

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 PRINCIPALES MENSAJES

La recuperación económica mundial ha proseguido en los meses más recientes. No obstante, la mejora de la actividad y del comercio globales ha experimentado una cierta pérdida de impulso en el tramo final del año. A ello han contribuido el surgimiento de nuevos brotes de COVID-19 en algunas áreas geográficas y la intensificación de dos fenómenos que se han manifestado de forma creciente a medida que transcurría el año y que, en gran parte, son una consecuencia de la propia reapertura de las economías tras la pandemia: las tensiones en las cadenas globales de suministros y el encarecimiento de un conjunto amplio de bienes que intervienen en los procesos de producción y que, en algunos casos, forman parte también de la cesta de consumo.

La capacidad productiva global ha tropezado con dificultades para satisfacer el repunte de la demanda tras la fase de mayores restricciones frente a la pandemia. La recuperación de la demanda ha dado lugar a fenómenos de escasez de determinadas materias primas y de bienes intermedios que intervienen en los procesos productivos, así como a una insuficiencia de la capacidad existente del transporte marítimo internacional para atender de manera fluida la reactivación de los flujos comerciales. En muchos casos, ello ha dado lugar a alargamientos de los plazos necesarios para satisfacer los pedidos de bienes.

Además, estos desequilibrios entre demanda y oferta han originado notables presiones inflacionistas a nivel global. Los aumentos de precios han sido particularmente significativos en el caso de muchas materias primas, en especial de algunas energéticas. Como consecuencia de este encarecimiento, en los países importadores de estos productos se ha reducido el poder de compra de los hogares y se han incrementado notablemente los costes en algunos procesos productivos, lo que ha moderado la intensidad de la recuperación.

La evolución del producto está siendo desigual por áreas geográficas. Una medida del grado dispar de la recuperación en las distintas economías viene dada por la distancia entre el nivel actual del producto y el previo a la crisis. En Estados Unidos, esa brecha tiene ya signo positivo: el PIB del tercer trimestre de 2021 estaba 1,4 puntos porcentuales (pp) por encima del correspondiente al cuarto trimestre de 2019. Pero en el área del euro el PIB es todavía ligeramente inferior al nivel precrisis. Por su parte, las economías emergentes han recuperado, en su conjunto, los niveles de actividad anteriores al COVID-19, pero el crecimiento acumulado desde finales de 2019 es considerablemente más reducido que el que hubiera resultado de mantenerse la evolución tendencial previa a la pandemia. En gran medida, ello se debe a que la incidencia económica de la enfermedad sigue siendo, en la actualidad, relativamente elevada en este grupo de países (y mayor, en todo caso,

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

	2021	2020				2021			
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional									
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
Producto interior bruto	4,5	-5,4	-17,7	16,8	0,2	-0,6	1,1	2,0	1,6
Contribución de la demanda nacional (b)	4,1	-4,3	-15,2	15,4	-0,1	-0,6	2,1	0,2	1,2
Contribución de la demanda exterior neta (b)	0,3	-1,1	-2,4	1,4	0,3	0,0	-1,0	1,8	0,3
Tasas de variación interanual									
Empleo horas trabajadas	7,4	-4,6	-25,3	-6,3	-6,1	-2,7	29,5	3,3	4,1
Indicadores de precios									
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	3,0	0,7	-0,6	-0,6	-0,8	0,5	2,3	3,4	5,6
Índice armonizado de precios de consumo, sin energía ni alimentos	0,5	1,2	0,9	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,7	1,5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Información disponible hasta el 1 de diciembre de 2021. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España en el escenario central.
- b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

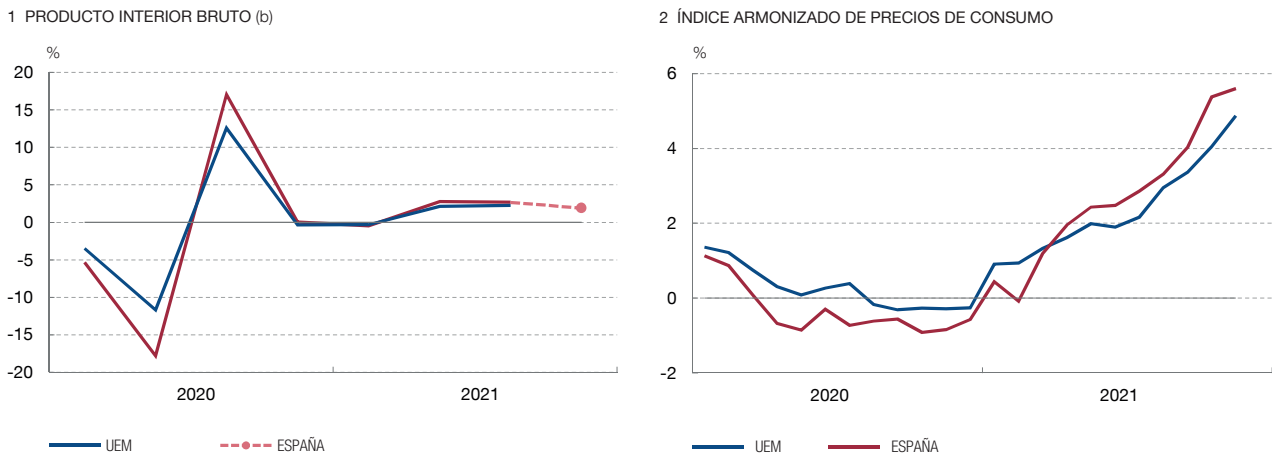
que en las economías avanzadas, como consecuencia de las menores tasas de vacunación). Además, más recientemente, la velocidad de la recuperación se está viendo limitada, en algunas de estas economías, por el endurecimiento de la política monetaria inducido por el aumento de la inflación.

En los mercados de trabajo de muchos países parecen estar surgiendo indicios de ciertos cambios estructurales. La recuperación está propiciando la aparición de señales de escasez de mano de obra en algunas actividades productivas. En parte, ello podría reflejar cambios en la demanda relativa de distintos tipos de cualificaciones laborales, determinados, por ejemplo, por el aumento del peso de los bienes, en detrimento de los servicios, dentro de las cestas de consumo, o por el mayor peso de las ventas *online* frente a las presenciales. Además, la disponibilidad de mano de obra se está viendo condicionada por las reducciones de la población activa experimentadas en algunos países durante la pandemia, como es el caso, en particular, de Estados Unidos, que han revertido solamente de modo parcial con posterioridad.

Las tasas de inflación de los precios de consumo han repuntado notablemente. El principal factor explicativo es el aumento de los precios energéticos. Además, en este repunte de la inflación desempeñan también un papel importante los efectos base negativos que se derivan de la desaceleración notable tanto de los propios precios de la energía como de los precios de otros bienes y servicios, al inicio de la pandemia. Las tasas de inflación subyacente han registrado asimismo un cierto repunte, pero considerablemente más modesto.

LA RECUPERACIÓN PROSIGUIÓ EN EL CUARTO TRIMESTRE, AUNQUE EL RITMO DE AVANCE DEL PIB EN EL TRAMO FINAL DEL AÑO SE ESTÁ VIENDO MODERADO POR LA PERSISTENCIA DE LOS CUELLOS DE BOTELLA Y POR MAYOR INFLACIÓN (a)

En el otoño ha proseguido la recuperación de la actividad, con un comportamiento favorable del empleo. No obstante, las alteraciones en las cadenas globales de producción y el repunte inflacionista han moderado el ritmo de crecimiento. En particular, la inflación ha intensificado su ritmo de aumento, impulsada por el componente energético, aunque también ha repuntado el subyacente.



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

- a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales del índice de precios de consumo.
 b Los datos del tercer trimestre son proyecciones del Banco de España.

También en el área del euro, los cuellos de botella en la oferta y el encarecimiento de la cesta de consumo están afectando negativamente a la actividad económica en el tramo final del año. Las proyecciones más recientes del Eurosistema prevén que el PIB recobre un mayor dinamismo desde mediados de 2022, a medida que se vayan disipando esos obstáculos al crecimiento¹. En el conjunto del próximo año, el producto del área avanzaría un 4,2 %, antes de desacelerarse hasta el 2,9 % y el 1,6 % en 2023 y 2024, respectivamente. En el ámbito de los precios de consumo, las presiones inflacionistas están siendo más intensas y persistentes de lo esperado hace unos meses. No obstante, en las proyecciones actuales se mantiene la conclusión de que el repunte de la inflación tiene, con elevada probabilidad, una naturaleza transitoria, de modo que la tasa media de crecimiento del IAPC retornaría en el medio plazo, desde sus elevados valores actuales (4,9 % en noviembre, según datos provisionales) hasta cotas más moderadas. En concreto, la inflación media de 2024 sería del 1,8 %.

En España, los avances en el proceso de vacunación han permitido que la evolución epidemiológica fuera favorable durante la mayor parte del otoño. Ello condujo a la práctica desaparición de las restricciones a la pandemia, con una reapertura casi total de las actividades de los servicios. No obstante, más

1 <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

recientemente se ha producido una nueva alza en la incidencia de la enfermedad, que ha comenzado a requerir la reintroducción de algunas medidas de contención.

De acuerdo con las proyecciones más recientes del Banco de España², la recuperación de la economía española proseguirá en el próximo trienio. En el tramo final de 2021, el dinamismo de la actividad económica estaría viéndose moderado por la compresión de las rentas de hogares y de empresas inducida por el aumento de costes y de precios, y por la persistencia de los cuellos de botella en algunos procesos productivos, factores cuya incidencia se moderaría a lo largo del próximo año. Así, a medida que estos impedimentos vayan despejándose, la mejora de la confianza de los agentes privados y de las condiciones en el mercado de trabajo, la prolongación del período de condiciones financieras favorables y el despliegue de los proyectos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU) impulsarán el gasto. En 2021, el producto podría crecer, de acuerdo con las estimaciones más recientes, un 4,5 %. En 2022, el PIB se aceleraría hasta el 5,4 %, lo que permitiría retomar el nivel precrisis hacia el inicio de 2023.

Tras mantenerse elevada en los primeros meses de 2022, se espera que la inflación se desacelere intensamente con posterioridad. En este sentido apuntan los mercados de futuros, que anticipan una ralentización pronunciada de los precios de los productos energéticos a lo largo de los primeros meses de 2022. La eventual materialización de esa trayectoria, junto con la desaparición de los efectos base positivos existentes, conduciría a una disminución notable de las tasas de variación del IAPC. En el medio plazo, la evolución de los precios de consumo pasará a estar dominada por el componente subyacente (esto es, el agregado que excluye los bienes energéticos y los alimentos). Este indicador registrará crecimientos relativamente modestos, una vez que se desvanezca la incidencia de los cuellos de botella y en tanto persista una cierta holgura en el mercado de trabajo.

El escenario central de actividad económica de estas proyecciones está sometido a ciertos riesgos a la baja. En primer lugar, las incertidumbres incluyen la posibilidad de que se produzca un nuevo agravamiento de la situación epidemiológica, del cual se están produciendo ya algunas señales en el tramo final del año. Las consecuencias de la aparición reciente de la variante ómicron son, en estos momentos, enormemente inciertas. Al mismo tiempo, el reducido ritmo de despliegue de las vacunas en algunas áreas del mundo puede favorecer el surgimiento de nuevas variantes del virus, con características que conlleven consecuencias más adversas para la salud pública a nivel global.

