

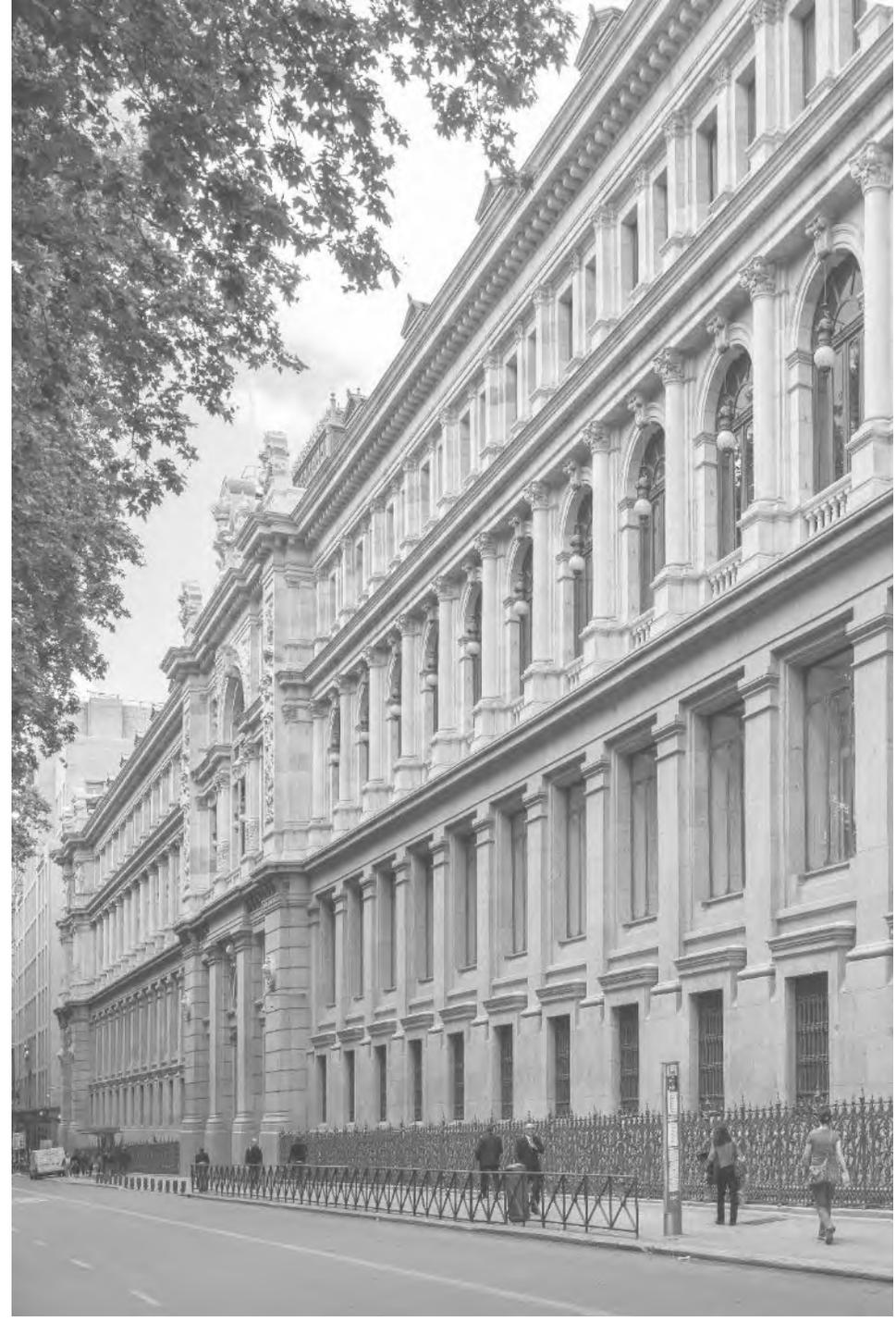
EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

ÁNGEL GAVILÁN

Director General de Economía y Estadística

Córdoba

10 de noviembre de 2022





- 1. Contexto global**
- 2. Desarrollos recientes en la UEM**
- 3. Perspectivas para la economía española**
 - **Proyecciones macroeconómicas del Banco de España de octubre**
 - **Última información disponible**
 - **Principales fuentes de incertidumbre**
- 4. El papel de las políticas económicas en la coyuntura actual**



1. Contexto global

2. Desarrollos recientes en la UEM

3. Perspectivas para la economía española

- Proyecciones macroeconómicas del Banco de España de octubre
- Última información disponible
- Principales fuentes de incertidumbre

4. El papel de las políticas económicas en la coyuntura actual

Dinámicas de la **inflación** muy elevadas y persistentes a escala global

Normalización/endurecimiento de la **política monetaria** global

Guerra en **Ucrania** y **crisis energética**

Ralentización de la actividad económica global

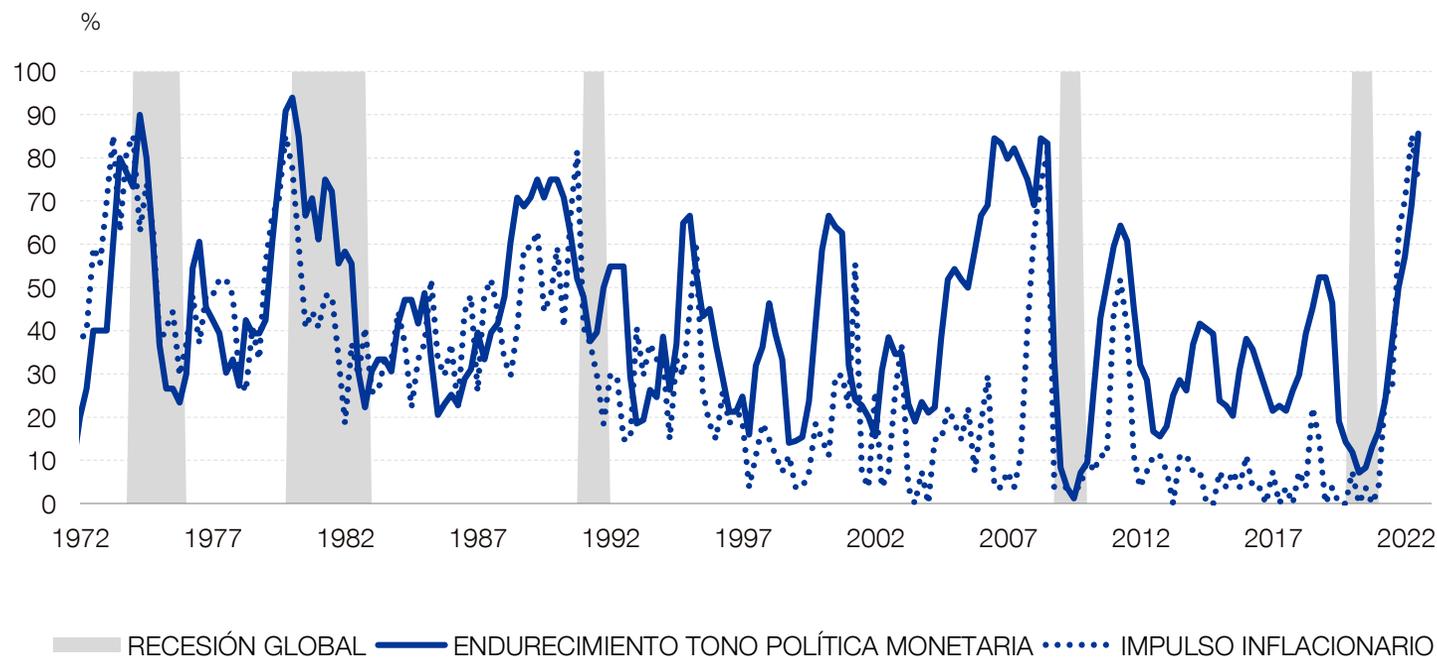
El **crecimiento** se revisa a la baja y la **inflación** al alza

Elevada **incertidumbre** y deterioro de la **confianza**

Endurecimiento de las **condiciones financieras** y mayor **volatilidad** en los mercados internacionales de capital

... EN PARTE DEBIDO A LAS ELEVADAS PRESIONES INFLACIONISTAS Y AL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA, DINÁMICAS QUE COMPARTEN UN GRAN NÚMERO DE PAÍSES

PORCENTAJE DE PAÍSES CON AUMENTOS DE LA INFLACIÓN Y SUBIDAS DE TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (a)

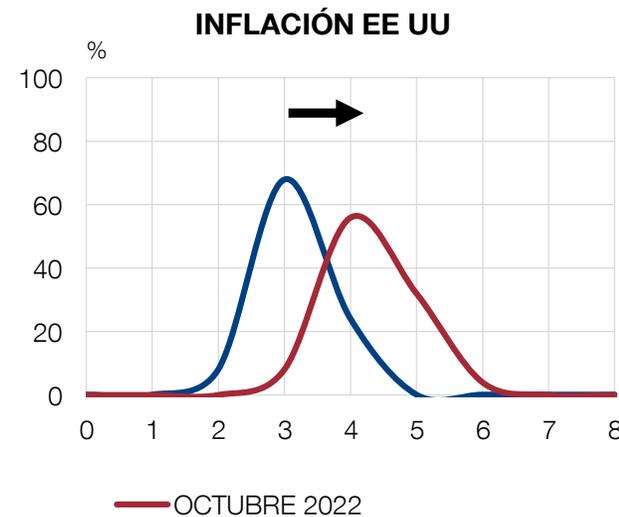
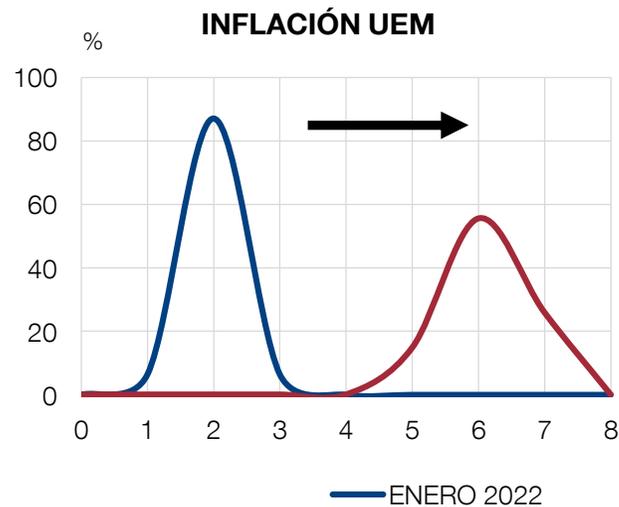
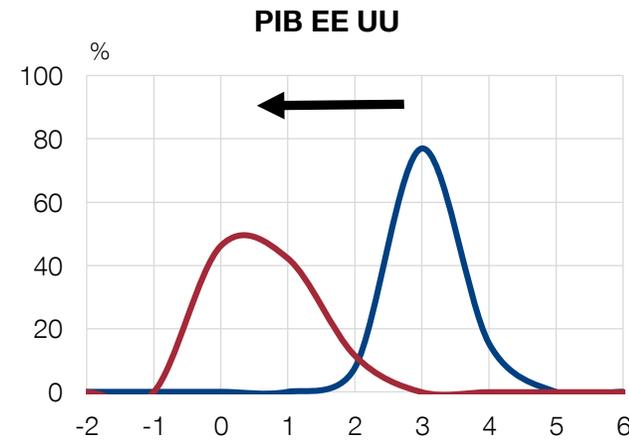
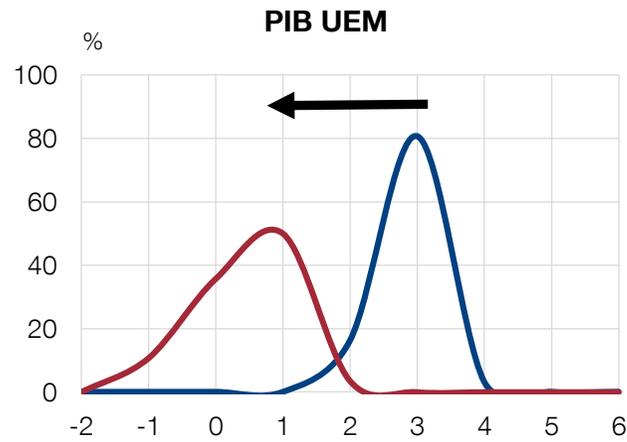


Fuentes: Estadísticas nacionales, BIS, FMI y Refinitiv.

(a) El impulso inflacionario muestra el porcentaje de países que, en cada trimestre, experimentan simultáneamente una tasa de inflación superior a la del trimestre previo y un nivel de inflación superior a su media histórica (primer trimestre de 1984 a segundo de 2022). El endurecimiento del tono de la política monetaria muestra el porcentaje de países que están aumentando sus tipos de interés en cada trimestre. Las recesiones globales son períodos con un crecimiento del PIB per cápita mundial cercano a 0 o negativo. Para estas medidas el número de países aumenta progresivamente hasta los 28. Los países incluidos son: Avanzados (Australia, Canadá, Suiza, Dinamarca, Reino Unido, Japón, Corea, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, Estados Unidos y área del euro) y emergentes (Brasil, China, India, México, Malasia, Polonia, Rusia, Arabia Saudita, Turquía, Sudáfrica, Argentina, Chile, Colombia, Hungría, Indonesia y Perú). Los datos del área del euro empiezan a partir de 1999.

EL CRECIMIENTO SE REVISA A LA BAJA Y LA INFLACIÓN AL ALZA, AL TIEMPO QUE CRECE LA DISPERSIÓN DE LAS PREVISIONES ENTRE LOS ANALISTAS

DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDAD DE LAS PREVISIONES DE CONSENSUS FORECAST PARA 2023



Dinámicas similares a las que se observan para otras **economías mundiales**

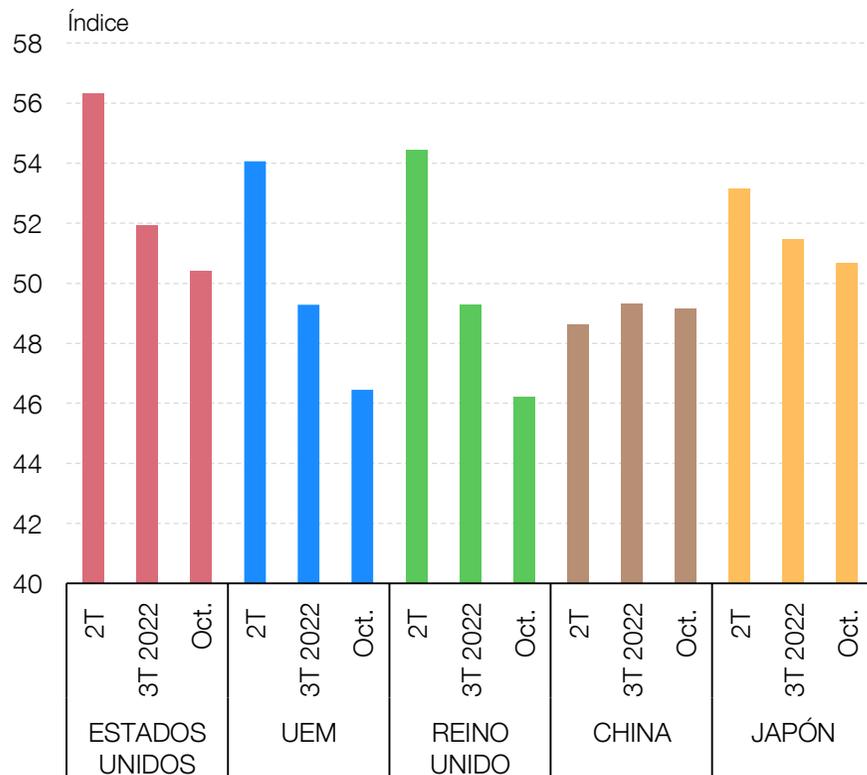
Estos cambios se aprecian no solo entre enero y octubre, **también al comparar los meses más recientes**

A pesar del crecimiento del PIB que EEUU y la UEM registraron en el 3T ...

