de los mayores costes) y de los eventuales mayores costes laborales (efectos de segunda vuelta)

GRACIAS POR SU ATENCIÓN