Por otro lado, la persistencia de las presiones inflacionistas podría ser mayor que la asumida en el escenario central. Algunos posibles factores que pueden acabar determinando una senda de inflación más elevada y/o persistente que la

2 Véase recuadro 1.

	PRINCIPALES DESARROLLOS RECIENTES	PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO	FUENTES DE INCERTIDUMBRE
ACTIVIDAD	La economía mundial moderó su ritmo de recuperación durante el tercer trimestre, lastrada por la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro y de las presiones inflacionistas	El ritmo de expansión de la actividad global podría mantenerse en el último trimestre del año, con una cierta convergencia en las perspectivas de crecimiento de las economías avanzadas y emergentes hacia niveles algo más reducidos que los esperados hace unos meses	<ul style="list-style-type: none"> — Evolución de la pandemia y de las campañas de vacunación — Grado de persistencia de los actuales cuellos de botella en las cadenas globales de valor
PRECIOS	Las tasas de inflación han continuado aumentando a nivel global, impulsadas por el fuerte repunte de los precios de la energía y por la persistencia de los problemas de oferta	Dado que la mayoría de los factores que han determinado el reciente repunte de la inflación parecen tener una naturaleza predominantemente temporal, se prevé que la tasa de crecimiento de los precios se desacelere gradualmente a lo largo de 2022	<ul style="list-style-type: none"> — Duración del episodio actual de encarecimiento de la energía y de fuerte repunte de la inflación, y posibles efectos indirectos y de segunda vuelta — Posible aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales ante cambios en las perspectivas económicas, sanitarias y de política monetaria en las principales economías mundiales
OTROS	Los bancos centrales de las economías avanzadas han comenzado a ajustar el tono de sus políticas monetarias y en muchas economías emergentes se han producido aumentos sustanciales de los tipos de interés oficiales	El comportamiento de los mercados financieros internacionales se encuentra muy condicionado por la evolución de la pandemia y por los cambios en las expectativas de los inversores sobre la evolución de la política monetaria en las principales economías	<ul style="list-style-type: none"> — Tensiones sociales y geopolíticas en algunas regiones

FUENTE: Banco de España.

considerada en dicho escenario incluyen una prolongación del período de alteraciones en la oferta global y de precios elevados de la energía y de otros productos intermedios, así como un mayor grado de traslación de los incrementos de costes a los precios finales y a los costes salariales. En el caso hipotético de que se produzcan desviaciones materiales de las expectativas de inflación de medio plazo por encima del objetivo de la política monetaria, podrían terminar viéndose afectadas las condiciones financieras, con posibles efectos adversos sobre la vulnerabilidad de los agentes más endeudados y sobre la disponibilidad y el coste de los nuevos flujos de financiación.

No obstante, también existen algunos elementos que podrían sesgar el crecimiento al alza. El ritmo de la recuperación podría verse acelerado si hogares y empresas decidieran destinar al gasto de consumo e inversión una proporción más elevada que la anticipada del ahorro acumulado durante la pandemia, y también en caso de que los flujos turísticos convergieran a sus niveles precrisis con mayor rapidez que la esperada en el escenario central.

Un último elemento de incertidumbre está asociado al ritmo de absorción de los recursos del NGEU, así como al impacto económico de los proyectos y

reformas emprendidos. Los proyectos de inversión que se desarrollen bajo este programa pueden desempeñar un papel muy importante en la transformación de la economía española. Ahora bien, la maximización de su impacto sobre el crecimiento y el empleo requerirá una adecuada selección de proyectos y una aplicación eficaz, que además deberá venir acompañada del diseño y de la implementación de un amplio abanico de reformas estructurales.



RECUADRO 1

En el cuarto trimestre, se espera que el ritmo de avance de la economía española se modere. La previsión de crecimiento del PIB se revisa a la baja en 2021 y en 2022, y al alza en 2023



RECUADRO 2

El impacto sobre la actividad económica del actual episodio de repunte de los precios de la energía, cuya duración es aún muy incierta, podría ser relativamente persistente y desigual entre países



RECUADRO 3

El repunte de los precios industriales en la UEM vendría explicado fundamentalmente por *shocks* de demanda, si bien el peso relativo de los *shocks* de oferta habría aumentado recientemente y sería especialmente relevante en las ramas manufactureras más afectadas por cuellos de botella



RECUADRO 4

La percepción de las pymes españolas sobre su acceso a la financiación ha continuado mejorando, aunque aquellas que solicitaron préstamos bancarios reportaron un leve aumento de las peticiones rechazadas y un endurecimiento de algunas de las condiciones aplicadas



RECUADRO 5

En el tramo final de 2021 y en 2022, las disrupciones en las cadenas globales de suministro podrían provocar una reducción apreciable en la tasa de crecimiento del PIB español



RECUADRO 6

La oferta de plazas en algunas de las titulaciones de la Formación Profesional que ofrecen mejores oportunidades laborales parece relativamente reducida, pues las notas de corte para acceder a ellas son muy elevadas

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la última actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Con respecto a las proyecciones anteriores, publicadas el pasado 21 de septiembre¹, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces, lo que incluye las estimaciones revisadas de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) hasta el segundo trimestre de 2021, las de carácter preliminar para el tercero y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de las distintas variables (véase cuadro A.1)².

Desde la primavera, los avances en el proceso de vacunación han ayudado a contener la propagación del virus y, sobre todo, a reducir los casos de mayor gravedad. Ello ha permitido una flexibilización paulatina de las medidas de contención de la pandemia y una normalización progresiva de la actividad, en particular en las ramas que requieren un mayor grado de interacción social. De este modo, tras crecer un 1,1 % entre abril y junio, el dinamismo del PIB aumentó en el tercer trimestre del año, hasta el 2 % en tasa intertrimestral, de acuerdo con las estimaciones preliminares del Instituto Nacional de Estadística (INE). Este avance es menos pronunciado de lo que se anticipaba en el escenario central de las proyecciones de septiembre (2,7 %), lo que, unido a las revisiones a la baja del crecimiento en trimestres anteriores³, hace que el punto de partida en el actual ejercicio de proyección sea más desfavorable de lo que se anticipaba en septiembre.

El repunte de la actividad y del empleo ha proseguido a lo largo del cuarto trimestre del año, de acuerdo con la información disponible. La prolongación del dinamismo de la ocupación ha permitido que la afiliación efectiva (esto es, la afiliación a la Seguridad Social una vez descontados los trabajadores en situación de ERTE) recuperase en noviembre, en términos de la serie

desestacionalizada, su nivel previo a la pandemia. Esta evolución confirma un rasgo destacado de los desarrollos económicos recientes, como es el hecho de que la recuperación del empleo esté siendo más rápida y vigorosa que la del PIB.

Los indicadores disponibles sugieren, en todo caso, que el ritmo de avance de la actividad se habría moderado en cierta medida en el cuarto trimestre del año con respecto a los meses previos. Desde el punto de vista de los sectores productivos, la debilidad es algo más acusada en el caso de las manufacturas, como apunta, por ejemplo, el indicador PMI sectorial, que ha continuado reflejando una moderación progresiva del dinamismo de la producción en estas ramas desde agosto, aunque todavía se mantiene en niveles coherentes con un comportamiento expansivo del valor añadido del sector. Los resultados de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE) tienden a confirmar que la evolución de la facturación y del empleo de las empresas industriales ha sido comparativamente algo menos favorable que en el caso de otras ramas⁴.

Diversos factores contribuyen a explicar esta modesta moderación del dinamismo de la actividad. En primer lugar, el aumento de la demanda de ciertos productos desde el inicio de la pandemia ha dado pie a una escasez de suministros a escala global de algunos bienes intermedios cuya producción es relativamente inelástica a corto plazo (como, por ejemplo, los microchips). Este fenómeno, que ha afectado sobre todo a las ramas industriales y que, por tanto, es coherente con la menor fortaleza relativa de estas, se ha traducido en un aumento significativo de los plazos de entrega de los pedidos y, en algunos casos, como en el sector del automóvil, en la necesidad de reducir el ritmo de producción. En segundo lugar, se ha observado un encarecimiento de ciertos productos, como los energéticos y algunos de los que

1 Véase «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2023)».

2 Asimismo, las proyecciones actuales incorporan la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales del segundo trimestre de 2021, y tienen en cuenta la revisión de las series de la Contabilidad Nacional Anual de años anteriores. Aunque esta última revisión había sido dada a conocer por el INE el 16 de septiembre, no pudo ser incorporada en las anteriores proyecciones, dado que en aquel momento no se publicaron series trimestrales (que es la frecuencia de datos necesaria para la elaboración de las proyecciones del Banco de España), coherentes con estas series anuales.

3 El INE revisó a la baja la estimación previa de crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre de 2021, que pasó de un 2,8 % a un 1,1 %, y realizó también modificaciones de menor magnitud en los trimestres precedentes.

4 M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: noviembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

están viéndose sometidos a escasez de oferta por los problemas de suministro mencionados. Ello está minorando el crecimiento de las rentas reales de empresas y de familias. En las últimas semanas, un tercer factor se ha unido a estos dos. En concreto, se ha observado un aumento en las cifras de contagio por COVID-19, primero en otros países de nuestro entorno y luego en España, lo que ha motivado la reintroducción de algunas medidas para contener la pandemia. Estos desarrollos epidemiológicos explican, probablemente, que la recuperación de algunos indicadores de alta frecuencia relacionados con la actividad turística, como el tráfico aéreo, se haya ralentizado en el transcurso del cuarto trimestre.

Con la información disponible, se estima que el crecimiento del PIB en el trimestre final del año podría haber ascendido al 1,6% en tasa intertrimestral, lo que conduciría a un crecimiento medio anual del 4,5% en 2021. No obstante, la incertidumbre en torno a esta estimación es muy elevada, dado que los datos cuantitativos disponibles para este período son todavía limitados. Adicionalmente, la información relativa a la ejecución de los proyectos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU) es incompleta, lo que dificulta la estimación precisa de su contribución al crecimiento.

Más allá del trimestre en curso, la evolución de la actividad a corto plazo (especialmente, durante la primera mitad de 2022) seguirá condicionada por los factores que han limitado el avance del PIB en el período más reciente. En particular, las alteraciones de las cadenas de suministros globales están mostrando una naturaleza más persistente de lo anticipado hace tres meses. Una muestra de ello es el significativo aumento entre el cuarto trimestre de 2020 y el mismo período de 2021, según la última edición de la EBAE, de la proporción de empresas que manifiestan estar experimentando dificultades en el suministro por parte de sus proveedores (desde el 13% hasta el 31% en el total de la muestra y desde el 14% hasta el 51% en el caso de la industria). Previsiblemente, estas distorsiones se moderarán en el transcurso del segundo semestre de 2022. No obstante, se espera que, en el conjunto del año, tengan un impacto apreciable sobre la tasa de crecimiento del producto, mayor que en 2021⁵. Además, la información

disponible apunta a un mantenimiento de las presiones inflacionistas en cotas similares a las actuales hasta la primavera aproximadamente. Por tanto, este factor continuará comprimiendo las rentas de los agentes y, con ello, su capacidad de gasto. Por último, el repunte reciente de la incidencia de la pandemia en Europa conlleva una cierta ralentización de las perspectivas de normalización de la actividad, en particular por lo que respecta a los flujos turísticos internacionales.

Estos factores se verán parcialmente contrarrestados por algunos otros desarrollos, que incluyen la intensificación del ritmo de ejecución de los proyectos financiados a través del programa NGEU y el mantenimiento de condiciones de financiación favorables, que continuará proporcionando un soporte al gasto de los agentes. Apoyada en estos factores, la actividad retomará un mayor crecimiento a partir de mediados de 2022, a medida que disminuyan las distorsiones en las cadenas de abastecimiento, se reduzcan las tasas de avance de precios y de costes, y desaparezcan las incertidumbres vinculadas con la evolución epidemiológica. Además, el comportamiento expansivo de los mercados de exportación contribuirá a que las ventas de bienes al resto del mundo recobren una mayor fortaleza.

Como consecuencia de todo ello, se espera que la actividad mantenga un notable dinamismo entre mediados de 2022 y principios de 2023, antes de experimentar una cierta moderación posterior. En términos de las tasas medias anuales, el avance del PIB se situaría en el 5,4%, el 3,9% y el 1,8%, respectivamente, en 2022, 2023 y 2024 (véanse gráfico 1 y cuadro 1). Bajo la trayectoria proyectada, el momento en que el producto de la economía recuperaría su nivel previo a la pandemia se situaría entre finales de 2022 y comienzos de 2023 (véase gráfico 2).

Estas cifras implican que, en comparación con las proyecciones de septiembre, el crecimiento del PIB se revise a la baja en 1,9 pp y 0,4 pp, respectivamente, en 2021 y 2022, mientras que en 2023 la modificación sea al alza, de 1,9 pp⁶. Los cambios en los dos primeros años del horizonte de proyección son, sobre todo, el fruto de los nuevos datos conocidos de la CNTR y, en menor medida, del

5 En concreto, estas alteraciones podrían dar lugar, según las estimaciones realizadas, a una reducción de la tasa de crecimiento del PIB español de entre dos y tres décimas en 2021, y de entre cinco y nueve décimas en 2022. Véase el recuadro 5 de este Informe, «El impacto potencial de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sobre la economía española en los próximos trimestres».