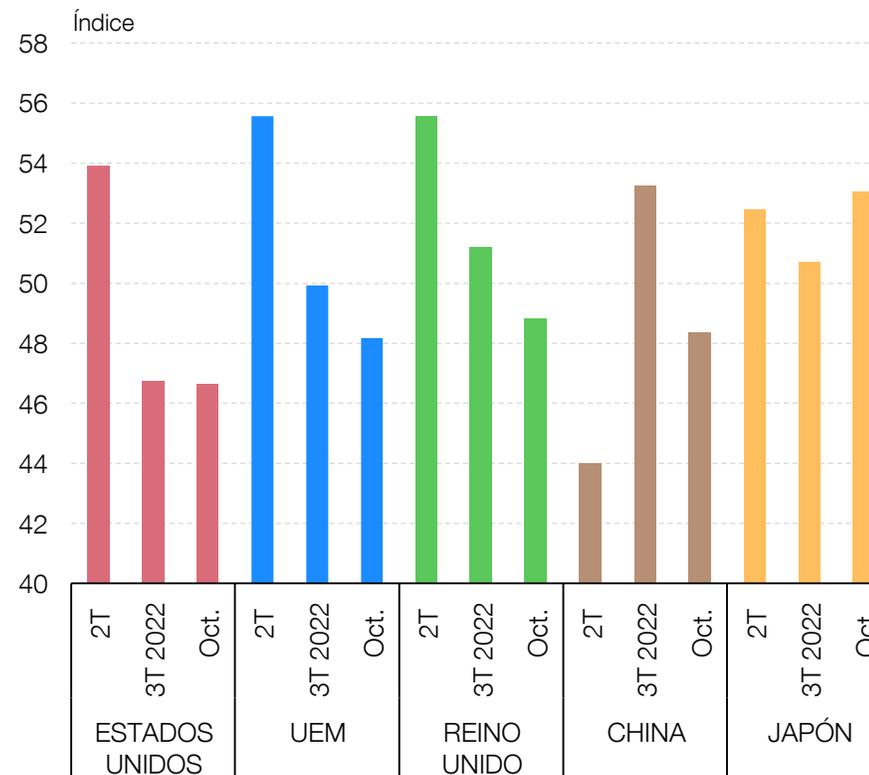
... los analistas asignan una elevada probabilidad a que ambas regiones experimenten una **contracción de la actividad en los próximos trimestres**

LA EVOLUCIÓN DE LOS PMI PONE DE MANIFIESTO UN ACUSADO DETERIORO EN LA CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

PMI MANUFACTURAS



PMI SERVICIOS



Fuente: S&P Global.

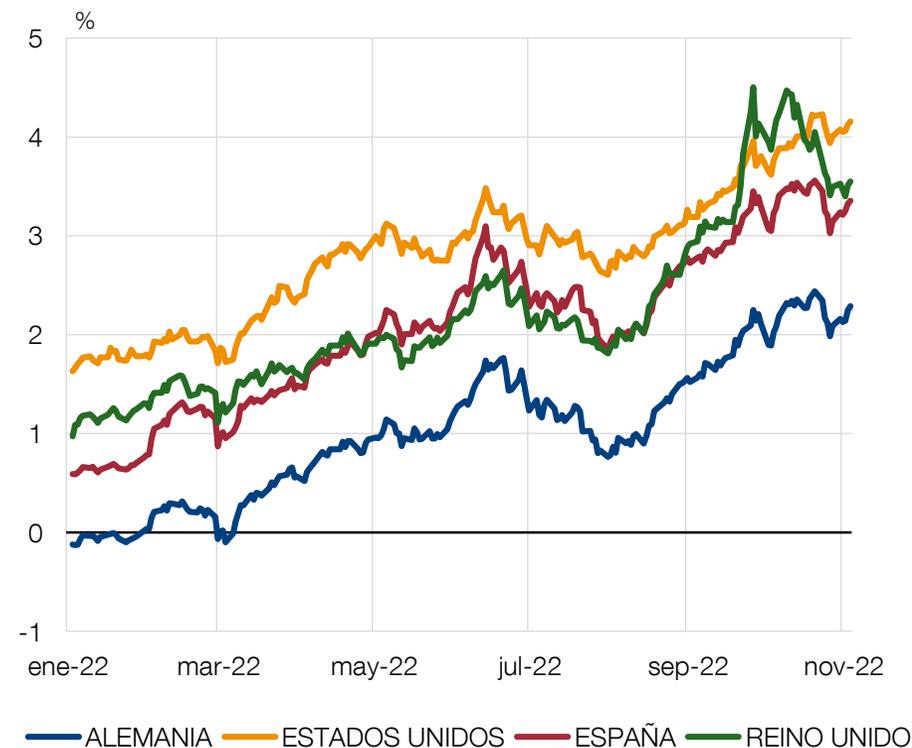
Los PMI trimestrales se corresponden con el promedio del trimestre.

ELEVADA VOLATILIDAD EN EL PRECIO DE MUCHOS ACTIVOS FINANCIEROS Y MATERIALIZACIÓN DE ALGUNOS EPISODIOS RELATIVAMENTE DISRUPTIVOS EN CIERTOS SEGMENTOS DEL MERCADO

ÍNDICES BURSÁTILES



TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA SOBERANA A 10 AÑOS



Fuente: Refinitiv Datastream.



1. Contexto global

2. Desarrollos recientes en la UEM

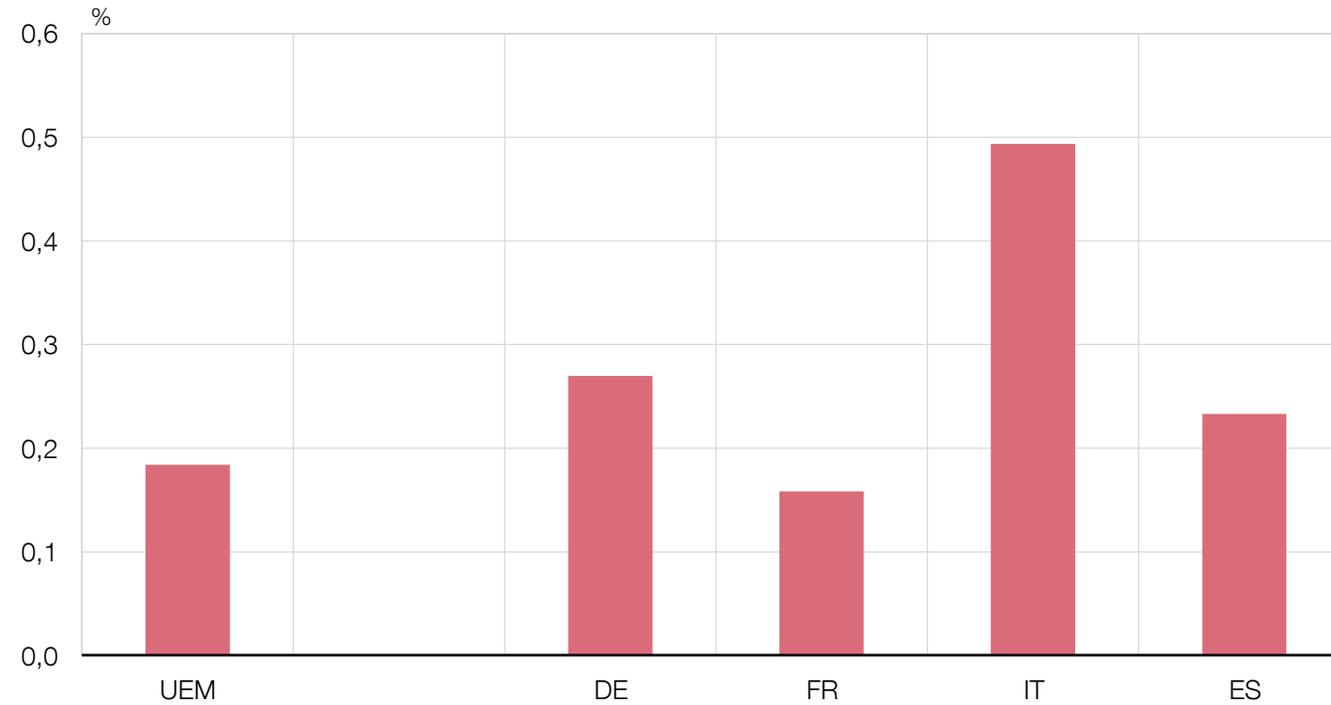
3. Perspectivas para la economía española

- Proyecciones macroeconómicas del Banco de España de octubre
- Última información disponible
- Principales fuentes de incertidumbre

4. El papel de las políticas económicas en la coyuntura actual

EL PIB DE LA UEM CRECIÓ UN 0,2% EN EL TERCER TRIMESTRE, LIGERAMENTE POR ENCIMA DE LO ESPERADO

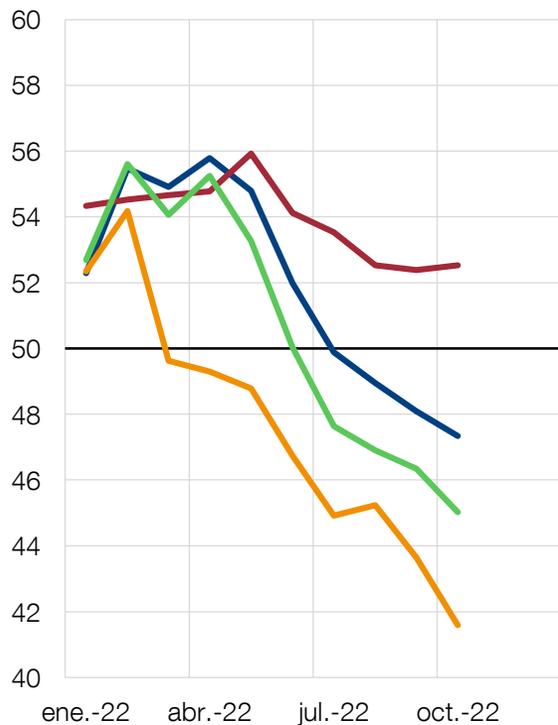
CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB EN 3T 2022



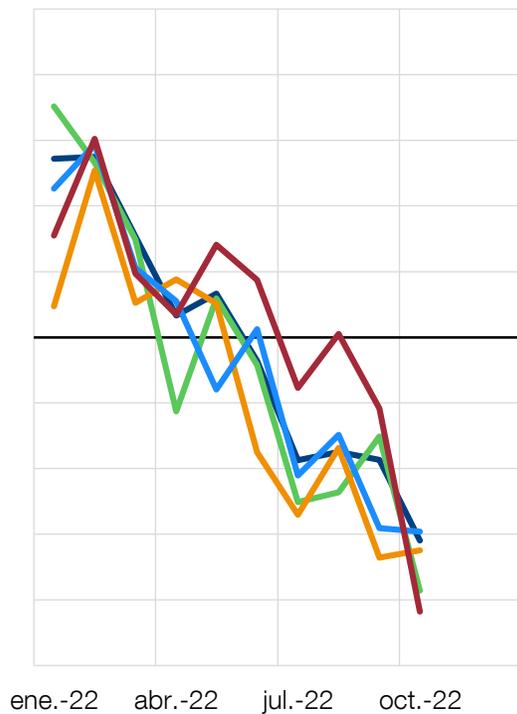
Fuente: Eurostat.

NO OBSTANTE, Y AUNQUE MEJORAN LOS PLAZOS DE ENTREGA, LOS PMI DEL ÁREA DEL EURO ACENTÚAN SU DEBILIDAD EN OCTUBRE

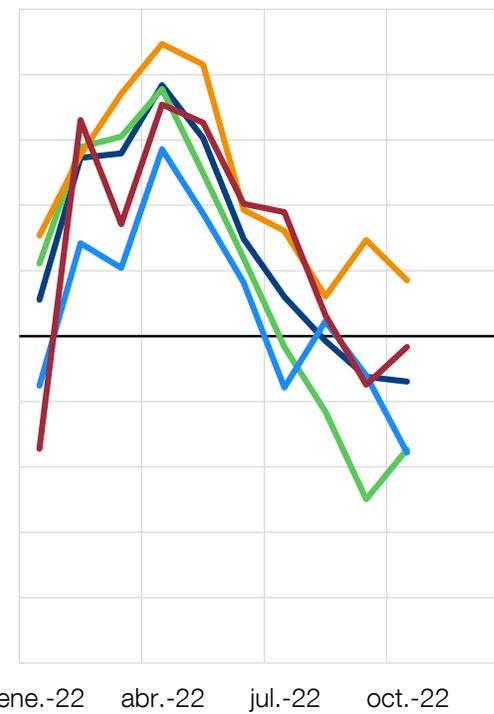
PMI COMPUESTO DE LA UEM



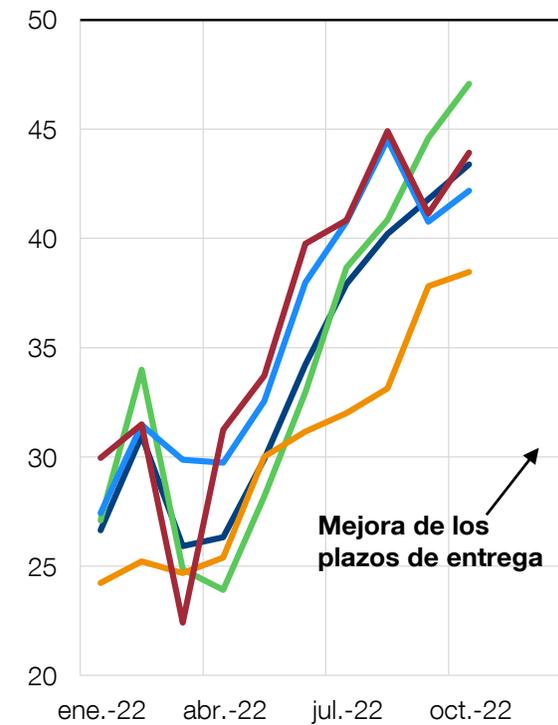
PMI MANUFACTURAS PRODUCCIÓN



PMI SERVICIOS



MANUFACTURAS PLAZO DE ENTREGA



- PRODUCCIÓN
- EMPLEO
- NUEVOS PEDIDOS
- N. PED. EXTERIORES

— UEM

— ALEMANIA

— FRANCIA

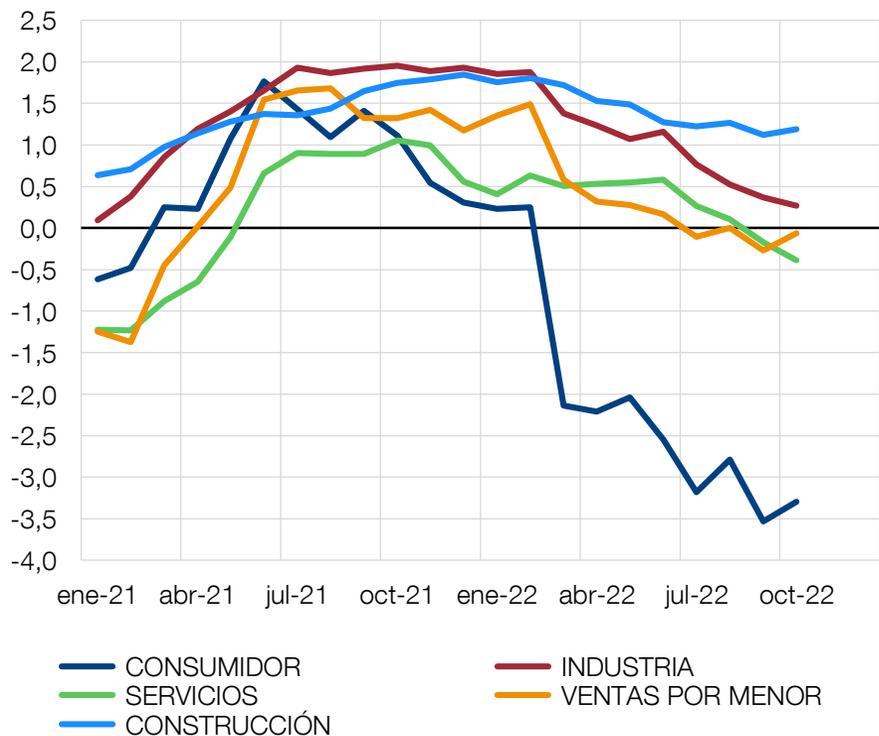
— ITALIA

— ESPAÑA

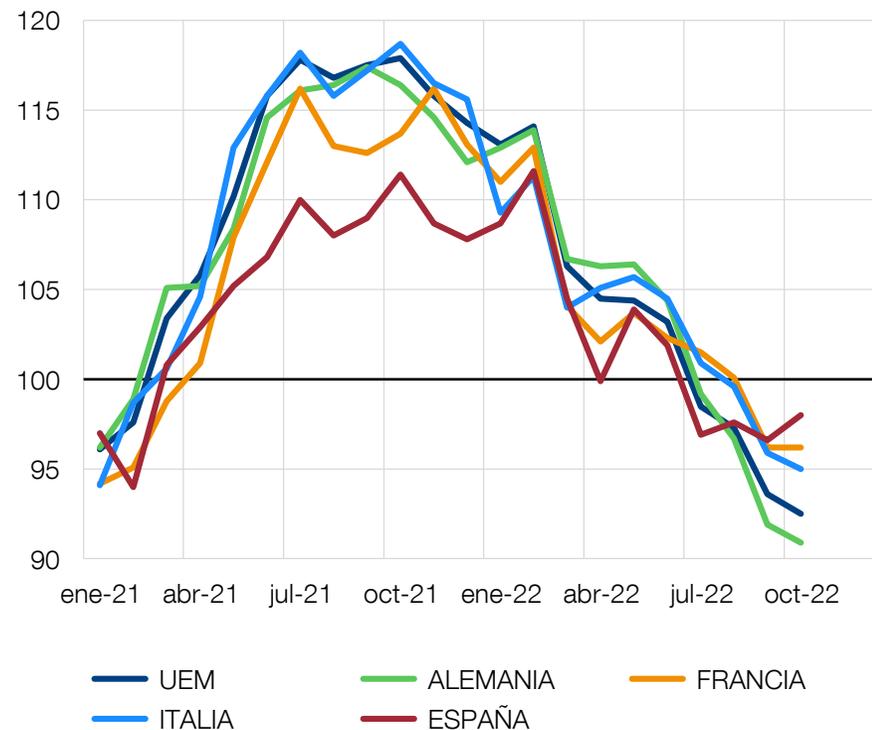
Fuente: S&P Global. Última observación: octubre.

ADEMÁS, EL INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO VUELVE A CAER EN OCTUBRE, LO QUE RESULTARÍA COHERENTE CON UNA MODERACIÓN ADICIONAL DE LA ACTIVIDAD EN LA UEM

CONFIANZA EN LA UEM
Normalizados (a)



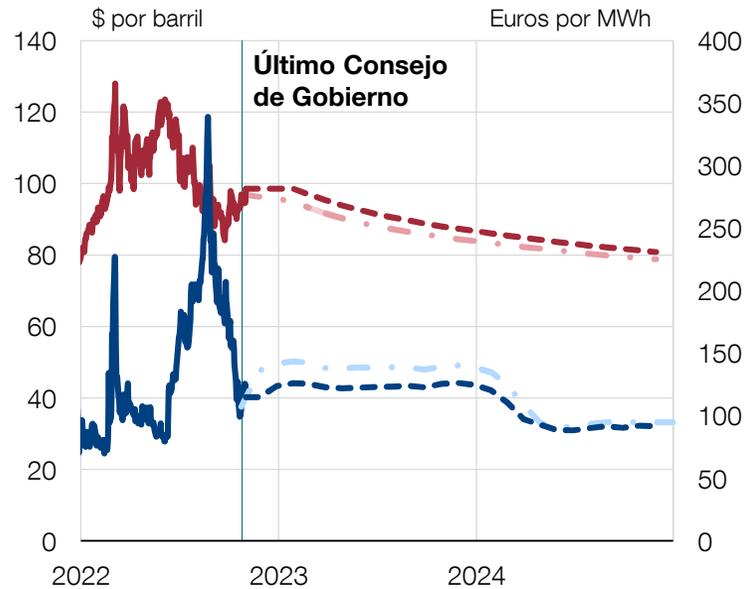
ÍNDICE DE SENTIMIENTO ECONÓMICO



Fuente: Comisión Europea. Última observación: octubre.
(a) Período 2000-2021.

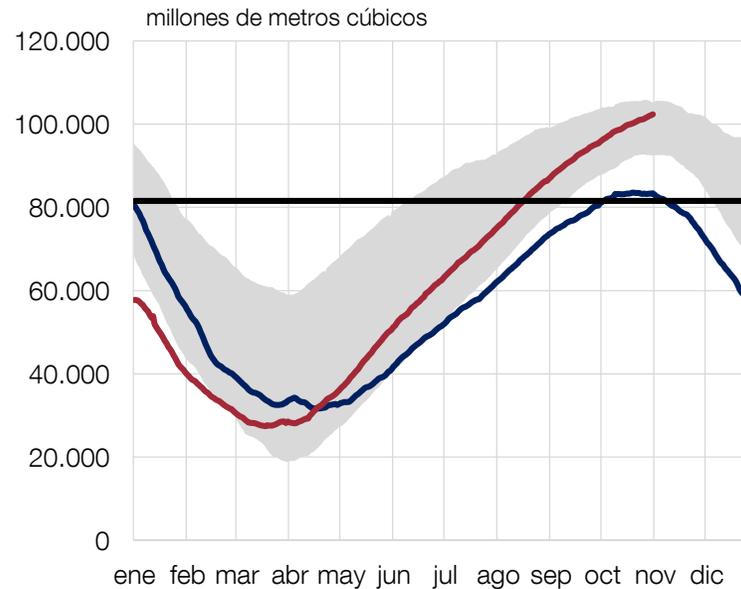
LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA –Y DE OTRAS MATERIAS PRIMAS– PARECEN DAR UN RESPIRO ...

PRECIO Y FUTUROS DE PETRÓLEO Y GAS NATURAL



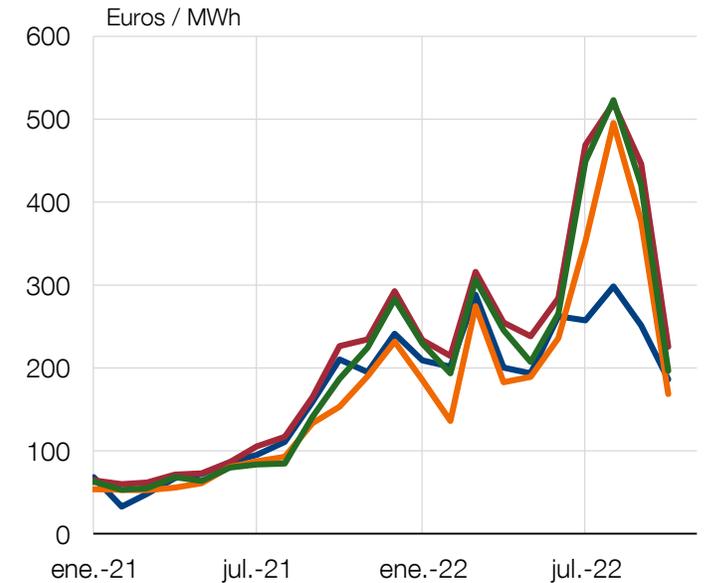
- ÚLTIMOS FUTUROS (4/11)
- · - · - FUTUROS ÚLTIMO CG (27/10)
- BRENT
- GAS NATURAL (ESC. DERECHA)

INVENTARIOS DE GAS NATURAL EN EUROPA



- RANGO 2017-2020
- 2021
- 2022
- OBJETIVO CE

PRECIO ELECTRICIDAD MERCADO DE GENERACIÓN

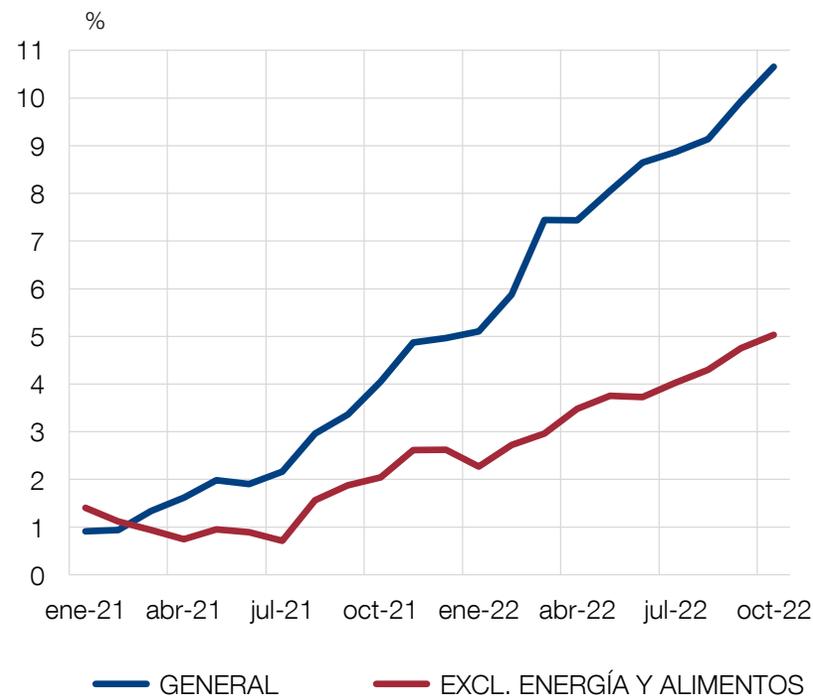


- ESPAÑA (INC. MECANISMO AJUSTE DE GAS)
- ITALIA
- ALEMANIA
- FRANCIA

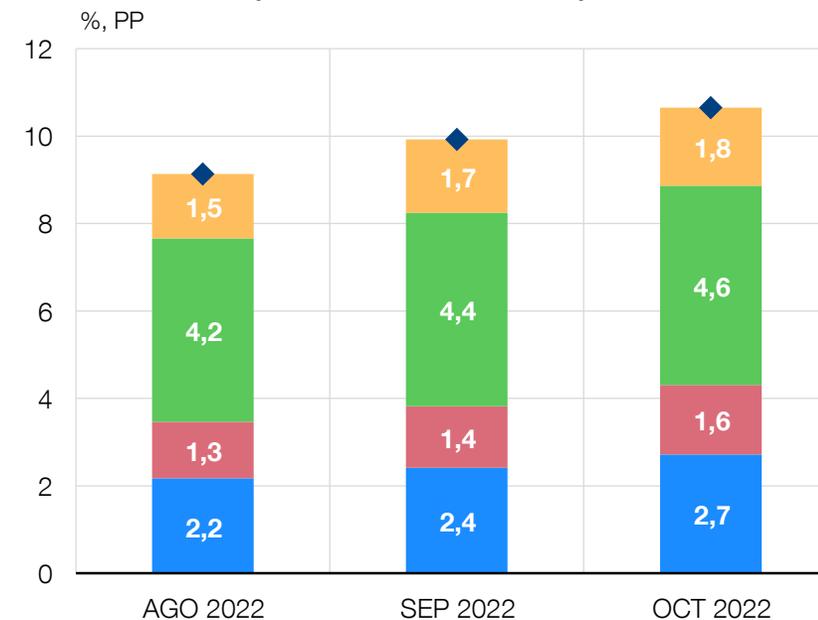
Fuentes: Refinitiv, Agencia Internacional de la Energía, Bloomberg y ENTSOG.

... AUNQUE LA INFLACIÓN EN LA UEM VOLVIÓ A SORPRENDER AL ALZA EN OCTUBRE

INFLACIÓN UEM



IAPC Y CONTRIBUCIONES (Crecimiento interanual)



Fuente: Eurostat. Última observación: octubre ("flash").



1. Contexto global
2. Desarrollos recientes en la UEM
- 3. Perspectivas para la economía española**
 - **Proyecciones macroeconómicas del Banco de España de octubre**
 - Última información disponible
 - Principales fuentes de incertidumbre
4. El papel de las políticas económicas en la coyuntura actual

Tras el intenso crecimiento que se registró en 2T (1,5% intertrimestral), el ritmo de avance del PIB en 3T se habría desacelerado de forma significativa

La ralentización económica global, la crisis energética, las elevadas presiones inflacionistas, el endurecimiento de las condiciones financieras, la incertidumbre y el deterioro de la confianza limitarán el grado de dinamismo del PIB en los próximos trimestres

A partir de la primavera de 2023, a medida que algunos de los factores anteriores comiencen a disiparse, la actividad económica española recobrará un vigor creciente

El crecimiento del PIB se revisa al alza en 2022, pero se revisa sensiblemente a la baja en 2023. La recuperación del nivel de producto previo a la pandemia se retrasaría, probablemente, hasta el primer trimestre de 2024

Inflación

En los últimos trimestres, las **reiteradas sorpresas al alza en la inflación** se han debido, principalmente, a un crecimiento mayor del inicialmente esperado de los precios de las materias primas energéticas y alimenticias ...