6 Las diferencias entre las proyecciones actuales y las de septiembre están calculadas sobre las cifras con todos sus decimales.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

ligero empeoramiento de las perspectivas a corto plazo, del alza de los precios energéticos y de los cuellos de botella en la oferta, mientras que los cambios en los supuestos técnicos con respecto a los usados en las proyecciones de septiembre tienen un impacto aproximadamente nulo. La revisión al alza de 2023 se explica por la reversión de los efectos de las alteraciones de oferta y por el distinto impacto temporal asumido para la ejecución de los proyectos vinculados al programa NGEU.

Los desarrollos observados desde el verano de 2020 indican que la recuperación de la actividad está siendo

más lenta en España que en el área del euro, a pesar de que, a raíz de la pandemia, la contracción del producto fue también más acusada en nuestro país. En concreto, la brecha del producto con respecto al nivel previo a la crisis ascendía en el tercer trimestre a 6,6 pp y a 0,3 pp en España y en el área del euro, respectivamente. En parte, esta evolución más desfavorable de la actividad en comparación con las economías de nuestro entorno se debe al mayor peso del turismo internacional, componente de demanda especialmente afectado por la pandemia. No obstante, la demanda interna también está mostrando un menor dinamismo en España.

Gráfico 1
PIB REAL. TASAS DE VARIACIÓN

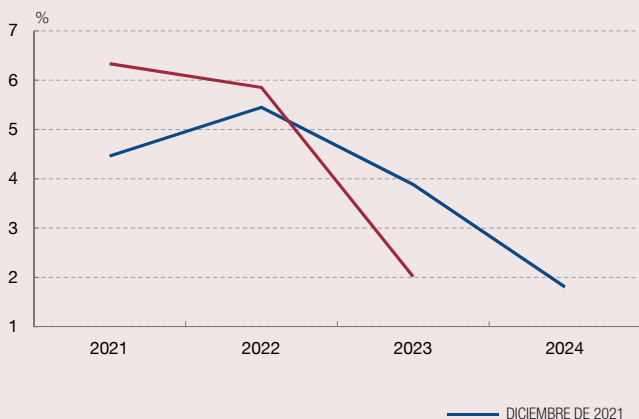


Gráfico 2
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Cuadro 1
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual

	PIB				Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)				Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Diciembre de 2021	4,5	5,4	3,9	1,8	3,0	3,7	1,2	1,5	0,5	1,8	1,4	1,6	15,0	14,2	12,9	12,4
Septiembre de 2021	6,3	5,9	2,0	—	2,1	1,7	1,3	—	0,3	1,0	1,4	—	15,1	14,3	13,3	—

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 28 de noviembre de 2021.
b Media anual.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)
La evolución de los principales agregados macroeconómicos

Desde el punto de vista de la composición de la demanda agregada, la recuperación proyectada descansará principalmente sobre el componente nacional. El sector exterior contribuirá también positivamente al avance del PIB en 2021 y, sobre todo, en 2022, pero su aportación al crecimiento de la actividad será prácticamente nula en el bienio posterior.

Dentro de la demanda nacional privada, se espera que el consumo de los hogares presente un elevado dinamismo a lo largo del horizonte de proyección (véase cuadro 2).

En el tercer trimestre del año, este componente de demanda mostró una notable falta de empuje, como resultado neto de dos desarrollos contrapuestos. Por un lado, las alteraciones en las cadenas de suministros dificultaron la adquisición por parte de los consumidores de algunos bienes duraderos. Pero, por otro lado, la continuación del proceso de levantamiento de las restricciones frente a la pandemia condujo a un fuerte crecimiento del gasto en servicios relacionados con el turismo residente interior. A lo largo del horizonte de proyección, la recuperación sostenida del mercado de trabajo y el mantenimiento de condiciones financieras favorables seguirán ejerciendo como soportes del gasto de los hogares.

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

	2020	Proyecciones de diciembre de 2021				Proyecciones de septiembre de 2021		
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
PIB	-10,8	4,5	5,4	3,9	1,8	6,3	5,9	2,0
Consumo privado	-12,0	4,3	5,1	5,2	2,2	9,6	4,3	1,3
Consumo público	3,3	3,0	-0,2	0,7	1,5	2,2	0,2	0,9
Formación bruta de capital fijo	-9,5	3,9	7,8	3,7	2,1	5,8	10,5	3,0
Exportación de bienes y de servicios	-20,1	11,9	9,1	4,6	3,1	8,7	11,1	4,5
Importación de bienes y de servicios	-15,2	11,3	6,5	4,8	3,7	11,5	7,5	3,3
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-8,6	4,2	4,4	3,9	1,9	7,0	4,7	1,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-2,2	0,3	1,0	0,0	-0,1	-0,7	1,2	0,4
PIB nominal	-9,8	6,1	8,1	5,6	3,6	7,6	7,7	3,6
Defactor del PIB	1,1	1,6	2,5	1,7	1,7	1,2	1,8	1,6
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	3,0	3,7	1,2	1,5	2,1	1,7	1,3
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,5	0,5	1,8	1,4	1,6	0,3	1,0	1,4
Empleo (horas)	-10,6	7,4	3,8	2,8	1,3	8,1	5,6	1,7
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	15,0	14,2	12,9	12,4	15,1	14,3	13,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,2	1,2	2,9	2,7	2,1	0,1	3,1	3,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-11,0	-7,5	-4,8	-4,0	-3,4	-7,6	-4,3	-3,5
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,0	120,4	115,7	113,7	113,5	117,9	114,3	114,3

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 28 de noviembre de 2021.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

A corto plazo, no obstante, persistirán algunos factores que tenderán a moderar el consumo privado. Estos incluyen, en primer lugar, el repunte de la incidencia de la pandemia, que podría condicionar el consumo de algunos servicios si fuera necesario reintroducir medidas de contención, así como dar lugar a un mayor ahorro por motivo de precaución. En segundo lugar, la elevada inflación podría restringir las posibilidades de gasto, especialmente en el caso de los hogares de menores rentas, que destinan una mayor proporción de sus ingresos al consumo de bienes energéticos, que son los que han experimentado un mayor encarecimiento. Por último, las alteraciones en las cadenas globales de suministros continuarán condicionando la disponibilidad de ciertos bienes de consumo.

En el transcurso de 2022, el gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo irá cobrando un mayor dinamismo, a medida que se desvanezcan los cuellos de botella en la producción de algunos bienes que están impidiendo que la demanda se vea satisfecha en su totalidad (como es el caso de los automóviles) y, al final del año, como resultado del intenso descenso esperado de la tasa de inflación.

Con todo ello, la contribución del consumo privado al avance del PIB en los años centrales del horizonte de

proyección experimentará un aumento significativo (véase gráfico 3). En todo caso, la incertidumbre acerca del grado de dinamismo de este agregado es elevada, en la medida en que resulta difícil discernir qué proporción de la cuantiosa bolsa de ahorro extraordinario acumulado por los hogares durante la pandemia será destinado a materializar sus decisiones de consumo.

Entre los componentes de la formación bruta de capital, el dinamismo de la inversión en vivienda se verá estimulado por la continuación de la evolución favorable del mercado de trabajo, que está reforzando las expectativas de renta futura de los hogares. A más corto plazo, el avance de este agregado puede verse limitado por los indicios de escasez de materiales de construcción. Por otro lado, el despliegue de los fondos asociados al programa NGEU proporcionará un impulso adicional a la inversión residencial, dada la asignación a la rehabilitación de viviendas de una proporción significativa de las transferencias recibidas del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia europeo, de acuerdo con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR).

Una conjunción de factores impulsarán la inversión de las sociedades no financieras a lo largo del horizonte de proyección. En un contexto de reducción progresiva de la incertidumbre, estos incluyen el aumento del grado de

Gráfico 3
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

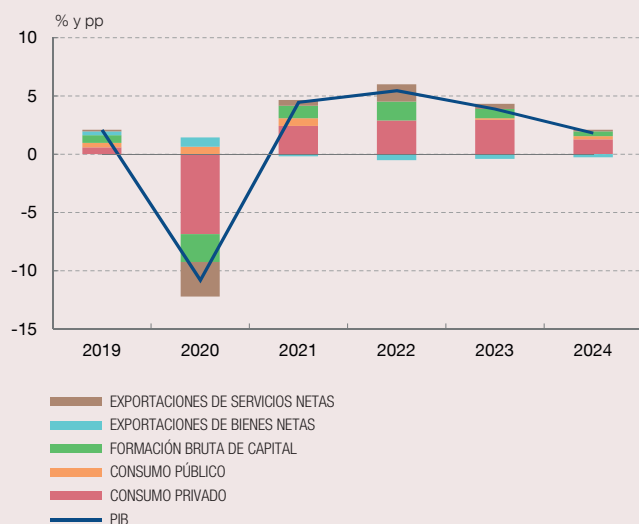
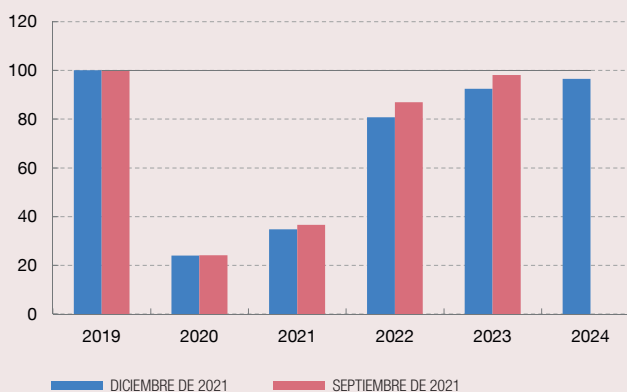


Gráfico 4
EXPORTACIONES DE TURISMO (2019 = 100)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

utilización de la capacidad instalada (que en diversas ramas industriales supera ya los niveles previos a la crisis sanitaria) como consecuencia de la recuperación de la demanda final. Además, la inversión empresarial se verá favorecida por el impulso proporcionado por los proyectos asociados al programa NGEU y por las necesidades de acometer procesos de digitalización, acrecentadas a raíz de la pandemia. A corto plazo, el dinamismo proyectado en la actualidad para este agregado es algo menor que hace tres meses. Ello se debe, por un lado, a la implantación más tardía de los proyectos asociados al programa NGEU, lo que hace que una parte del impulso proporcionado por este factor al avance de la inversión se desplace hasta mediados de 2022. Además, por otro lado, la fortaleza de este agregado se verá moderada a corto plazo por la persistencia de distorsiones en las cadenas de suministros y por el impacto adverso de los aumentos en los costes de producción sobre los márgenes empresariales.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales con el resto del mundo, el avance de las exportaciones de bienes tenderá a frenarse a corto plazo por los problemas de abastecimiento de algunos productos intermedios, que están dando lugar a aplazamientos de las entregas de pedidos de bienes finales, y por las señales de desaceleración de la actividad en las economías de nuestro entorno. Las exportaciones ganarán vigor a lo largo de 2022, a medida que estos factores vayan revirtiendo. Además, se verán impulsadas también por un tipo de cambio más depreciado en relación con el observado, en promedio, en 2021. La prolongación de la senda de recuperación de los flujos turísticos se topará con el obstáculo a corto plazo del repunte reciente de la pandemia en Europa, que ha motivado la reintroducción de algunas restricciones a los movimientos internacionales de personas.

Las proyecciones actuales continúan contemplando una marcada recuperación de las exportaciones de servicios turísticos a lo largo del horizonte de proyección, tras estimarse que en 2021 apenas ascenderán al 35 % de los observados en 2019. En todo caso, en promedio anual, este agregado mostraría cierto retraso en su recuperación con respecto a lo anticipado en las proyecciones de septiembre (véase gráfico 4).

Las importaciones de bienes y de servicios presentarán también una senda ascendente en el trienio 2022-2024,

en línea con la recuperación de la demanda final. Como en el caso de las exportaciones, el avance de las compras de bienes al exterior se vería limitado, a corto plazo, por los problemas de abastecimiento registrados a escala global. En consecuencia, en términos netos, la magnitud del impacto de estas dificultades sobre la contribución del comercio exterior de bienes al crecimiento del PIB será reducida.