... pero, también, a una respuesta de la inflación subyacente a los shocks de energía algo más rápida e intensa en el episodio actual que en el pasado

Teniendo en cuenta estos desarrollos y el resto de factores que condicionan el escenario macroeconómico, **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

Riesgos

En la coyuntura actual, el ejercicio de proyecciones está sometido a una **extraordinaria incertidumbre**

Los **riesgos** sobre estas proyecciones están **orientados a la baja para la actividad y al alza para la inflación**

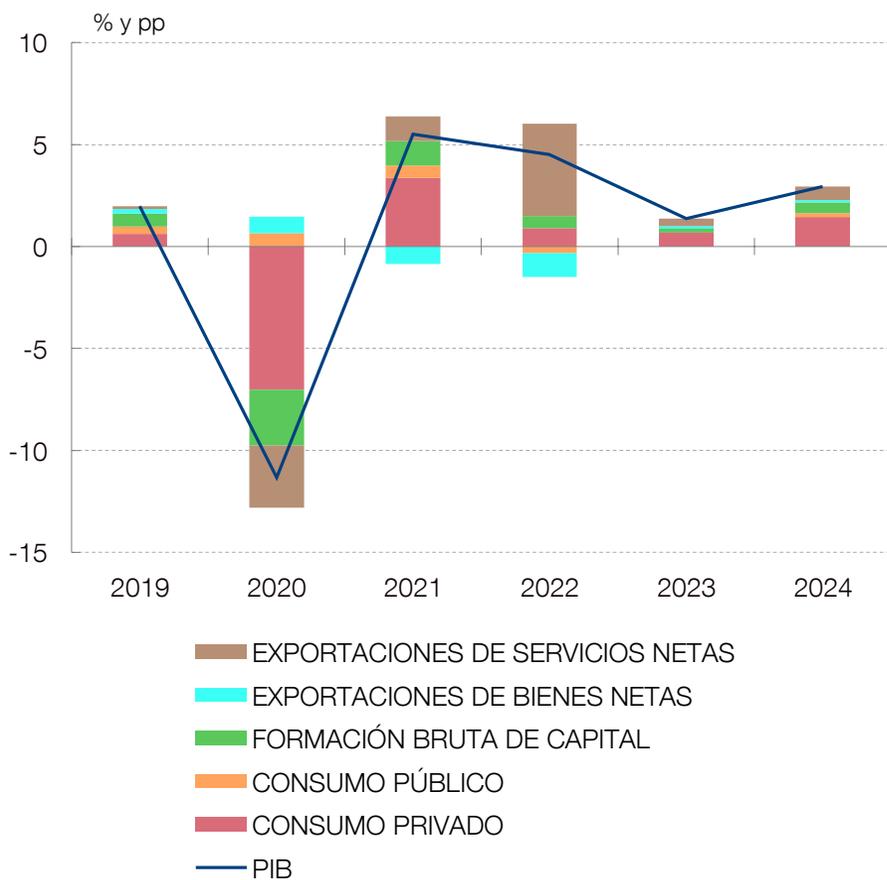
RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Tasa de variación anual (%), salvo indicación en contrario			PROYECCIONES DE OCTUBRE DE 2022 (a)			DIFERENCIAS CON LAS PROYECCIONES DE JUNIO		
	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB	-11,3	5,5	4,5	1,4	2,9	0,4	-1,5	0,4
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	3,0	8,7	5,6	1,9	1,5	3,1	0,1
IAPC sin energía ni alimentos	0,5	0,6	3,9	3,5	2,1	0,7	1,3	0,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	14,8	12,8	12,9	12,4	-0,2	0,2	-0,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-10,1	-6,9	-4,3	-4,0	-4,3	0,3	0,5	0,0
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,4	118,3	113,3	110,7	109,9	-1,6	-2,5	-2,6

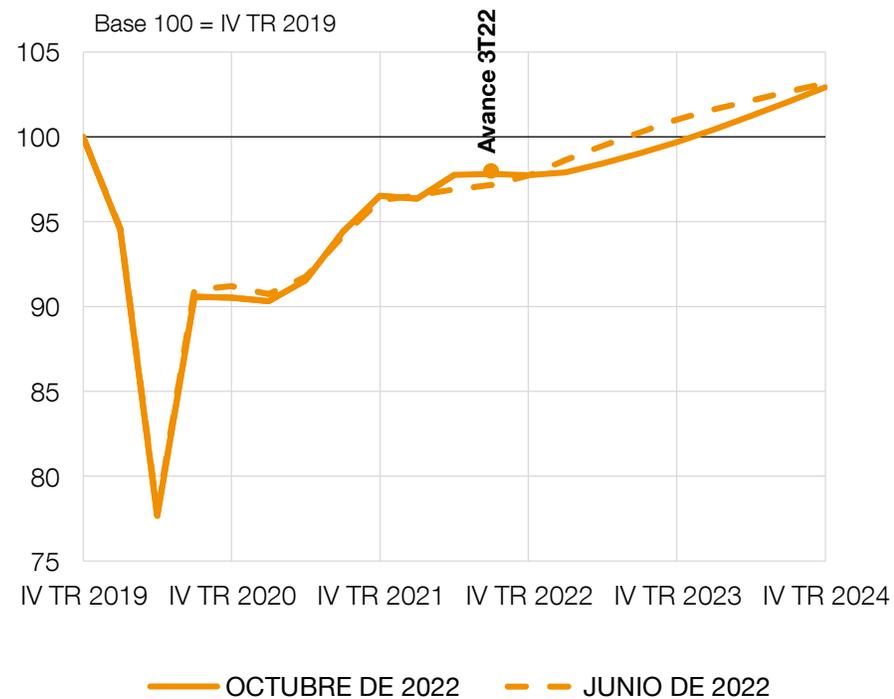
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a) Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de septiembre de 2022. Las diferencias con las proyecciones de junio están calculadas sobre las tasas a dos decimales.

CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

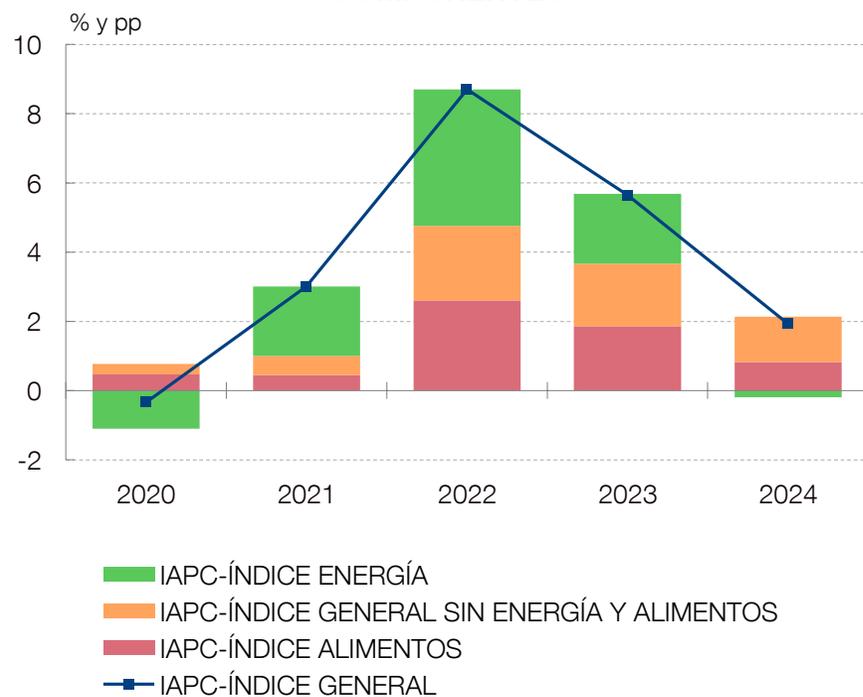


PRODUCTO INTERIOR BRUTO (Índice de volumen encadenado)

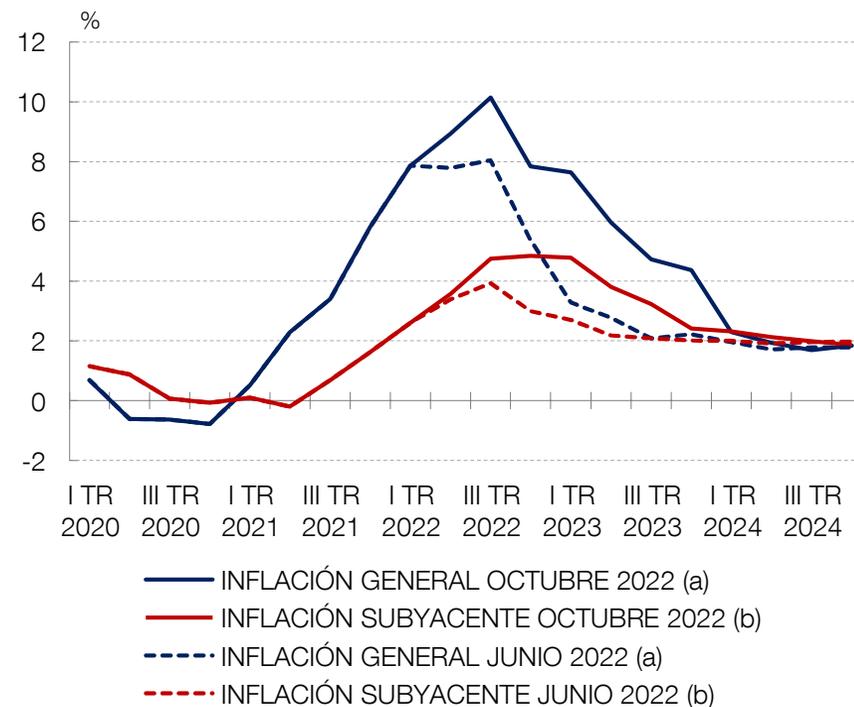


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES



EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Medida con el índice armonizado de precios de consumo (IAPC).

(b) Medida con el índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos.



1. Contexto global

2. Desarrollos recientes en la UEM

3. Perspectivas para la economía española

- Proyecciones macroeconómicas del Banco de España de octubre
- **Última información disponible**
- Principales fuentes de incertidumbre

4. El papel de las políticas económicas en la coyuntura actual

Contabilidad nacional del 3T

EPA del 3T y afiliación a la Seguridad Social de octubre

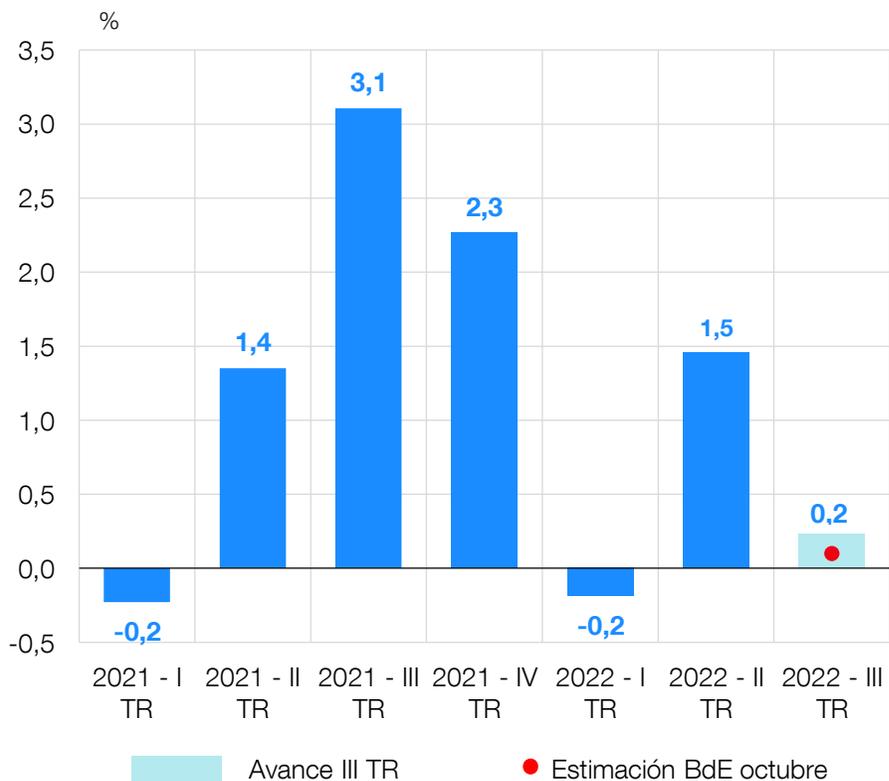
Indicadores de confianza

Dinámicas de la inflación

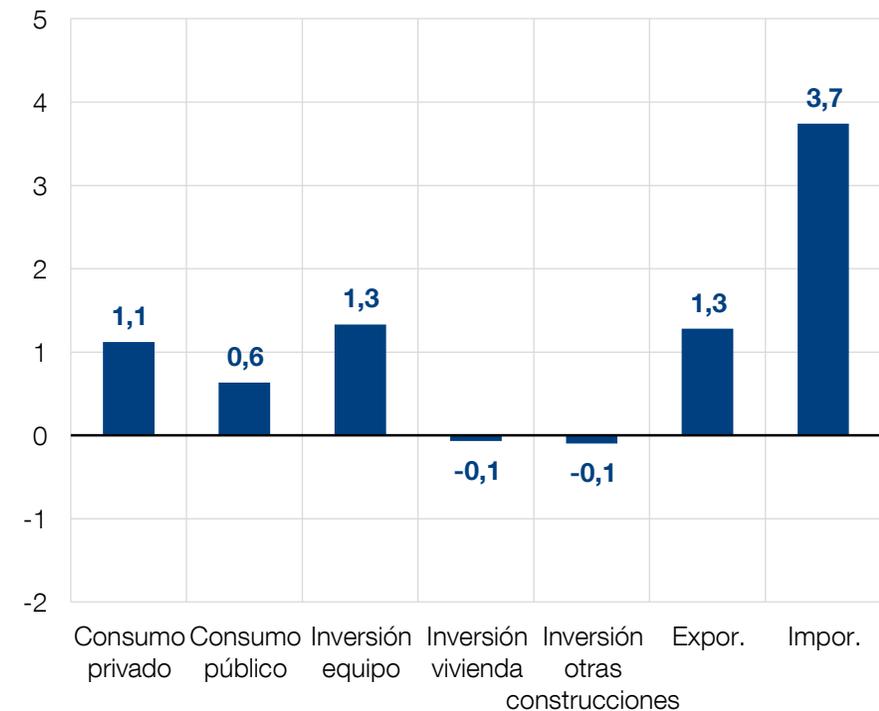
Indicadores financieros

EL DATO DE AVANCE DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN EL TERCER TRIMESTRE SE SITUÓ BASTANTE EN LÍNEA CON LO ESTIMADO EN LAS PROYECCIONES DE OCTUBRE DEL BANCO DE ESPAÑA ...

CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB (%)



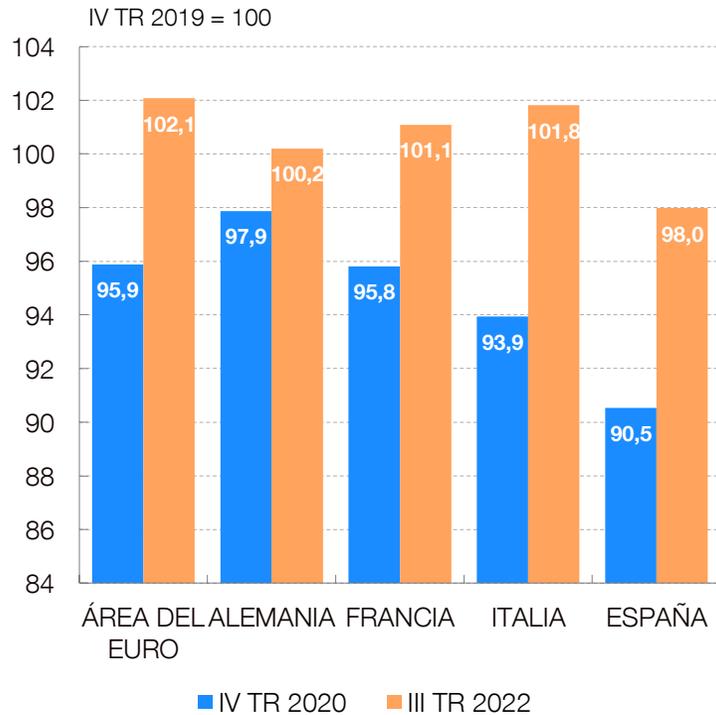
CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL EN 3T POR COMPONENTES DE DEMANDA (%)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

... Y SIGUE REFLEJANDO UNA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD AÚN INCOMPLETA, Y DESIGUAL POR COMPONENTES DE DEMANDA Y SECTORES

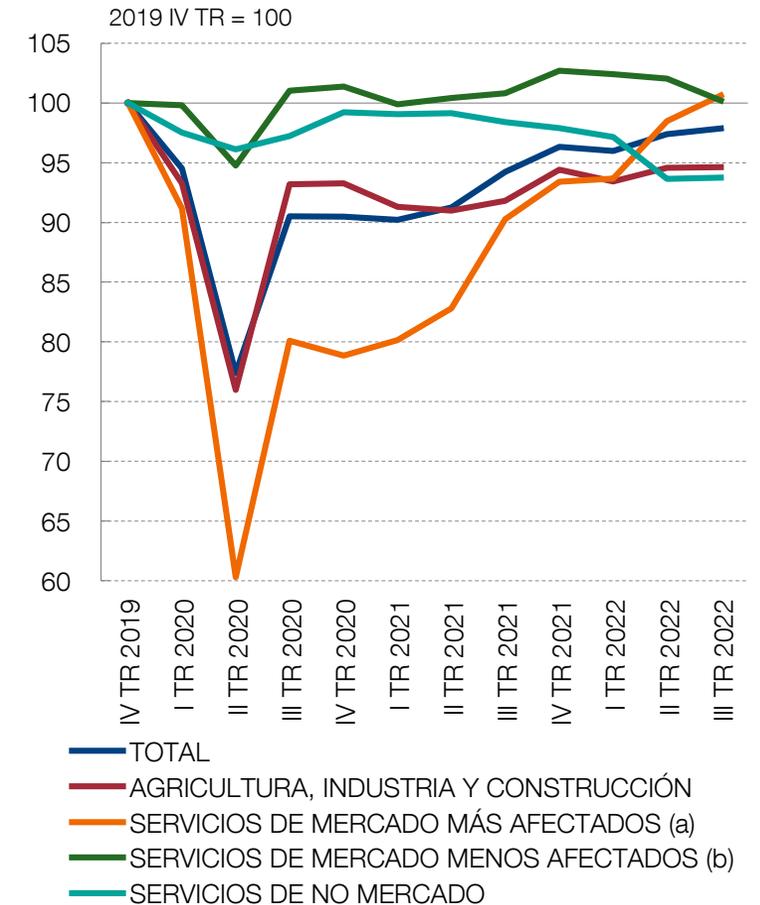
CONVERGENCIA DEL PIB RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA



CONVERGENCIA DE LOS COMPONENTES DE DEMANDA A LOS NIVELES PREPANDEMIA. ESPAÑA

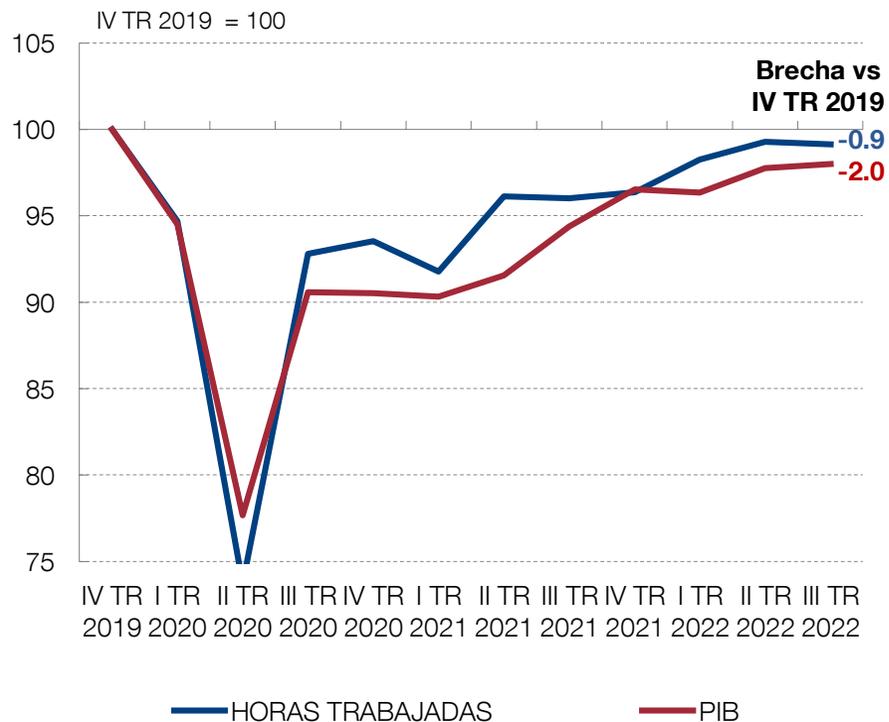


CONVERGENCIA DEL VALOR AÑADIDO BRUTO, POR SECTORES, A LOS NIVELES PREPANDEMIA. ESPAÑA

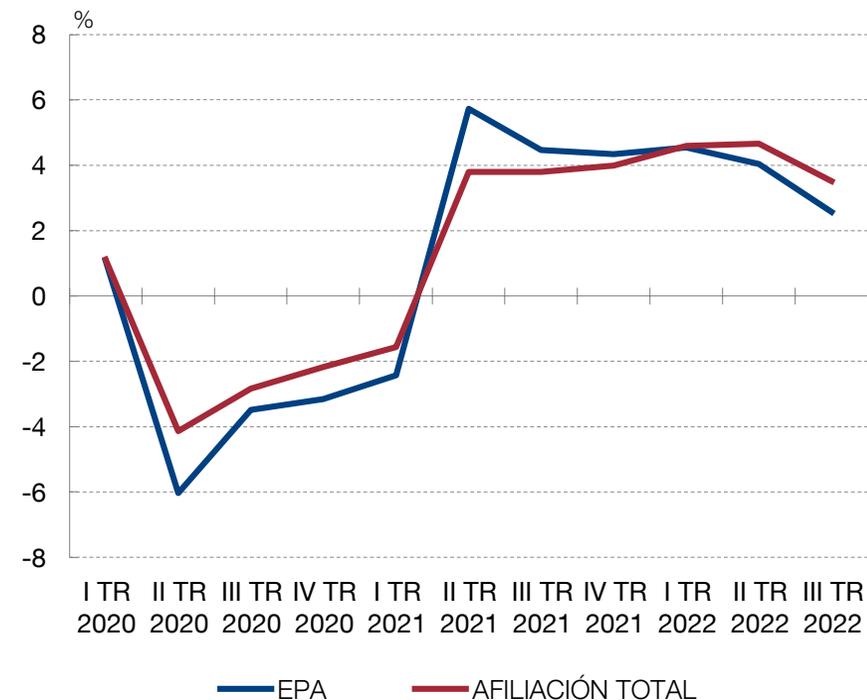


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

HORAS TRABAJADAS Y PIB

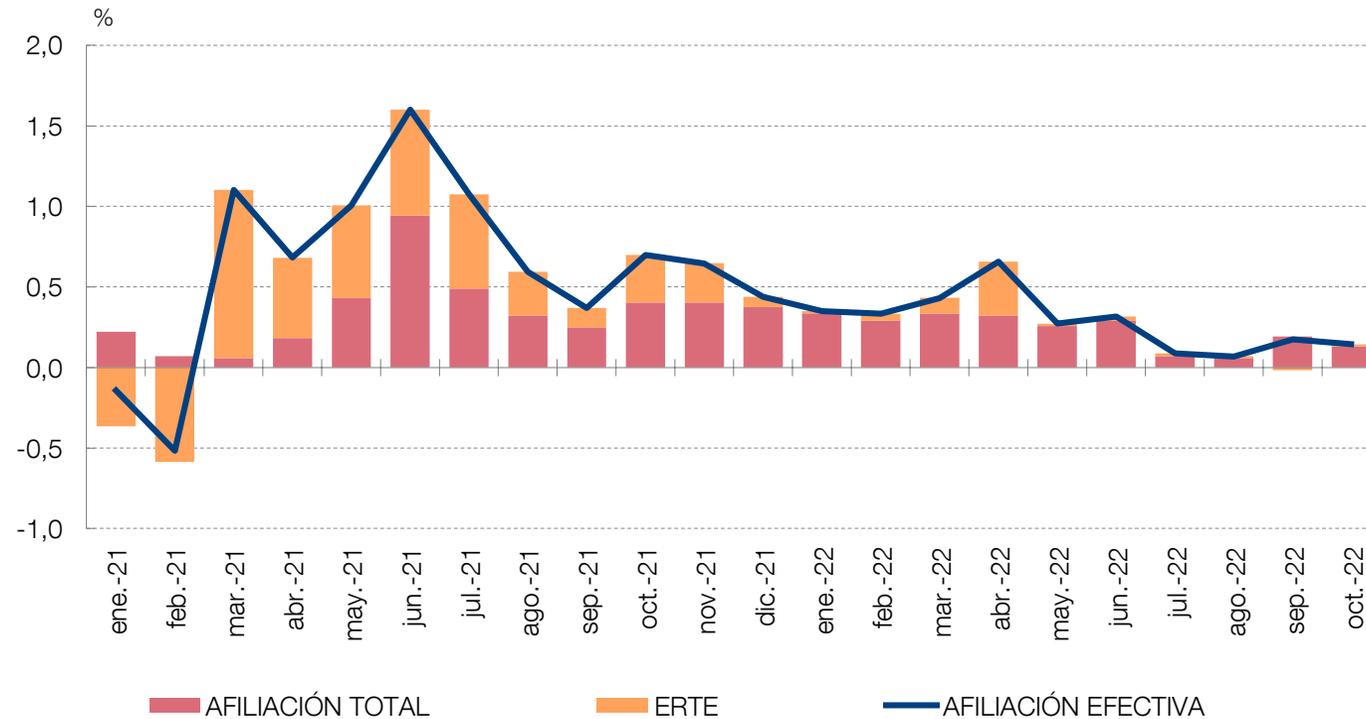


EMPLEO Tasa de variación interanual



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Banco de España. Última observación: tercer trimestre de 2022.

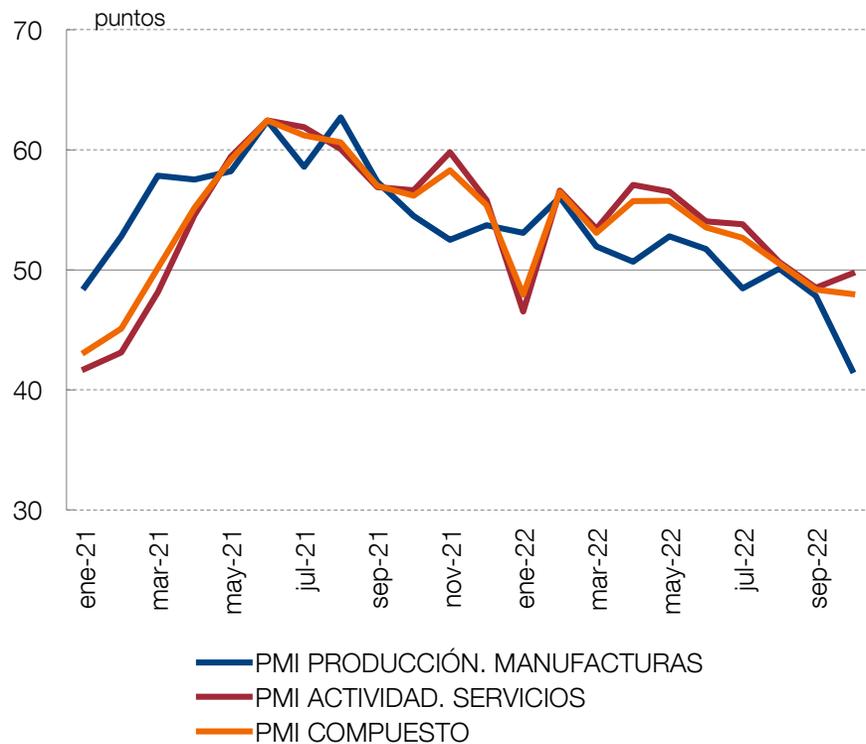
AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA.
Tasas mensuales sobre series desestacionalizadas



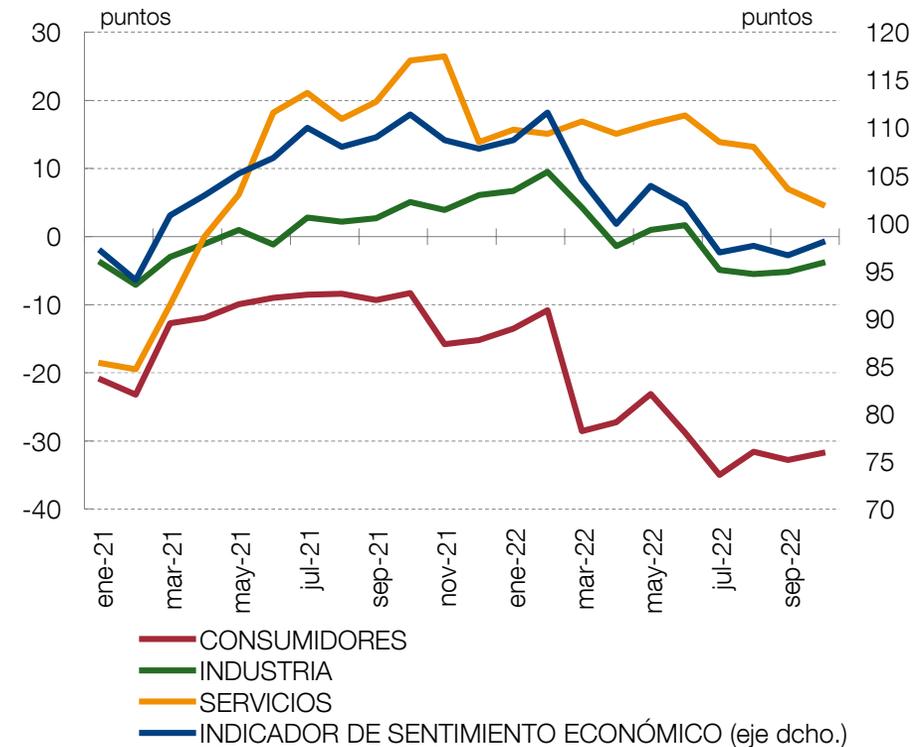
Fuentes: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y Banco de España.