En el mercado laboral, la trayectoria ascendente de las horas trabajadas y del número de ocupados se prolongará a lo largo del horizonte de proyección. Tras alcanzar el 7,4 % en 2021, el ritmo de avance de las horas trabajadas se moderará progresivamente en el trienio posterior, hasta situarse en el 1,3 % en 2024. En consonancia con la recuperación del empleo, la tasa de paro seguirá descendiendo a lo largo del horizonte de proyección, hasta pasar a situarse por debajo de los niveles previos a la pandemia a partir del segundo semestre de 2022.

El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (AAPP) mejorará a lo largo del horizonte de proyección. La reducción del déficit público en porcentaje del PIB obedecerá tanto a la naturaleza temporal de una parte de las medidas discrecionales adoptadas para hacer frente a las consecuencias de la pandemia como a la mejora cíclica. En todo caso, el desequilibrio de las cuentas públicas permanecerá en cotas todavía muy elevadas al final del horizonte de proyección. Como resultado de las trayectorias proyectadas para el saldo de las AAPP y para el PIB nominal, la ratio de endeudamiento público presentaría descensos modestos a lo largo del horizonte temporal considerado, de forma que en 2024 se situaría en registros todavía muy elevados (113,5 % del PIB, en torno a 6 pp por debajo de la cota alcanzada en 2020).

Precios y costes

Como se ha indicado, uno de los factores que han limitado el avance de la demanda en la parte final del año ha sido el marcado repunte de las tasas de inflación, muy superior al que habían anticipado los ejercicios de previsión recientes tanto del Banco de España como de otras instituciones. El aumento interanual de los precios de consumo, medidos a través del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), ha pasado del -0,6 % en diciembre de 2020 al 5,5 % en noviembre de 2021, su cota más alta desde septiembre de 1992. Este fuerte

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

repunte ha respondido, principalmente, al intenso crecimiento de los precios energéticos (y, en particular, de la electricidad) y, en menor medida, al incremento de los precios de los servicios⁷.

En todo caso, los factores que han influido en mayor grado en la evolución de la inflación a lo largo de 2021 tienen, en principio, un carácter predominantemente transitorio. El primero de estos elementos, de naturaleza estadística, está relacionado con la acusada ralentización de los precios de algunos componentes de la cesta de consumo desde el inicio de la pandemia hasta el verano de 2020. Esta desaceleración generó efectos base de magnitud significativa, que han repercutido al alza de forma notable en la inflación general desde la primavera de 2021 (véanse las barras azules del gráfico 5)⁸.

En segundo lugar, la recuperación de la demanda tras el levantamiento gradual de las restricciones impuestas a raíz de la pandemia ha dado lugar a una cierta normalización de los niveles de precios de numerosas rúbricas del IAPC (sobre todo en el caso de algunos servicios). Un tercer elemento que ha desempeñado un papel relevante en la evolución de la inflación general en España ha sido el encarecimiento de la electricidad, explicado, a su vez, principalmente, por el acusado repunte de los precios del gas natural en los mercados europeos.

Por último, como se ha expuesto con anterioridad, la progresiva reapertura de las economías tras el levantamiento de las severas restricciones iniciales en respuesta a la pandemia no se ha traducido en una

Gráfico 5
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. EFECTOS BASE Y CORRIENTES (a)

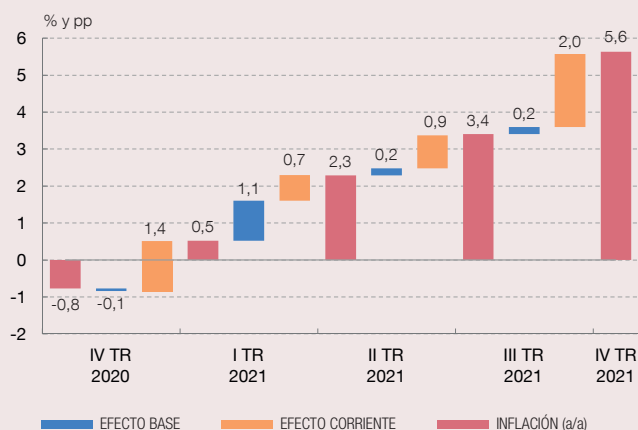
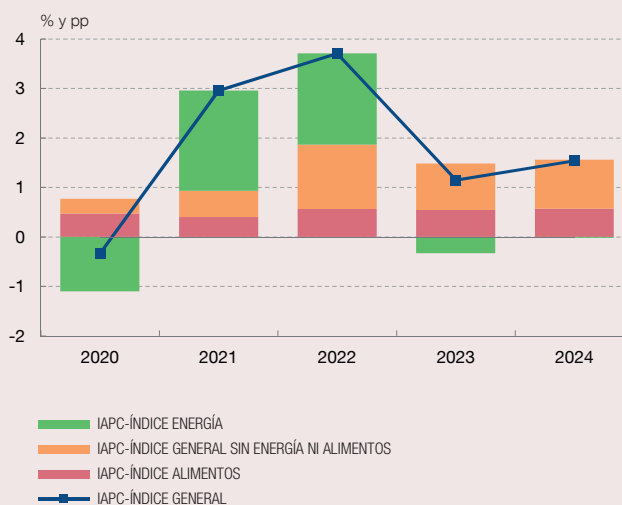


Gráfico 6
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Se llama «efecto corriente» a la diferencia entre el cambio experimentado en la tasa intertrimestral en un trimestre y la variación intertrimestral promedio de ese trimestre entre 2014 y 2018, y se llama «efecto base» al efecto corriente del año anterior, cambiado de signo.

7 En todo caso, a un nivel mayor de desagregación, el repunte ha sido superior entre los bienes industriales no energéticos. Para un análisis detallado del reciente proceso inflacionista en España y en el conjunto del área del euro, véase P. Hernández de Cos (2021), «La inflación: evolución reciente, perspectivas e implicaciones de política monetaria», XII Encuentro Sector Financiero Expansión-KPMG.

8 Se denomina «efecto base» al efecto, puramente estadístico, que surge por el hecho de que la tasa de variación interanual en un determinado mes se vea afectada por las variaciones intermensuales, anormalmente bajas o altas, observadas en el mismo mes del año anterior. Para una explicación más detallada de los efectos base, véase, «El repunte reciente de la inflación en España y las perspectivas de corto plazo», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 12/2016, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

normalización inmediata de la actividad. Por el contrario, la aparición de cuellos de botella en la producción, unida al encarecimiento del transporte marítimo mundial⁹, se ha traducido en un fuerte incremento de los precios de numerosas materias primas y bienes intermedios. Este aumento de los costes de producción ha sido más intenso en las ramas que han experimentado mayores dificultades de suministros¹⁰.

Las empresas han comenzado a repercutir los aumentos de costes a los precios de venta de sus productos, proceso que podría prolongarse en los próximos meses, ya que la evidencia histórica apunta a que la traslación de los incrementos de precios de producción al IAPC (que, en todo caso, es muy parcial) se produce con un cierto desfase.

Se espera que, en el curso del próximo año, se desvanezcan los factores que han alimentado el aumento de la inflación a lo largo de 2021. En primer lugar, los efectos base positivos relacionados con la pandemia se irán atenuando progresivamente en los próximos meses, hasta desaparecer por completo a partir de la primavera de 2022. En segundo lugar, se prevé que, a mediados del próximo año, comience a observarse un alivio gradual de las alteraciones en las cadenas productivas, que, de confirmarse, ayudará a que tiendan a corregirse los incrementos observados en los precios intermedios de producción. Por último, de acuerdo con las cotizaciones de la electricidad en los mercados de futuros, cabe prever que una parte considerable del aumento observado en su precio en el mercado mayorista revierta a partir de la próxima primavera.

En estas condiciones, la tasa de variación interanual del IAPC general alcanzaría un máximo entre el último trimestre de 2021 y el primero de 2022, y se reduciría posteriormente de forma progresiva. No obstante, en términos de las tasas medias anuales, el IAPC se aceleraría desde el 3% en 2021 hasta el 3,7% en 2022 (véase gráfico 6). Como consecuencia de la desaparición de los efectos transitorios que se han enumerado, la tasa anual se reduciría con intensidad en 2023 (hasta el 1,2%). En

2024 se observaría un ligero repunte, hasta el 1,5%, como reflejo de la evolución de los componentes no energéticos. El nivel máximo de la inflación subyacente se alcanzaría unos meses más tarde que en el caso del índice general, tras lo cual disminuiría, entre finales de 2022 y comienzos de 2023, como resultado del desvanecimiento de los cuellos de botella. En el último bienio del horizonte de proyección, la reducción paulatina del grado de holgura cíclica daría lugar a un aumento sostenido, aunque moderado, de la tasa de inflación subyacente, hasta alcanzar, en promedio, el 1,6% en 2024.

En comparación con las proyecciones de septiembre, la elevación del punto de origen, unida a los mayores crecimientos esperados de los precios energéticos, da como resultado una revisión al alza de las previsiones de inflación para 2021 y 2022 en relación con las publicadas en el ejercicio de proyección de septiembre, en tanto que las correspondientes a 2023 apenas han variado. La inflación subyacente presenta revisiones en la misma dirección, aunque de menor cuantía.

Las fuentes de incertidumbre en torno al escenario central

Las perspectivas macroeconómicas siguen estando sometidas a un grado elevado de incertidumbre. En primer lugar, las proyecciones asumen que el impacto de la pandemia sobre la actividad económica seguirá reduciéndose en los próximos trimestres, hasta, eventualmente, desaparecer. Sin embargo, el repunte reciente en la incidencia de la enfermedad, a pesar de los grandes avances en el proceso de inmunización de la población, y la aparición de la variante ómicron conducen a que no puedan descartarse otros escenarios epidemiológicos más adversos (vinculados a una eventual propagación de variedades del virus más infecciosas y, en el peor de los casos, resistentes a las vacunas) que requieran la reintroducción de medidas de contención más severas. El impacto de estas medidas sobre la actividad sería, en principio, más moderado que en los estadios iniciales de la crisis sanitaria, en un contexto en el que el grado de adaptación de las distintas economías

9 El aumento de la demanda global generó un incremento de la necesidad del transporte de mercancías. Al mismo tiempo, las medidas de contención frente a la pandemia dieron lugar a alteraciones en la actividad portuaria. Véase Attinasi *et al.* (2021), «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», recuadro 6, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco Central Europeo.

10 M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: noviembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

a la pandemia ha ido aumentando con las sucesivas olas de esta.

Además, subsisten una serie de fuentes de incertidumbre adicionales, ya presentes en los ejercicios de proyección precedentes. Estas incluyen las dudas acerca del grado de persistencia de los episodios actuales del repunte de la inflación y de los cuellos de botella en la producción, el destino que los consumidores puedan dar a la bolsa de ahorro que han acumulado desde el inicio de la pandemia, la velocidad de recuperación del turismo extranjero, el ritmo de ejecución del programa NGEU (así como las características de los proyectos acogidos a este) y los posibles daños de la crisis sobre el tejido empresarial.

Como se ha señalado, el escenario central asume que el actual repunte de la inflación de los precios energéticos y de numerosos bienes intermedios tendrá un carácter transitorio. Sin embargo, cuanto mayor sea la duración de ese episodio de aumento de algunos precios y costes, más elevada será la probabilidad de que se filtre, de modo más generalizado, al conjunto de precios finales de la economía, así como a las demandas salariales, lo que generaría fenómenos inflacionistas más persistentes.

Así, en primer lugar, un hipotético recrudescimiento de las tensiones geopolíticas podría reavivar las presiones sobre los precios del gas en Europa. En segundo lugar, aunque la repercusión del encarecimiento de algunos consumos intermedios en los precios finales haya sido, por el momento, limitada, la prolongación en el tiempo de los problemas de abastecimiento recientes podría dar lugar a que esa traslación fuera más intensa.

Por su parte, la transmisión del repunte de la inflación a las demandas salariales constituye el punto de partida de lo que se denomina habitualmente «efectos de segunda vuelta», de acuerdo con los cuales los aumentos de costes salariales y precios se realimentan mutuamente. El supuesto realizado en el escenario central de que esa transmisión será reducida se fundamenta en el carácter plurianual de la negociación colectiva (que hace que, en la práctica, la evolución de la inflación y, en general, de las condiciones económicas en un momento dado tenga una capacidad limitada de influir de forma inmediata en los resultados de la negociación colectiva, ya que la renegociación de los convenios colectivos tiene lugar

cada dos o tres años en promedio) y en la reducida prevalencia actual de las cláusulas de salvaguarda (a través de las cuales el importe de los incrementos salariales es indiciado a los desarrollos de la inflación). Además, previsiblemente, el grado de holgura que aún presenta la economía supondrá, a corto plazo, una fuente de contención adicional de las demandas de incrementos salariales, al menos en los sectores más retrasados en la recuperación.