LOS INDICADORES DE CONFIANZA PERMANECEN EN NIVELES MUY REDUCIDOS O SIGUEN MANTENIENDO UNA SENDA DESCENDENTE

ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



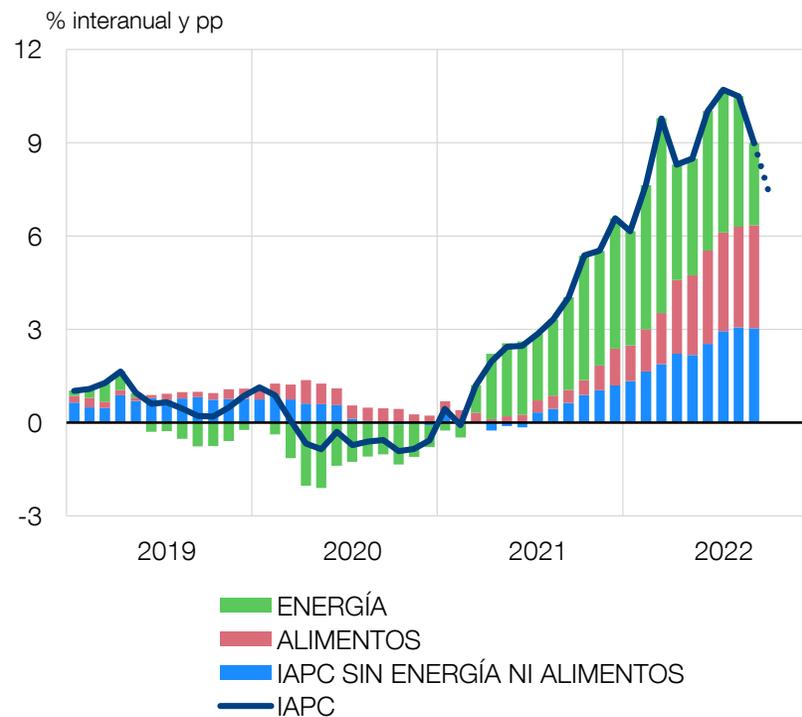
INDICADORES DE CONFIANZA



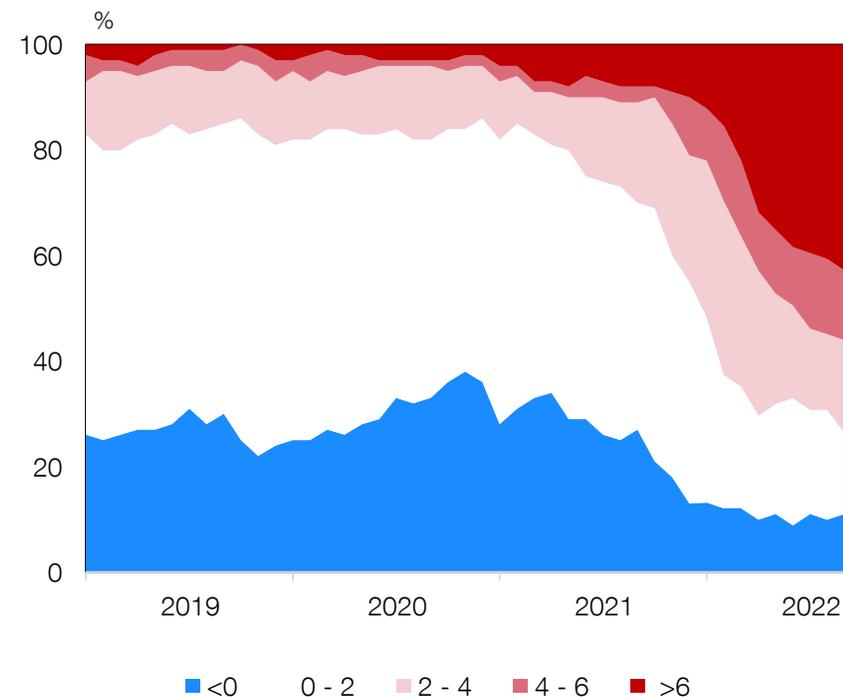
Fuentes: S&P Global y Comisión Europea. Último dato: octubre.

A PESAR DE LA DESACELERACIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN GENERAL, LAS PRESIONES INFLACIONISTAS SUBYACENTES CONTINÚAN SIENDO MUY ELEVADAS Y GENERALIZADAS

CONTRIBUCIONES (pp) A LA TASA INTERANUAL DEL IAPC (%)

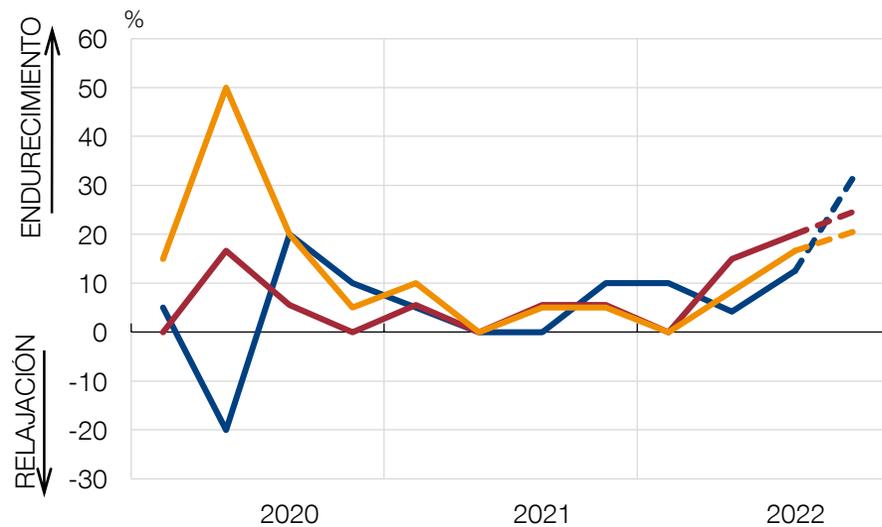


PORCENTAJE DE CLASES DEL IAPC EN CADA RANGO DE CRECIMIENTO



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Último dato observado: septiembre (estimación de avance de octubre para el IAPC general).

EPB: CAMBIO EN LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (a)

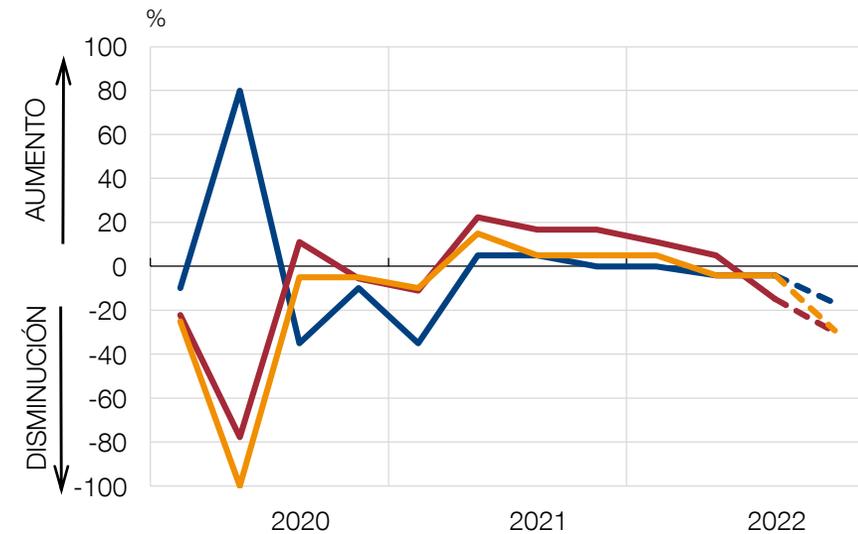


— SOCIEDADES NO FINANCIERAS

— ADQUISICIÓN DE VIVIENDAS

— CONSUMO Y OTROS FINNES

EPB: CAMBIO EN LA DEMANDA DE PRÉSTAMOS (b)



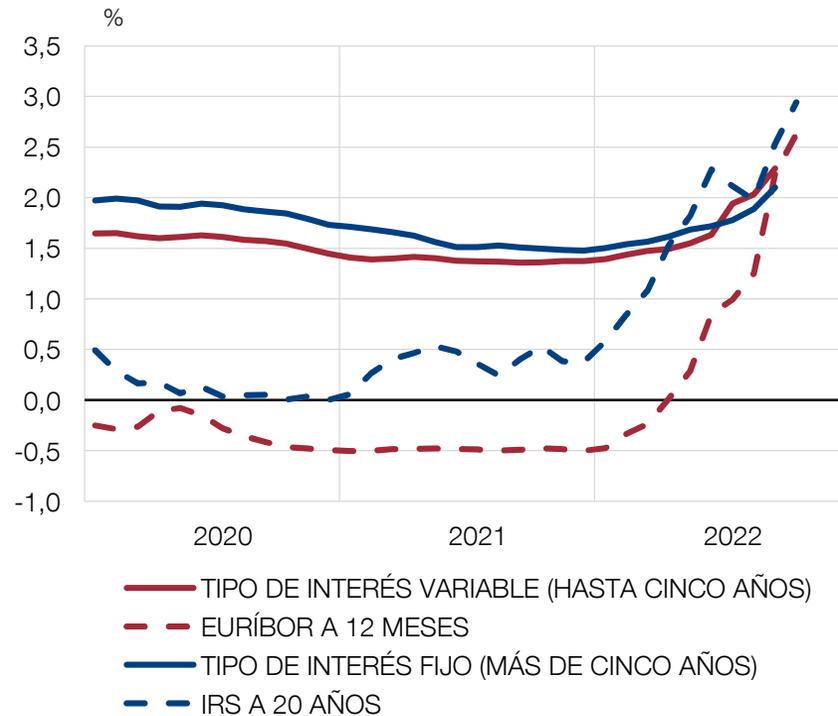
Fuente: Banco de España. Última observación: III TR 2022. La línea discontinua recoge las previsiones para IV TR 2022.

(a) Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.

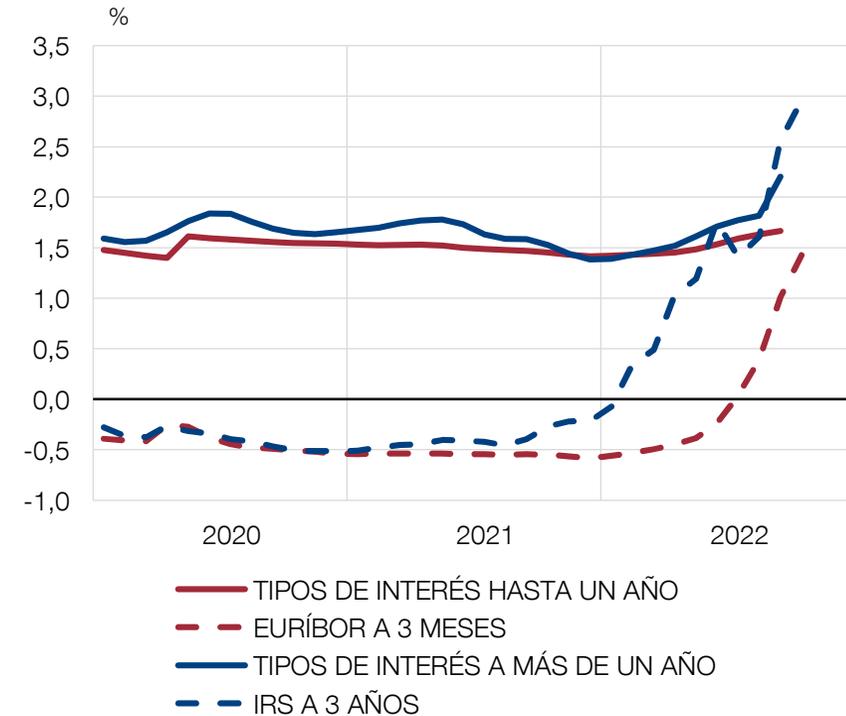
(b) Indicador = porcentaje de entidades que señalan un aumento considerable $\times 1$ + porcentaje de entidades que señalan un cierto aumento $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable $\times 1$.

... AL TIEMPO QUE EL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO SIGUE TRASLADÁNDOSE GRADUALMENTE A LOS COSTES DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA DE EMPRESAS Y FAMILIAS ...