Por el momento, la hipótesis de escasa traslación del repunte inflacionista a los salarios se está viendo confirmada en la práctica, aunque hay que tener en cuenta que la información disponible hasta el mes de noviembre recoge aún, fundamentalmente, la evolución de la negociación en meses con tasas de inflación más reducidas¹¹. Además, no se puede descartar que una hipotética mayor persistencia de los actuales aumentos de precios y de costes intermedios diera lugar a una mayor transmisión a los costes laborales.

Las proyecciones incorporan el supuesto de que, para llevar a cabo su gasto de consumo, los hogares recurrirán solo parcialmente a la cuantiosa bolsa de ahorro acumulada durante la crisis. Este supuesto se apoya en la constatación de que el grueso del ahorro se ha concentrado en familias de ingresos altos (con menor propensión marginal a consumir) y de que una parte mayoritaria del gasto no materializado durante la pandemia (en servicios como la restauración y el ocio) debido a las restricciones no es fácilmente aplazable. Sin embargo, a pesar de estos factores mitigadores, no puede descartarse que el ahorro acumulado durante la crisis sea destinado al gasto en bienes y servicios de consumo en una proporción más elevada que la considerada en el escenario central.

Asimismo, cabe la posibilidad de que, ante una eventual solución definitiva de la crisis sanitaria, pueda producirse una recuperación más rápida de los flujos turísticos procedentes del resto del mundo. En la dirección contraria, la pandemia podría originar cambios de hábitos más persistentes en los viajes de negocios que frenasen dicha recuperación. No obstante, este último efecto sería limitado, dado el peso reducido de este tipo de exportaciones turísticas dentro del total.

11 En concreto, el aumento medio pactado para 2021 ha sido, hasta noviembre, del 1,5 %, tres décimas menos que el acordado para 2020. Es cierto, no obstante, que en los convenios de nueva firma se observa un repunte desde el 1,1 % en 2020 hasta el 1,5 % en 2021.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

Un factor de incertidumbre adicional está asociado al impacto multiplicador sobre la actividad de los proyectos asociados al programa NGEU, así como a su distribución temporal (lo que incide notablemente sobre el perfil de crecimiento del PIB).

Por último, también persiste una alta incertidumbre en relación con la magnitud de los daños persistentes que el COVID-19 pueda haber dejado en términos de desempleo estructural y destrucción del tejido productivo. La efectividad percibida hasta la fecha de las políticas desplegadas para evitar esos efectos apoya el supuesto realizado en estas proyecciones de que, a escala agregada, los daños serán limitados. Por un lado, han podido advertirse algunas señales de deterioro de la solvencia de las empresas, concentradas fundamentalmente en las ramas más afectadas por la pandemia, como un cierto empeoramiento de la calidad crediticia en algunas carteras de préstamos de los bancos y un repunte del número de empresas que se encuentran en concurso de acreedores. Por otro lado, los datos más recientes muestran, sin embargo, una moderación de estas tendencias.

ANEJO 1

Supuestos que subyacen a las proyecciones

La construcción de las proyecciones se sustenta sobre el cumplimiento de determinados supuestos acerca de la trayectoria de un conjunto de variables referidas a los mercados exteriores de bienes y de servicios de la economía española, a los precios en los mercados financieros y de materias primas, y a la política fiscal. Las hipótesis referidas a los mercados de exportación de España y a los precios de los competidores en su moneda nacional, que emplean información hasta el 25 de noviembre, se han tomado de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021*. Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios del petróleo y otras materias primas están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre de cada ejercicio de proyecciones (que, en este caso, es el 28 de noviembre). En cuanto a los tipos de cambio, se adopta la cotización en el mercado de contado, mientras que, para el resto de las variables enunciadas, se toman en consideración los valores observados en los mercados de futuros para cada momento del horizonte de proyección.

En comparación con las proyecciones de septiembre, destacan varios cambios en relación con los supuestos utilizados en el escenario central. En primer lugar, la evolución proyectada para los mercados de exportación en 2021 y 2022 es ahora algo menos favorable de lo que se anticipaba hace tres meses, con revisiones a la baja de las tasas de crecimiento de en torno a 1 pp en ambos ejercicios. En contraposición, el crecimiento anticipado para 2023 es ahora más elevado (1,7 pp). Estas revisiones en términos de las medias anuales reflejan una evolución menos dinámica de dichos mercados en el período más reciente de lo que se anticipaba hace tres meses, mientras que, por el contrario, las perspectivas para el período comprendido entre mediados de 2022 y mediados de 2023 son ahora algo más favorables, y apenas han variado en la segunda mitad de este último año.

En segundo lugar, los precios del petróleo son ahora más elevados que los anticipados en septiembre. En promedio, tras situarse este año en casi 72 dólares, el precio del barril de crudo repuntaría hasta los 77,5 dólares en 2022 y descendería hasta los 72,3 en 2023 (lo que supone revisiones al alza del 12 % y el 11 %, respectivamente, con respecto al supuesto utilizado en septiembre). En 2024 pasaría a situarse en 69,4 dólares. Por su parte, el tipo de cambio del euro se ha depreciado en los últimos tres meses en los mercados de contado (en torno al 5 %, tanto frente al dólar como en términos efectivos nominales).

Los restantes cambios en los supuestos externos con respecto a los empleados en septiembre tienen un tamaño más modesto y, en consecuencia, un impacto menor sobre las proyecciones. En particular, las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda soberana al plazo de diez años en las fechas previas al cierre de estas proyecciones son similares a las de septiembre para el conjunto del horizonte considerado. En concreto, esta variable se situaría, en promedio, en el 0,4 %, el 0,6 %, el 0,8 % y el 1,1 % en 2021, 2022, 2023 y 2024, respectivamente. Por otra parte, la senda ligeramente ascendente que los mercados financieros anticipan para los tipos de interés a corto plazo es ahora algo más pronunciada que hace tres meses. En concreto, el euríbor a tres meses pasaría del -0,5 % en 2021 al -0,2 % en 2023, y aumentaría hasta el 0 % en 2024.

Además, se han realizado supuestos explícitos sobre el precio de la electricidad, dado que la magnitud de su encarecimiento reciente comporta implicaciones de

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

cierta entidad para las perspectivas macroeconómicas. En concreto, las hipótesis formuladas han tomado en consideración las cotizaciones en los mercados mayoristas de futuros hasta finales de 2022. Sin embargo, para 2023 y 2024 la información sobre los precios negociados en estos mercados es más escasa, por lo que, como ya se hiciera en septiembre, se ha optado por realizar un supuesto, relativamente neutral, que contempla aumentos de precios intermensuales iguales al promedio observado en los años anteriores al inicio de la pandemia.

En el ámbito de la política fiscal, las principales novedades con respecto a septiembre proceden del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2022, actualmente en proceso de tramitación por el Senado, y

del Plan Presupuestario para ese mismo año, enviado a Bruselas el pasado mes de octubre.

En particular, los PGE incorporan la previsión de una paga compensatoria a los pensionistas, cuya cuantía se calcula a partir de la diferencia positiva entre la inflación media en el período de 12 meses comprendido entre diciembre de 2020 y noviembre de 2021 y la subida del 0,9% aprobada a principios de año. Esta paga sería adicional al aumento para 2022 en consonancia con el nuevo mecanismo, contenido en la Ley de Garantía del Poder Adquisitivo de las Pensiones, actualmente en tramitación parlamentaria, que establece que las pensiones se incrementarán anualmente de acuerdo con la tasa de inflación media del período de 12 meses que concluye en noviembre del año previo. Con los datos ya disponibles de inflación hasta noviembre, la compensación

Cuadro A.1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2020	Proyecciones de diciembre de 2021				Diferencia entre las previsiones actuales y las de septiembre de 2021 (b)		
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
Mercados de exportación de España (c)	-10,7	8,3	5,3	5,5	3,2	-0,9	-1,1	1,7
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	41,5	71,8	77,5	72,3	69,4	3,0	8,4	7,0
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,14	1,18	1,13	1,13	1,13	-0,01	-0,05	-0,05
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	117,8	120,7	116,7	116,7	116,7	-0,8	-4,1	-4,1
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (e)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años) (e)	0,4	0,4	0,6	0,8	1,1	0,0	0,1	0,1

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 25 de noviembre de 2021 para los mercados de exportación de España y 28 de noviembre de 2021 para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, diciembre de 2021*.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

de 2021 supondrá un importe adicional del 1,6% y un gasto mayor de 0,2 pp del PIB, que se pagaría en 2022, pero cuyo impacto en la Contabilidad Nacional se produciría en 2021.

Para el año en curso, las proyecciones incorporan también la última información disponible relativa a la ejecución presupuestaria publicada por la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE). En este sentido, destaca el notable incremento de los ingresos y, en particular, de los impuestos, que lleva a revisar al alza su avance estimado en el año.

En conjunto, la información actualizada de ingresos y de gastos llevaría a un saldo de las AAPP en 2021 ligeramente menos deficitario de lo anticipado en septiembre. A ello se une el cambio en el supuesto acerca del impacto de los gastos del programa NGEU correspondientes al REACT-EU sobre el saldo presupuestario de este año. De acuerdo con la última información disponible, el impacto será finalmente nulo¹². Ello supone una mejora de dos décimas en el saldo de las AAPP en 2021. En sentido contrario, la revisión a la baja del PIB nominal previsto para este año eleva el déficit público en porcentaje del PIB en una décima.

De cara a 2022, se incorporan las subidas previstas en los PGE, del 2% para las remuneraciones de los empleados públicos y del 3% para las pensiones mínimas¹³. Por el lado de los ingresos, las novedades son de escasa relevancia cuantitativa. En cualquier caso, se asume que buena parte del incremento excepcional de la ratio de ingresos sobre PIB registrada en 2021 revertiría en 2022 y 2023.

Por otro lado, en relación con los proyectos que se financiarán con fondos del programa NGEU, los gastos

de 2021, 2022 y 2023 han sido revisados a la baja en cierta medida, y se han desplazado a 2024. Ante la escasez, por el momento, de datos oficiales sobre la ejecución de estos proyectos, se ha tenido en cuenta la información sobre convocatorias realizadas, contenida en el sitio web del PRTR, junto con la formulación de determinados supuestos sobre el calendario de ejecución. Bajo las hipótesis actuales, el programa NGEU tendría un impacto de 1,6 pp sobre la tasa de crecimiento estimada del PIB en 2022 (0,3 pp en 2021).

Para el resto de las variables y años, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. Así, las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —como, por ejemplo, las compras de bienes y de servicios— evolucionarían en línea con el crecimiento potencial de la economía española. La inversión pública y las transferencias de capital pagadas vienen determinadas fundamentalmente por los supuestos realizados sobre el programa NGEU, mientras que los ingresos públicos, el gasto en pensiones, las prestaciones por desempleo y el pago de intereses evolucionarán de acuerdo con sus determinantes habituales¹⁴.

A la luz de estos supuestos y previsiones relativos a las variables fiscales, y dada la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario neto de los fondos europeos¹⁵, sería expansivo en 2021 y 2022 (1,1 pp del PIB en el conjunto de ambos años), para pasar a ser contractivo en 2023 y, especialmente, en 2024, como consecuencia del menor volumen de gastos financiados con el programa NGEU.

12 La información disponible en septiembre apuntaba a que la parte del programa NGEU correspondiente al REACT-EU sería contabilizada de igual forma que los fondos estructurales de la Unión Europea (UE), que no afectan al déficit a largo plazo, pero sí lo hacen en años concretos, debido a desfases en la contabilización de gastos e ingresos. Este fue el supuesto realizado en septiembre, en línea con la AIReF y con la información de las comunidades autónomas. Recientemente, sin embargo, la IGAE ha comunicado que se aplicará el mismo criterio al programa REACT-EU que al resto del NGEU, de modo que las correspondientes partidas de ingresos y de gastos serán anotadas de forma que no habrá efectos sobre el déficit de la Contabilidad Nacional de ningún año, en línea con las directrices de Eurostat.

13 Frente al 2,5% en que se incrementarían estas de forma general, según la inflación media hasta noviembre de 2021, como ya se ha señalado.

14 En concreto, se asume que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. No obstante, para 2022 y 2023 se incorpora una corrección del aumento excepcional de la ratio de ingresos sobre PIB de 2021. El gasto en pensiones de 2023 y 2024 viene determinado por las tendencias demográficas y por la indiciación prevista de su importe con el IPC, las prestaciones por desempleo dependen esencialmente de la evolución del paro y los pagos por intereses reflejan los movimientos en el endeudamiento público y los tipos de interés.

15 Los fondos europeos procedentes del programa NGEU no afectan al déficit en términos contables, pero sí al tono de la política fiscal, ya que suponen un aumento del gasto público, aunque no sean el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes. Por tanto, para medir correctamente el tono de la política fiscal, la variación del saldo estructural primario se debe corregir de este efecto, restándole la variación del saldo neto de recursos procedentes de la UE.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

Esquema 1

SÍNTESIS DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2021-2024

	2021	2022	2023	2024	PRINCIPALES MOTIVOS PARA LA REVISIÓN (respecto a las previsiones de septiembre)
PIB	4,5 % ↓ 1,9 pp	5,4 % ↓ 0,4 pp	3,9 % ↑ 1,9 pp	1,8 %	<ul style="list-style-type: none"> – Sorpresas a la baja en los datos de crecimiento económico en el segundo y en el tercer trimestre – Menor dinamismo de la actividad en la parte transcurrida del cuarto trimestre, de acuerdo con los indicadores más recientes disponibles – Mayor persistencia de lo esperado de cuellos de botella y del repunte de los precios de la energía – Retrasos en la implementación de los proyectos asociados al programa NGEU
Inflación	3 % ↑ 0,8 pp	3,7 % ↑ 1,9 pp	1,2 % ↓ 0,1 pp	1,5 %	PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE <ul style="list-style-type: none"> – Evolución de la pandemia tras el deterioro observado en las últimas semanas – Grado de persistencia de las disrupciones actuales en las cadenas globales de suministro y posible expansión fuera de las manufacturas – Duración del actual episodio de fuertes presiones inflacionistas, posibilidad de efectos de segunda vuelta e impactos directos/indirectos sobre la actividad – Senda de ejecución del programa NGEU, y de recuperación del consumo de los hogares y de los flujos turísticos internacionales

FUENTE: Banco de España.

UN ANÁLISIS DEL IMPACTO ECONÓMICO GLOBAL DEL RECIENTE ENCARECIMIENTO DE LAS MATERIAS PRIMAS ENERGÉTICAS

Irma Alonso y Marta Suárez-Varela

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 14 de diciembre

A lo largo de 2021 se ha producido un repunte muy significativo de los precios de las materias primas energéticas —por ejemplo, del 340 % en el gas natural, del 80 % en el carbón y del 50 % en el petróleo (véase gráfico 1)—. El fuerte incremento de estos precios vendría explicado, en parte, por factores de demanda, derivados principalmente de la intensa reactivación de la actividad económica mundial que ha tenido lugar desde la segunda mitad de 2020 gracias a la paulatina relajación de las medidas de contención de la pandemia y al avance de la vacunación.

No obstante, diversos factores de oferta también habrían contribuido al reciente encarecimiento de las materias primas energéticas. Entre estos factores destacan, por ejemplo, las disrupciones que se han producido —por motivos técnicos y geopolíticos— en el suministro de gas natural en los últimos meses, la reducción de la producción de carbón en China —tanto por razones medioambientales como por medidas de contención de la pandemia—, y la menor capacidad de la oferta de petróleo y de gas natural para reaccionar ante aumentos

en la demanda como consecuencia de la progresiva reducción de la inversión destinada a la extracción de estos combustibles fósiles en los últimos años (véase gráfico 2)¹.

De cara a los próximos trimestres, los precios cotizados de las principales materias primas energéticas en los mercados de futuros muestran una tendencia claramente descendente (véase, de nuevo, gráfico 1). Ello reflejaría, fundamentalmente, las perspectivas de una cierta normalización de sus condiciones de demanda y de oferta, lo que sería coherente, a su vez, con la naturaleza eminentemente temporal de muchos de los factores descritos anteriormente. En cualquier caso, estas perspectivas se encuentran sujetas a una enorme incertidumbre, como pone de manifiesto el hecho de que las sendas de estos precios de cara al futuro hayan venido revisándose recurrentemente al alza desde principios de año.

En este contexto, el presente recuadro ilustra cómo un episodio de encarecimiento de las materias primas energéticas puede condicionar la actividad económica y

Gráfico 1
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS Y FUTUROS

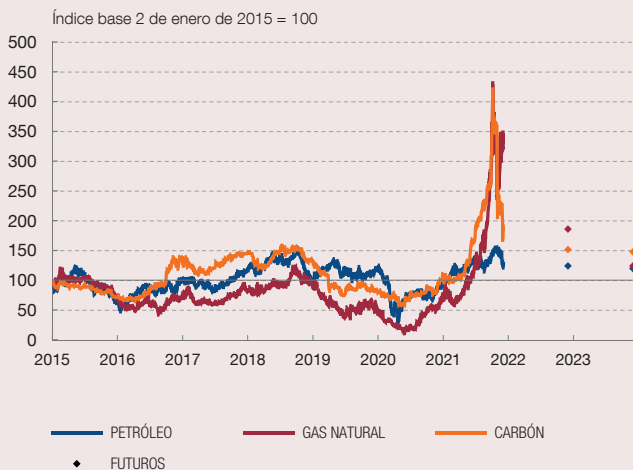
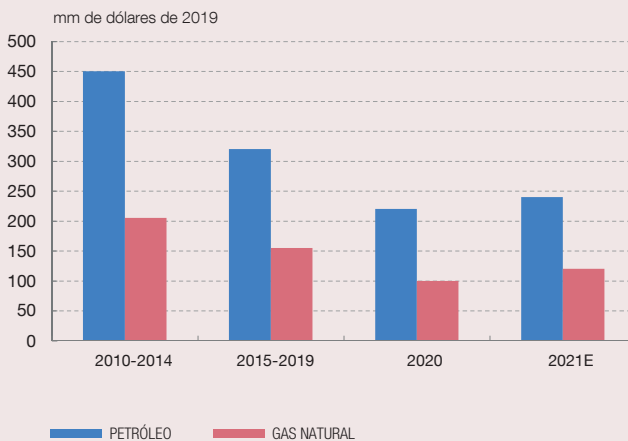


Gráfico 2
INVERSIÓN EN EXTRACCIÓN DE GAS NATURAL Y PETRÓLEO



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía y Thomson Reuters.

1 Para más detalles sobre el peso relativo de los factores de oferta y de demanda en la evolución reciente de los precios y de la actividad industrial en el área del euro, véase I. Alonso, I. Kataryniuk y J. Martínez-Martín (2021), "El impacto de las perturbaciones de oferta y de demanda sobre la evolución reciente de la actividad y los precios", recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

UN ANÁLISIS DEL IMPACTO ECONÓMICO GLOBAL DEL RECIENTE ENCARECIMIENTO DE LAS MATERIAS PRIMAS ENERGÉTICAS (cont.)

la inflación a nivel global, y cómo dichos impactos pueden verse afectados por el grado de persistencia que muestre la perturbación. Para ello, se utiliza el modelo NiGEM, que es un modelo macroeconómico trimestral que permite simular el impacto de diversos *shocks* sobre las principales economías mundiales teniendo en cuenta las profundas asimetrías e interdependencias que existen entre aquellas².

Los gráficos 3 a 8 recogen los impactos sobre el PIB y la inflación de los precios de consumo en las principales regiones económicas mundiales que tendrían lugar como consecuencia de aumentos del 10% en el precio del petróleo, del gas natural y del carbón, cuando estas perturbaciones tienen una duración de un año —estos impactos se muestran con *barras*— o de tres años —estos impactos se muestran con *puntos*—. Si bien dichos resultados deben valorarse con la debida cautela en términos cuantitativos³, desde un punto de vista cualitativo pueden extraerse tres conclusiones principales.

En primer lugar, el encarecimiento de las materias primas energéticas afecta al PIB de las principales economías mundiales de forma muy diferente. Así, en la medida en que estas perturbaciones implican una redistribución de renta desde los países que importan dichas materias primas hacia aquellos que son exportadores netos de ellas, regiones como Oriente Medio —en el caso del petróleo y del gas natural— o ciertos países asiáticos —en el caso del carbón— podrían verse sensiblemente beneficiados, en términos del nivel de actividad agregada, por el aumento de los precios. En cambio, en los países importadores —como el área del euro—, el impacto de estos *shocks* es recesivo, y es más acusado en el caso de un aumento en el precio del petróleo, dado que este

insumo muestra un mayor peso relativo en el *mix* energético de estas economías que el gas natural o el carbón.

En segundo lugar, el impacto de los *shocks* analizados sobre la inflación global en el corto plazo es netamente positivo. En efecto, en línea con las simulaciones realizadas, cabe esperar que el incremento del precio del petróleo, del gas natural y del carbón se traslade también a los precios de los bienes de consumo a través del aumento de los costes de las empresas y de los posibles efectos de segunda ronda sobre los salarios⁴.

La magnitud de esta traslación depende de un amplio abanico de factores⁵. Así, por ejemplo, el *shock* sobre el precio de las materias primas consideradas tiende a ser más inflacionario, a lo largo del horizonte temporal considerado, en aquellas economías en las que, al ser exportadoras netas de dichos insumos, también se produce un efecto expansivo sobre la actividad⁶. Del mismo modo, el encarecimiento de una determinada materia prima tiende a ser más inflacionario en aquellas economías en las que este insumo presenta un mayor peso relativo en su *mix* energético. Este factor explicaría, por ejemplo, el hecho de que, en la mayoría de las principales economías mundiales —que presentan una reducida dependencia energética del carbón—, el impacto de un incremento en el precio de esta materia prima sobre la inflación sea mucho menor que el de un *shock* análogo en el precio del petróleo o del gas.

En tercer lugar, incluso aunque el encarecimiento de las materias primas energéticas se produzca solo de forma transitoria —por ejemplo, con una duración de un año—, su impacto sobre el PIB y sobre la inflación es relativamente duradero. Además, este impacto tiende a ser más

2 La documentación de este modelo está disponible en <https://nimodel.niesr.ac.uk/>.

3 Por ejemplo, porque el modelo solo recoge de forma estilizada el *mix* energético de los distintos países analizados, porque no se están calibrando las perturbaciones a la magnitud de los repuntes en los precios de las materias primas energéticas que realmente se han producido en los últimos trimestres, y porque en las simulaciones se considera que la política monetaria es exógena.

4 También existen otros canales de transmisión. Así, por ejemplo, el aumento del precio del gas natural ejerce también una cierta presión al alza sobre el precio de la electricidad en los mercados mayoristas europeos, dada su actual estructura marginalista. La medida en la que esta presión al alza se traslada a los precios de consumo de la electricidad es, no obstante, heterogénea entre economías, debido, fundamentalmente, a las diferencias que existen internacionalmente en los sistemas de fijación de los precios minoristas.

5 Además de los factores mencionados en el texto, las diferencias que existen a nivel internacional en la tributación de las materias primas energéticas también contribuyen a explicar por qué la inflación de algunas economías se ve más afectada ante un encarecimiento de estos insumos que la de otras regiones.

6 Por ejemplo, aunque en el año en el que se produce un encarecimiento del petróleo el impacto sobre la inflación es similar en Oriente Medio (exportador neto de este insumo) y en el área del euro (importador neto), en los dos años siguientes, el incremento de la inflación es significativamente mayor en Oriente Medio.

UN ANÁLISIS DEL IMPACTO ECONÓMICO GLOBAL DEL RECIENTE ENCARECIMIENTO DE LAS MATERIAS PRIMAS ENERGÉTICAS (cont.)