PRÉSTAMOS PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



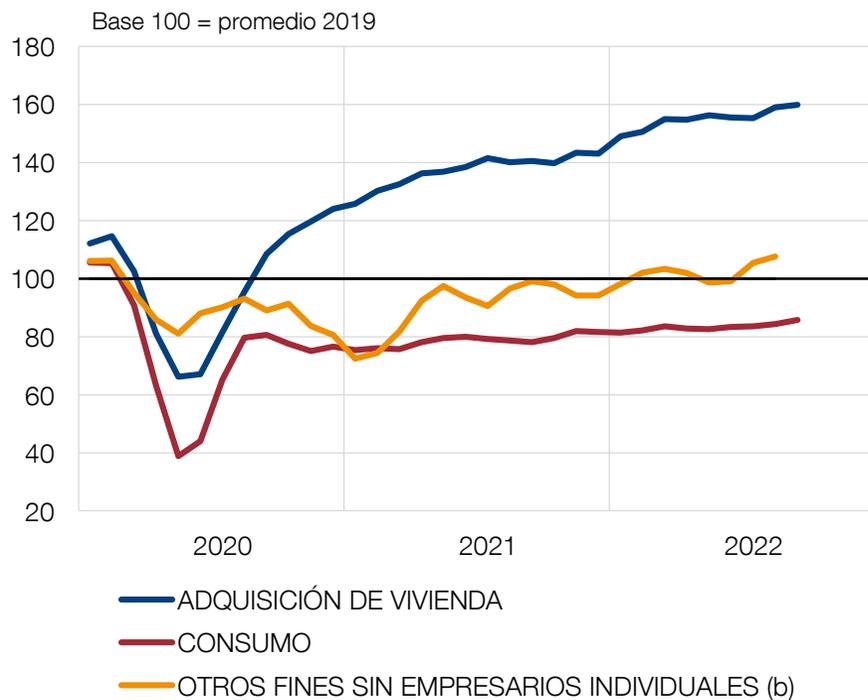
PRÉSTAMOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



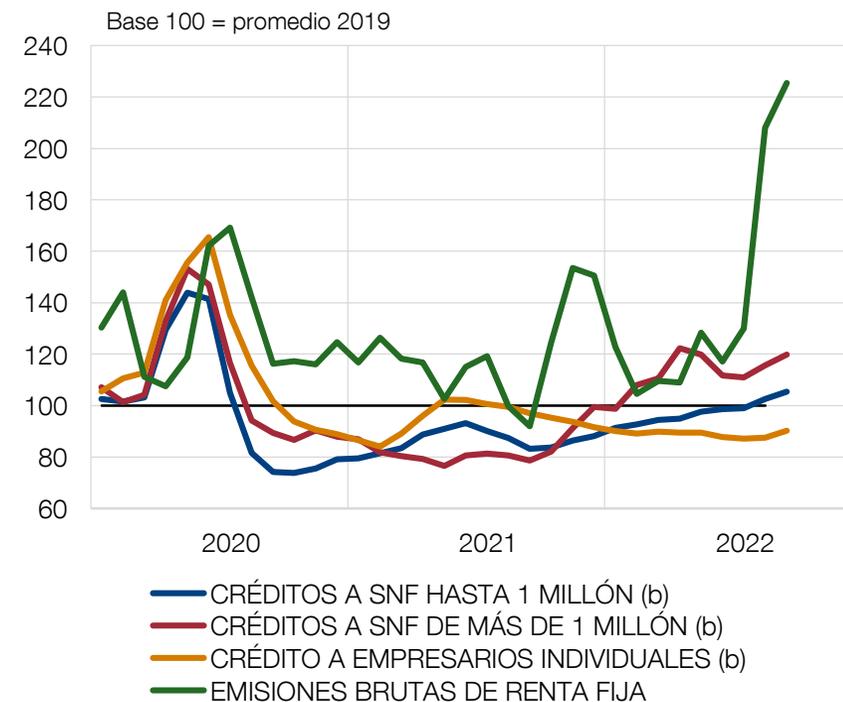
Fuentes: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: septiembre (tipo de interés bancario) y octubre (tipo de interés de referencia).

... AUNQUE TODO ELLO NO HA TENIDO, POR EL MOMENTO, UN IMPACTO MUY SIGNIFICATIVO SOBRE EL VOLUMEN DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN

NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A HOGARES (a)
Flujos desestacionalizados acumulados de 3 meses



NUEVAS FINANCIACIÓN A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (a)
Flujos desestacionalizados acumulados de 3 meses



Fuente: Banco de España. Última observación: septiembre de 2022.

(a) Las series de financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las ED como por los EFC.

(b) Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



1. Contexto global

2. Desarrollos recientes en la UEM

3. Perspectivas para la economía española

- Proyecciones macroeconómicas del Banco de España de octubre
- Última información disponible
- **Principales fuentes de incertidumbre**

4. El papel de las políticas económicas en la coyuntura actual

Desarrollos en los **mercados energéticos** (precios y/o cantidades)

Magnitud y marco temporal de los **efectos indirectos** asociados al encarecimiento ya observado en las materias primas

Capacidad de resistencia de hogares y empresas ante la pérdida de renta real y el repunte de los tipos de interés

Magnitud de los **efectos de segunda vuelta** sobre la inflación

Ejecución e impacto del **programa NGEU**

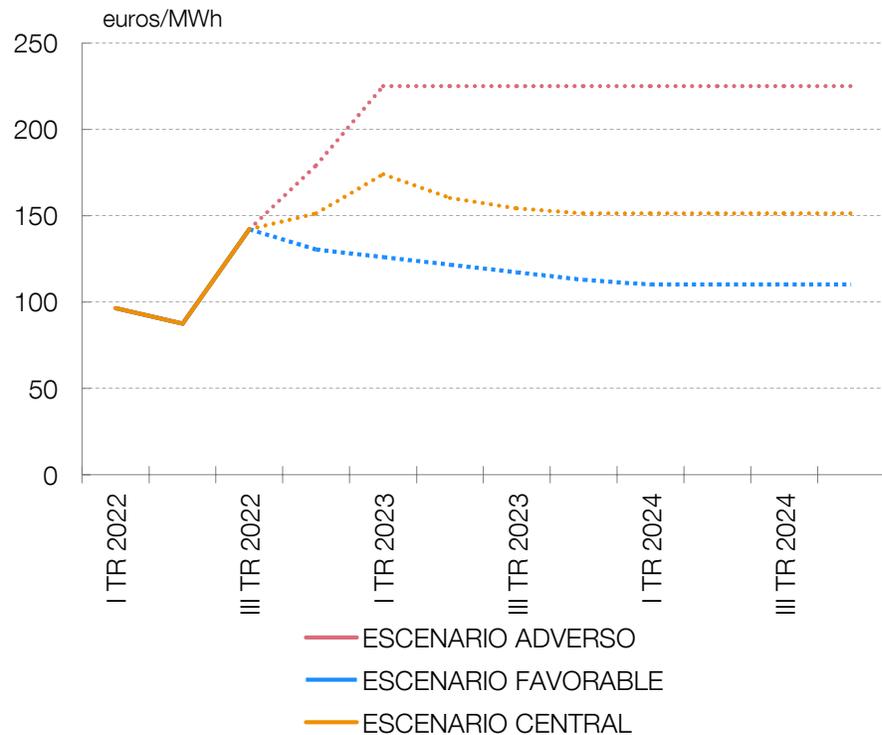
Comportamiento de la **actividad económica global y europea**

Dinámicas en los **mercados de capitales internacionales** / Fragmentación financiera en el área del euro

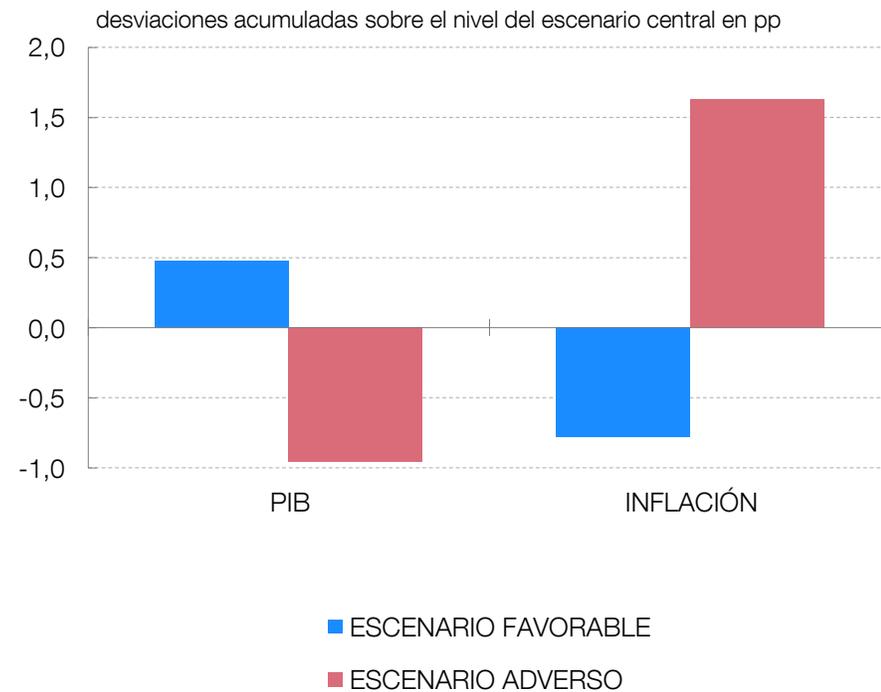
Respuesta de las distintas **políticas económicas** y sus interacciones

EN LAS PREVISIONES DE OCTUBRE, COMO EJERCICIO DE SENSIBILIDAD, SE SIMULARON VARIAS SENDAS DEL PRECIO DEL GAS (MIBGAS) DIFERENTES A LA PLANTEADA EN EL ESCENARIO CENTRAL

PRECIO DEL GAS



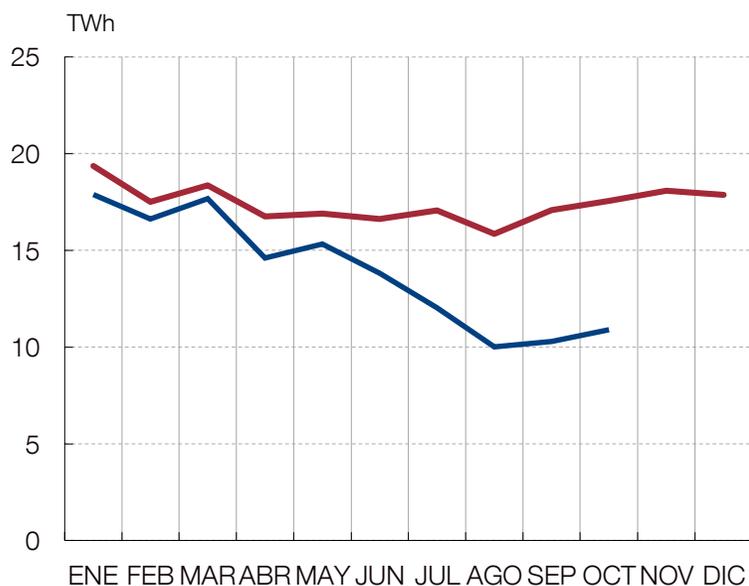
IMPACTO ACUMULADO SOBRE EL PIB Y LA INFLACIÓN EN EL PERÍODO 2023-2024



Fuente: Banco de España.

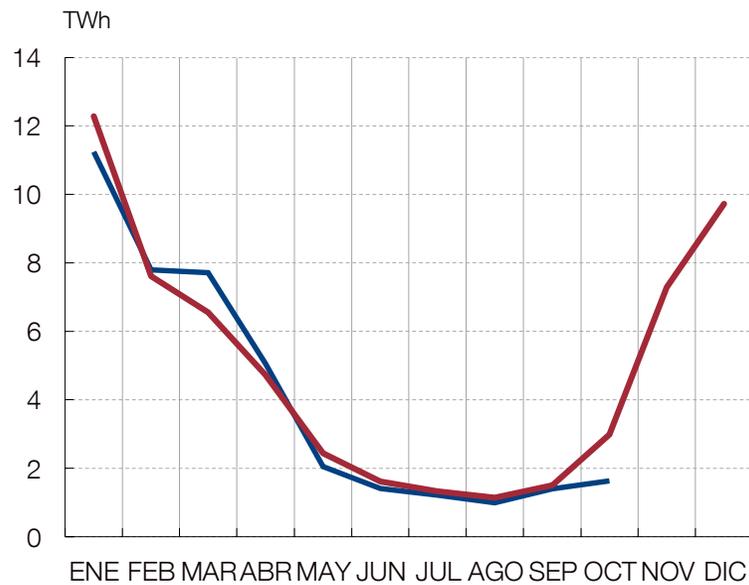
TAMBIÉN SE CONTEMPLÓ LA POSIBILIDAD DE QUE LA CAPACIDAD DE EUROPA PARA SUSTITUIR EN EL CORTO PLAZO LAS IMPORTACIONES RUSAS DE GAS FUERA RELATIVAMENTE LIMITADA

DEMANDA MENSUAL DE GAS NATURAL DE LA INDUSTRIA EN PENÍNSULA Y BALEARES



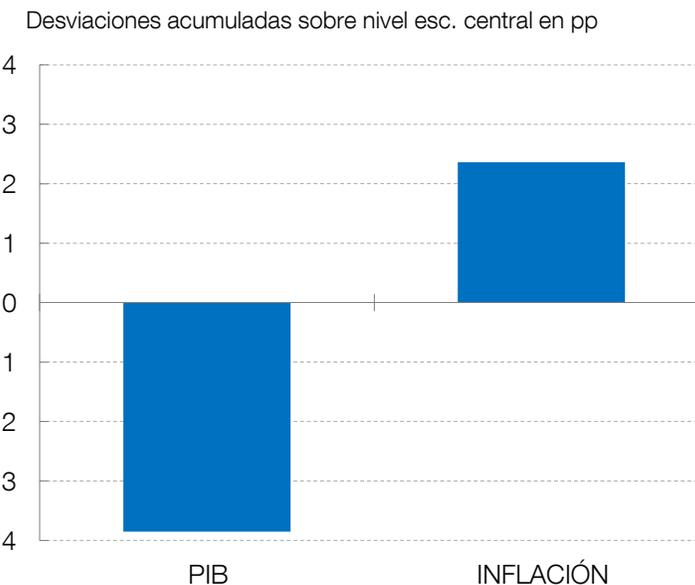
— 2022

DEMANDA MENSUAL DE GAS NATURAL DE HOGARES Y PYMES EN PENÍNSULA Y BALEARES



— MEDIA 2019-2021

IMPACTO ACUMULADO SOBRE EL PIB Y LA INFLACIÓN EN EL PERÍODO 2023-2024 (a)



■ ESCENARIO CON CAPACIDAD MUY LIMITADA DE SUSTITUCIÓN DEL GAS RUSO

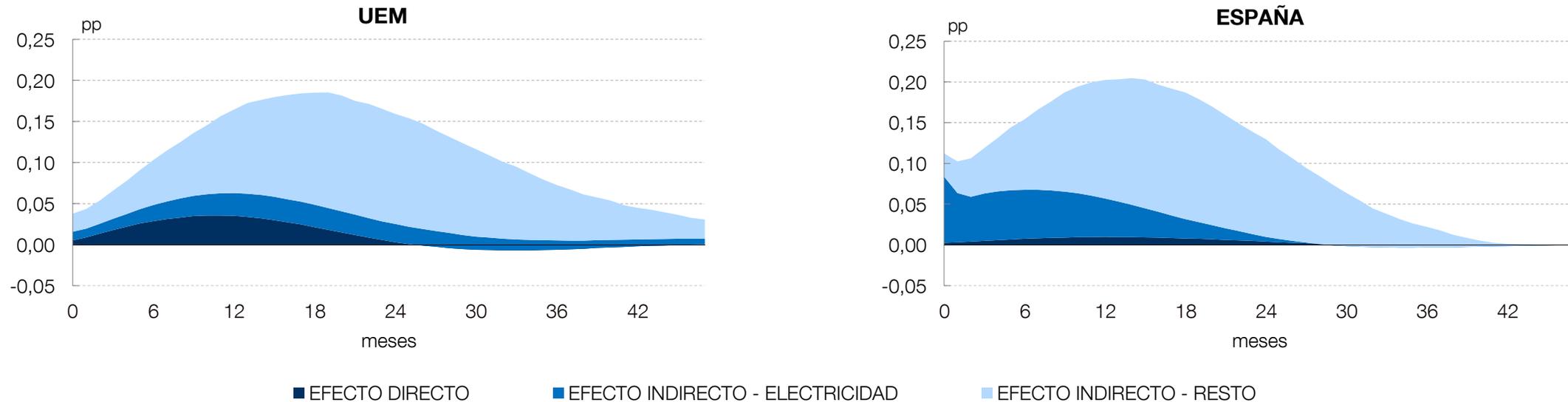
Fuentes: ENAGAS y Banco de España.