Gráfico 3
IMPACTO EN EL PIB DE UN INCREMENTO EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO:
SHOCK DE UN AÑO FRENTE A SHOCK DE TRES AÑOS

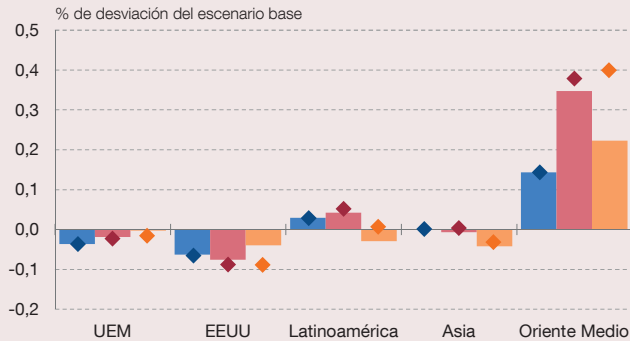


Gráfico 4
IMPACTO EN LA INFLACIÓN DE UN INCREMENTO EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO:
SHOCK DE UN AÑO FRENTE A SHOCK DE TRES AÑOS

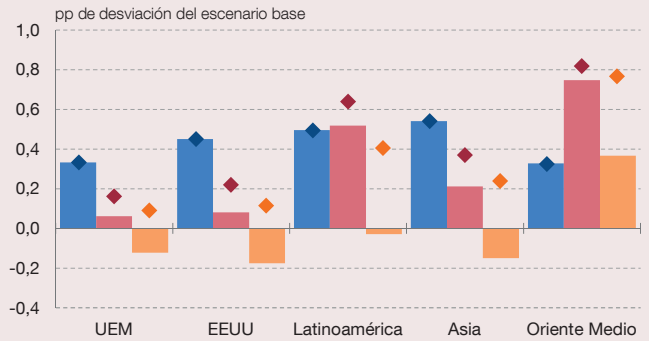


Gráfico 5
IMPACTO EN EL PIB DE UN INCREMENTO EN EL PRECIO DEL GAS NATURAL:
SHOCK DE UN AÑO FRENTE A SHOCK DE TRES AÑOS

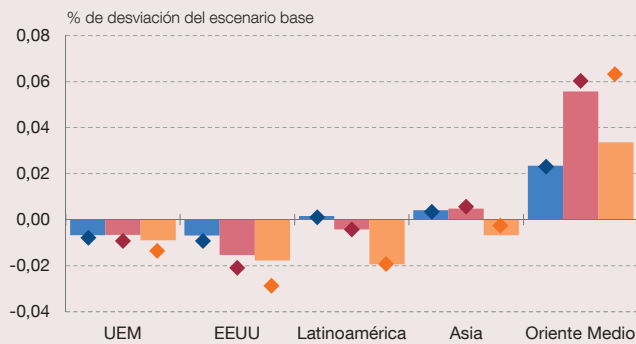


Gráfico 6
IMPACTO EN LA INFLACIÓN DE UN INCREMENTO EN EL PRECIO DEL GAS NATURAL:
SHOCK DE UN AÑO FRENTE A SHOCK DE TRES AÑOS

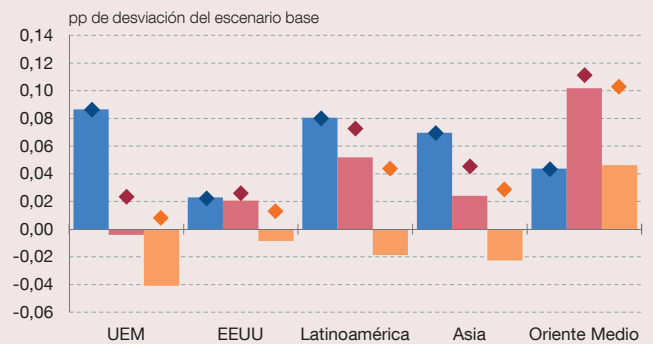


Gráfico 7
IMPACTO EN EL PIB DE UN INCREMENTO EN EL PRECIO DEL CARBÓN:
SHOCK DE UN AÑO FRENTE A SHOCK DE TRES AÑOS

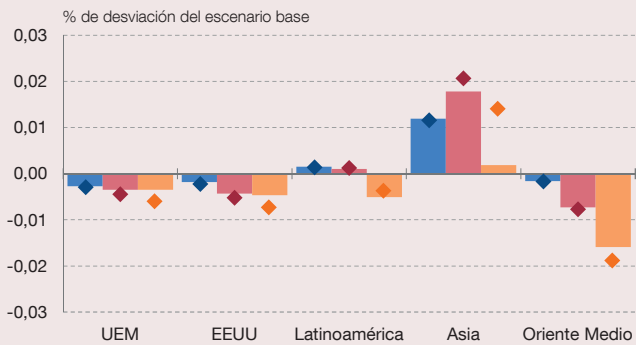
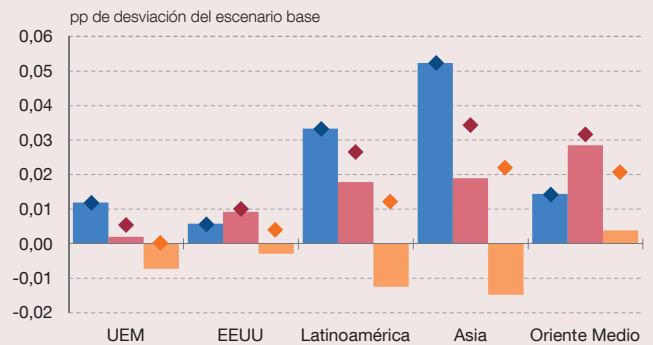


Gráfico 8
IMPACTO EN LA INFLACIÓN DE UN INCREMENTO EN EL PRECIO DEL CARBÓN:
SHOCK DE UN AÑO FRENTE A SHOCK DE TRES AÑOS



■ AÑO 1 ■ AÑO 2 ■ AÑO 3 ◆ SHOCK DE TRES AÑOS

FUENTE: Simulaciones usando el modelo NiGEM bajo los supuestos de que la política monetaria se mantiene exógena y de que las expectativas de los agentes son racionales.

UN ANÁLISIS DEL IMPACTO ECONÓMICO GLOBAL DEL RECIENTE ENCARECIMIENTO DE LAS MATERIAS PRIMAS ENERGÉTICAS (cont.)

acusado y duradero cuanto mayor es la persistencia del *shock* —por ejemplo, al considerar una duración de tres años—. La razón fundamental existente detrás de estos resultados es que las perturbaciones consideradas, al distorsionar en el momento de su impacto los costes de

las empresas y la renta disponible de los hogares, también condicionan las sendas futuras de consumo y de inversión de estos agentes, lo que provoca que sus efectos sobre el conjunto de la actividad económica puedan prolongarse más allá de la propia duración del *shock*.

EL IMPACTO DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA Y DE DEMANDA SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD Y LOS PRECIOS

Irma Alonso, Iván Kataryniuk y Jaime Martínez-Martín

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 1 de diciembre

A lo largo de 2021 se ha producido un repunte notable de la inflación a nivel global, que ha planteado un debate creciente acerca de sus determinantes, de su persistencia de cara al futuro y de sus implicaciones para el conjunto de la actividad económica. Entre los principales determinantes de este incremento en la inflación, destacan diversas perturbaciones de oferta y de demanda.

Por un lado, una vez superada la etapa en la que la pandemia de COVID-19 presentó una mayor incidencia —tanto sanitaria como económica— a nivel global, la paulatina relajación de las medidas de contención del virus y el avance de la vacunación han contribuido a una recuperación muy intensa de la demanda a partir de la segunda mitad de 2020, lo que habría presionado al alza tanto los precios como la producción. Así, por ejemplo, la rápida reactivación del comercio mundial tras los confinamientos adoptados a comienzos de 2020 en muchas de las principales economías ha provocado una fuerte congestión de las vías de transporte marítimo, que ha redundado en aumentos significativos de los costes de transporte y del precio de ciertas materias primas.

Por otro lado, desde la perspectiva de la oferta, en los últimos trimestres se han producido algunas disrupciones en las cadenas de suministro global¹, que han afectado especialmente al coste y a la disponibilidad de determinados bienes intermedios, como los semiconductores², que son fundamentales en la producción de un amplio abanico de productos finales. La consecuencia inmediata de estos problemas ha sido un alargamiento considerable de los tiempos de entrega de los proveedores (véase gráfico 1) y un aumento de los precios manufactureros y de importación, incrementos que también se están trasladando, si bien aún de forma parcial, a los precios de consumo (véase gráfico 2, relativo al área del euro). A estas dinámicas también ha contribuido el encarecimiento de las materias primas energéticas, que ha supuesto una notable presión al alza sobre los precios de algunos de los sectores más intensivos en el uso de estos insumos.

El objetivo de este recuadro es ofrecer una primera valoración cuantitativa del distinto papel relativo que estos factores de oferta y de demanda han desempeñado en la evolución reciente de los precios y de la producción industrial en el área del euro. Para ello se estima un

Gráfico 1
PMI MANUFACTURAS: PLAZO DE ENTREGA DE PROVEEDORES

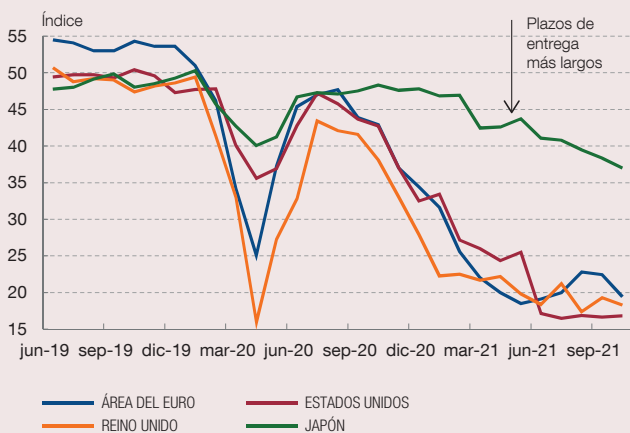
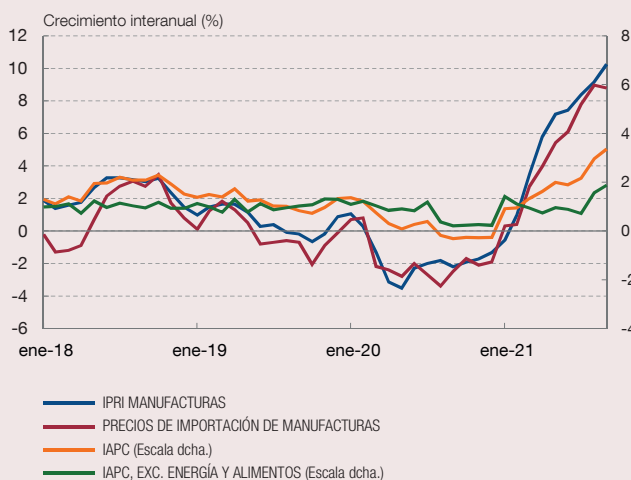


Gráfico 2
PRECIOS INDUSTRIALES, DE IMPORTACIÓN Y DE CONSUMO EN EL ÁREA DEL EURO



FUENTES: IHS Markit y Eurostat.

1 Véase, por ejemplo, D. Rees y P. Rungcharoenkitkul (2021), «Bottlenecks: causes and macroeconomic implications», *Boletín Económico*, n.º 48, Banco de Pagos Internacionales.
 2 Para un análisis pormenorizado de los cuellos de botella a nivel sectorial para España y el área del euro, véase I. Kataryniuk, A. del Río y C. Sánchez Carretero (2021), «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

EL IMPACTO DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA Y DE DEMANDA SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD Y LOS PRECIOS (cont.)