(a) Se representan las diferencias entre el escenario central (con una elasticidad de sustitución moderada) y uno en el que la elasticidad de sustitución se sitúa en la parte baja del rango considerado en [Quintana \(2022\)](#).

¿CÓMO SON LOS EFECTOS INDIRECTOS DE UN ENCARDECIMIENTO DE LAS MATERIAS PRIMAS?

- El incremento de los precios del gas natural –por ejemplo– se traslada a la inflación a través de **efectos directos e indirectos**
- Los **efectos indirectos**, derivados del encarecimiento de los productos que utilizan esta materia prima en su proceso productivo, tardan más tiempo en manifestarse, pero tienen una **cuantía significativa** y son **más persistentes**

CONTRIBUCIONES AL EFECTO EN LA INFLACIÓN DE UN INCREMENTO PERMANENTE DEL 10% EN EL PRECIO DEL GAS NATURAL (a)

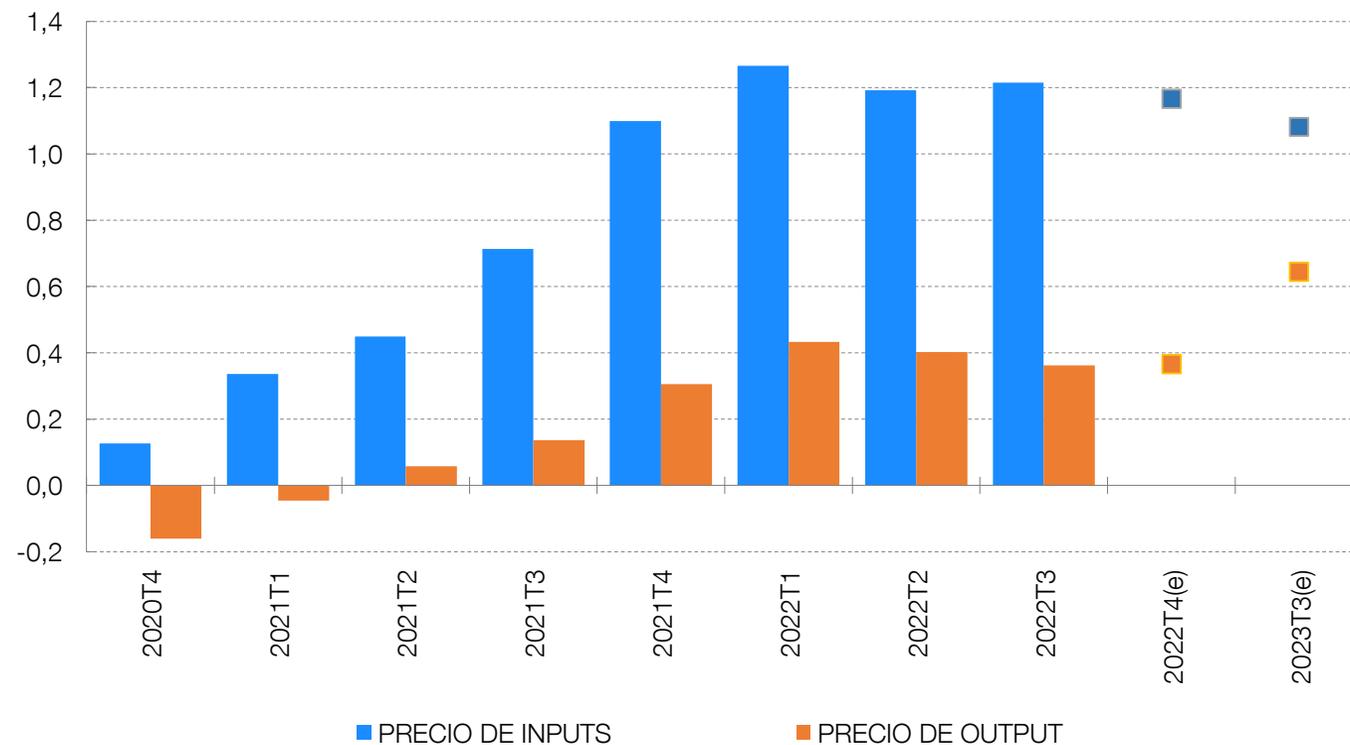


Fuente: Banco de España.

(a) Funciones impulso respuesta a un incremento de precios permanente del 10% del gas natural estimada a través de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) que incorporan las variaciones interanuales del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) (general, electricidad y productos derivados del gas), del precio del gas natural en Europa y del petróleo expresados en euros.

DE ACUERDO CON LA EBAE, LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS ESPERAN QUE LAS ELEVADAS PRESIONES INFLACIONISTAS ACTUALES SE MANTENGAN A LO LARGO DE LOS PRÓXIMOS MESES

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y PERSPECTIVAS (a)

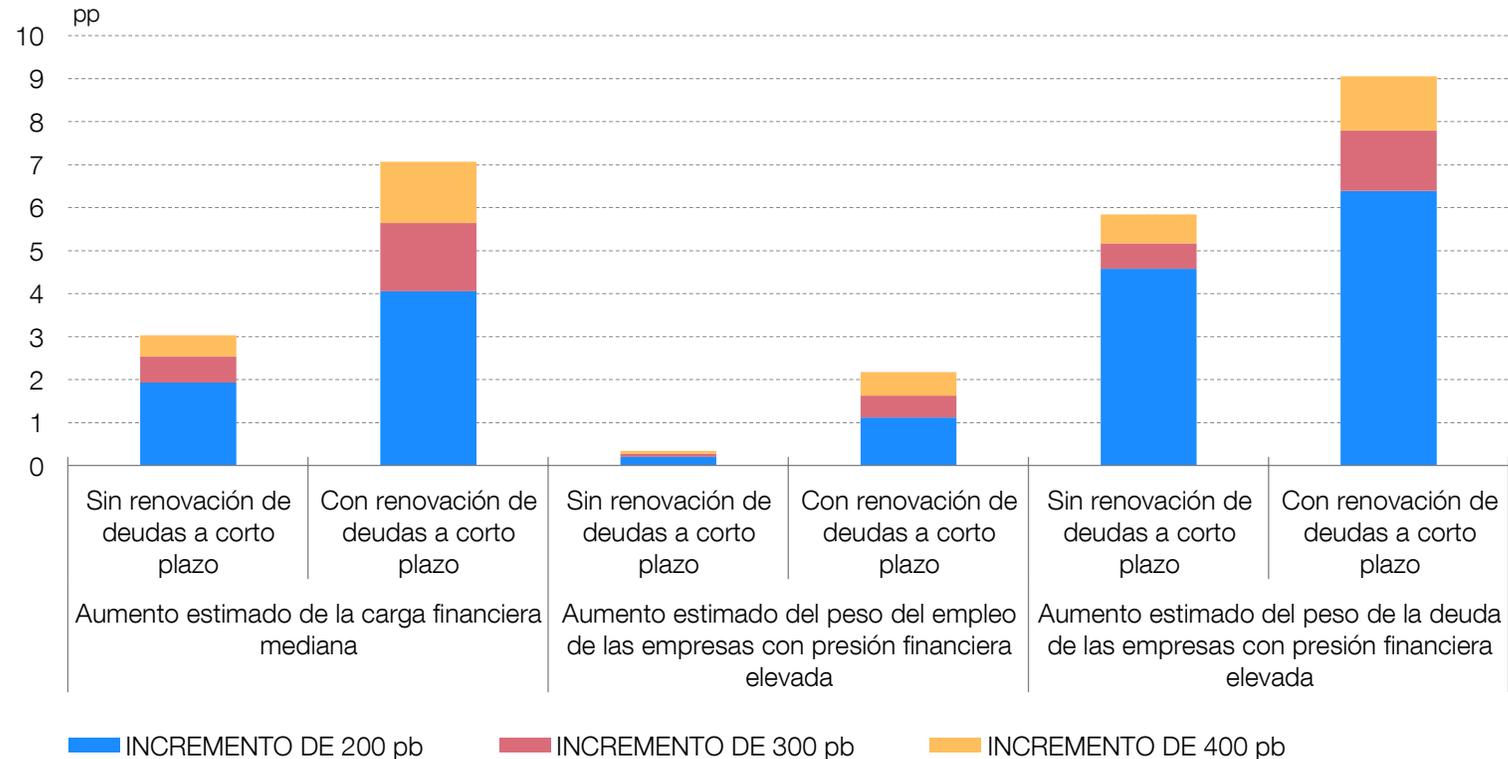


Fuente: Banco de España (EBAE).

(a) Índice calculado como Descenso significativo = -2; Descenso leve = -1; Estabilidad = 0; Aumento leve = 1; Aumento significativo = 2.

IMPACTO DE UN AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

IMPACTO DEL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA CARGA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS Y SOBRE LAS EMPRESAS CON PRESIÓN FINANCIERA ELEVADA (a) (b)



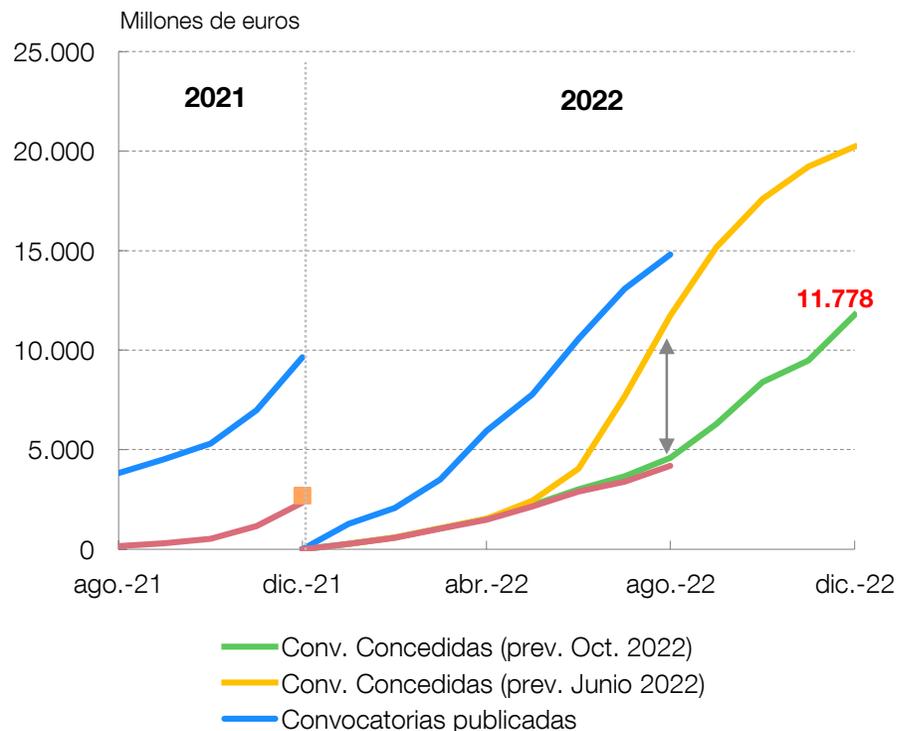
Fuente: Banco de España.

(a) La carga financiera se define como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros). Se excluyen las empresas con gastos financieros nulos.

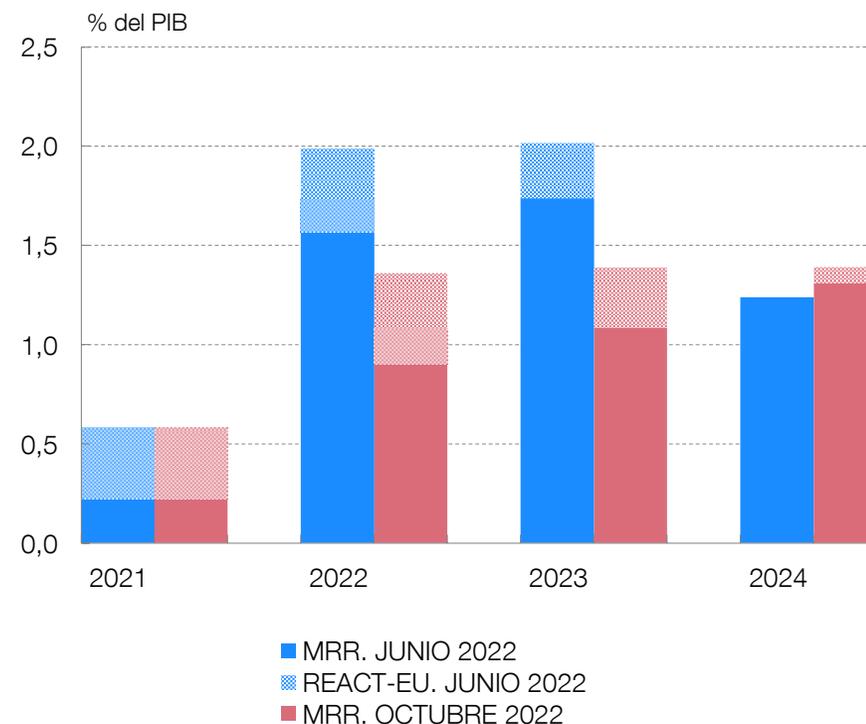
(b) Se define empresa con presión financiera elevada a aquella cuya ratio (Resultado Económico Bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que 1.

EL RITMO AL QUE LOS PROYECTOS DE INVERSIÓN ASOCIADOS AL PROGRAMA NGEU SE ESTARÍAN FILTRANDO A LA ECONOMÍA SERÍA MÁS LENTO DE LO ESPERADO EN LAS PREVISIONES DE JUNIO

CONVOCATORIAS MRR (ACUMULADO EN EL AÑO) (a) (b)



GASTO PÚBLICO FINANCIADO CON EL NGEU (c)



Fuentes: Web de convocatorias del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) y Banco de España.

(a) No se incluyen las convocatorias en estado "próximamente", las que actúan como garantías, las destinadas a otras AAPP o las identificadas como REACT-EU.

(b) Convocatorias publicadas en la página web del PRTR hasta el 15/09/2022 y acumuladas mensualmente.

(c) El programa Next Generation EU (NGEU) tiene varios componentes, de los cuales los dos más importantes son el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) y el REACT-EU.



1. Contexto global
2. Desarrollos recientes en la UEM
3. Perspectivas para la economía española
 - Proyecciones macroeconómicas del Banco de España de octubre
 - Última información disponible
 - Principales fuentes de incertidumbre
- 4. El papel de las políticas económicas en la coyuntura actual**

La política monetaria del BCE

El pacto de rentas

La política fiscal

Las políticas de oferta

Las políticas a nivel europeo

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