Gráfico 3
CONTRIBUCIÓN DE LA OFERTA Y DE LA DEMANDA A LA EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) DE MANUFACTURAS EN EL ÁREA DEL EURO (a)

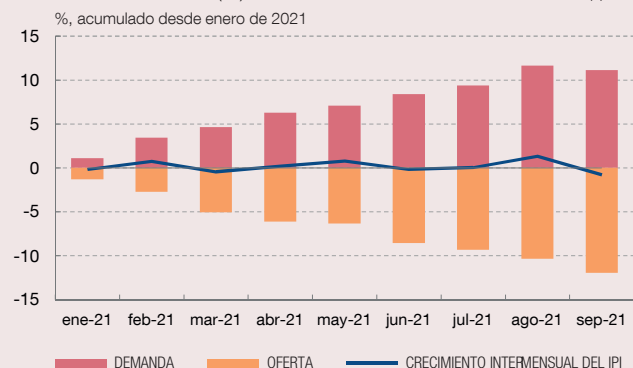


Gráfico 4
CONTRIBUCIÓN DE LA OFERTA Y DE LA DEMANDA A LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES (IPRI) DE MANUFACTURAS EN EL ÁREA DEL EURO (a)

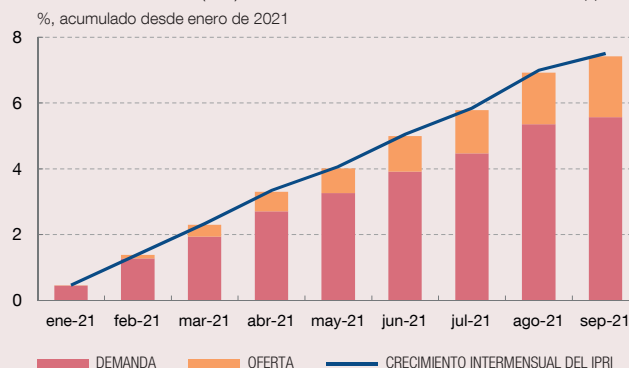


Gráfico 5
CONTRIBUCIÓN DE LA OFERTA Y DE LA DEMANDA A LA EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) DE MANUFACTURAS EN EL ÁREA DEL EURO POR SECTORES (a) (b)

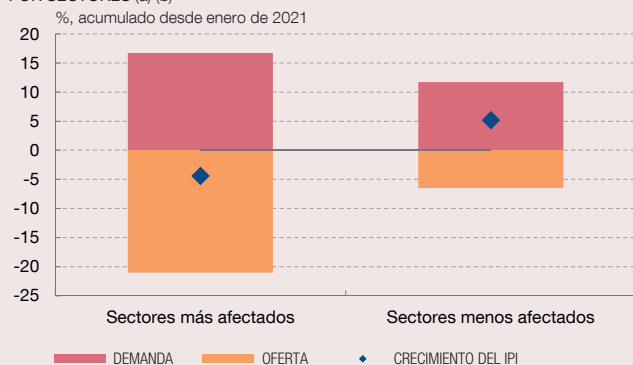


Gráfico 6
CONTRIBUCIÓN DE LA OFERTA Y DE LA DEMANDA A LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES (IPRI) DE MANUFACTURAS EN EL ÁREA DEL EURO POR SECTORES (a) (b)

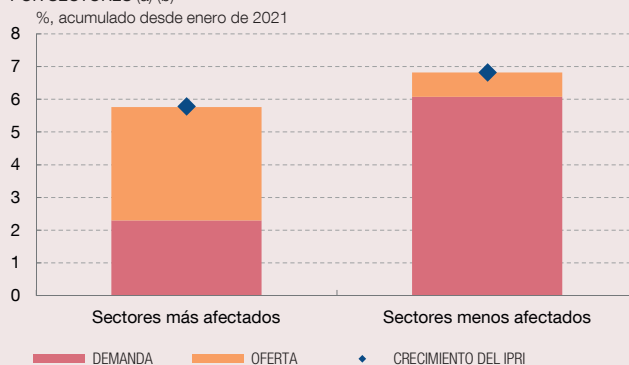


Gráfico 7
RESPUESTA DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES EN EL ÁREA DEL EURO A UN SHOCK POSITIVO DE DEMANDA (c)

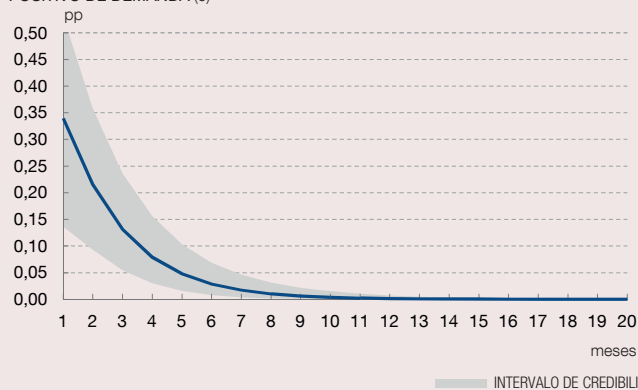
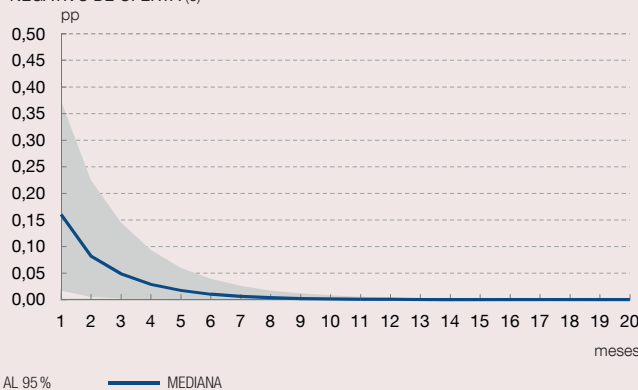


Gráfico 8
RESPUESTA DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES EN EL ÁREA DEL EURO A UN SHOCK NEGATIVO DE OFERTA (c)



FUENTE: Elaboración propia, a partir de datos de Eurostat.

- a Estimaciones propias, basadas en un modelo SVAR de frecuencia mensual, con producción industrial y precios industriales de manufacturas en diferencias logarítmicas. Se muestra el crecimiento del IPI y del IPRI sin constante en estos gráficos.
- b Se consideran sectores más afectados aquellos en los que al menos un 50 % de las empresas reportan escasez de material y/o de equipo según la información trimestral de las encuestas de opinión de la Comisión Europea en octubre de 2021.
- c Estimaciones propias, basadas en un modelo SVAR de frecuencia mensual, con producción industrial y precios industriales de manufacturas en diferencias logarítmicas. Se muestran las funciones impulso-respuesta de dos shocks inflacionarios —un shock positivo de demanda y otro negativo de oferta— de 1 punto porcentual (pp).

EL IMPACTO DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA Y DE DEMANDA SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD Y LOS PRECIOS (cont.)

modelo bayesiano de vectores autorregresivos estructural (SVAR, por sus siglas en inglés) que explota la información mensual disponible relativa al índice de precios industriales (IPRI) del sector manufacturero y al índice de producción industrial (IPI)³. Para identificar la naturaleza de los distintos tipos de perturbaciones que condicionan la evolución de estas variables durante el período de análisis (desde 1995 hasta septiembre de 2021), se emplea el supuesto de que una perturbación de demanda hace que la producción y los precios se muevan en la misma dirección durante al menos tres meses, mientras que un *shock* de oferta hace que la producción y los precios evolucionen en sentido contrario durante el mismo período.

Los gráficos 3 y 4 muestran la contribución de las distintas perturbaciones de oferta y de demanda identificadas a la variación acumulada de la producción y de los precios industriales en el área del euro desde principios de 2021⁴. Como se puede apreciar en estos gráficos, el incremento que se ha producido recientemente en los precios industriales de la UEM vendría explicado fundamentalmente por *shocks* de demanda. Dichas perturbaciones estarían asociadas no solo a la reactivación de la economía durante el período analizado, sino también a las nuevas necesidades surgidas, para todos los agentes económicos, a raíz de la pandemia —por ejemplo, en el ámbito de la digitalización—. Por su parte, las perturbaciones negativas de oferta que se han identificado en este ejercicio analítico también habrían contribuido a elevar gradualmente los precios industriales desde comienzos de este año —en especial, en el período más reciente—, pero, sobre todo, habrían sido determinantes para evitar que la producción industrial en el área del euro haya respondido a las presiones de demanda observadas⁵.

Las estimaciones anteriores se obtienen al analizar la evolución de los precios y de la producción industrial para el conjunto del sector manufacturero. Sin embargo, es posible que el tamaño y el peso relativo de las

perturbaciones de oferta y de demanda que han condicionado recientemente el comportamiento de estas variables hayan sido muy diferentes para las distintas ramas de actividad dentro de la industria. En efecto, en los últimos trimestres, la incidencia de la escasez de materiales y/o equipo en estas ramas ha sido muy heterogénea. Así, mientras que en algunas de ellas —como en la de fabricación de vehículos de motor o de material y equipo eléctrico— más de un 80 % de las empresas indican que las dificultades para el aprovisionamiento de materiales o equipo están limitando su producción, en otras —como en las de alimentación o confección— este porcentaje es inferior al 30 %.

Para evaluar cuantitativamente si esta heterogeneidad por ramas productivas también se ve reflejada en un distinto peso relativo de los *shocks* de oferta y de demanda en la evolución reciente de los precios y de la producción industrial en el área del euro, se estima el modelo anterior por separado para dos agregados sectoriales: aquellas ramas en las que al menos un 50 % de las empresas señalan que la escasez de material y/o de equipo es un factor limitativo de la producción en octubre de 2021 —en su conjunto, estas ramas representan el 65 % del total del valor añadido bruto (VAB) de las manufacturas—, y el resto de las ramas —que suponen el 35 % restante del VAB de las manufacturas—. Como muestran los gráficos 5 y 6, el impacto de las perturbaciones de oferta ha sido especialmente significativo en los sectores más restringidos, donde explican más del 50 % de la dinámica de la producción industrial y el 60 % del repunte de los precios industriales, porcentajes muy superiores a los que se observan en el resto de los sectores (un 36 % y un 10 %, respectivamente). En particular, las perturbaciones de oferta en el sector de vehículos de motor —en el que un 87 % de las empresas declaran escasez de material y/o de equipo— explican alrededor de tres cuartas partes de la evolución de su actividad y de los precios industriales.

3 El modelo SVAR se estima en diferencias logarítmicas con retardos de tres meses, según los criterios de información estimados. Para más detalles sobre una versión similar del modelo, véase M. Dossche y J. Martínez-Martín (2018), «Understanding the slowdown in growth in 2018», *Boletín Económico*, 8/2018, Banco Central Europeo

4 Los resultados del modelo son robustos al tratamiento del período pandémico y no cambian de forma significativa cuando se incluye, en línea con Serena Ng (2021) —*Modelling macroeconomic variations after COVID-19*, Documentos de Trabajo, n.º 29060, NBER—, una variable de control de carácter exógeno que tiene en cuenta los contagios por COVID-19.

5 Un ejercicio análogo para otras economías avanzadas (Estados Unidos, Reino Unido y Japón) apuntaría a unas perturbaciones de oferta y de demanda con una evolución relativamente similar a la de las perturbaciones identificadas para la UEM, lo que reflejaría, en parte, la naturaleza global de la crisis provocada por la pandemia y de la recuperación posterior.

EL IMPACTO DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA Y DE DEMANDA SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD Y LOS PRECIOS (cont.)

Por último, del análisis realizado en este recuadro también se desprende que las respuestas de los precios industriales en el área del euro ante las perturbaciones de demanda muestran, según la evidencia histórica, una persistencia algo mayor que las que se producen como consecuencia de *shocks* de oferta (véanse gráficos 7 y 8).

Del grado de persistencia tanto de las propias perturbaciones actuales —sobre el que aún existe una considerable incertidumbre— como de la reacción de los precios industriales a aquellas dependerá el impacto final de estos *shocks* sobre el conjunto de la actividad económica y sobre los precios de consumo.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Álvaro Menéndez

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 7 de diciembre

El Banco Central Europeo (BCE) publicó, el pasado 24 de noviembre, los resultados de la última edición de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre abril y septiembre de 2021. En ella se pregunta a las empresas encuestadas, fundamentalmente pequeñas y medianas empresas (pymes), sobre la evolución, en los últimos seis meses, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los resultados de esta edición muestran que el número de empresas que declararon un aumento de las ventas entre abril y septiembre de 2021 fue superior al de las que señalaron lo contrario, dinámica que no se había observado en las tres últimas ediciones de la encuesta y que resulta coherente con la senda de recuperación de la actividad económica que tuvo lugar durante el período analizado (véase gráfico 1). A pesar de esta evolución positiva de la

facturación, el aumento de los costes (de personal y de otro tipo) llevó a que, en términos netos, un 16 % de las empresas españolas declararan un descenso de sus resultados económicos entre abril y septiembre, un porcentaje más elevado que el observado en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (6 %), pero sensiblemente menor que el registrado en nuestro país en la ronda previa de la encuesta (43 %).

Al ser preguntadas por el principal problema que afecta a su actividad, la falta de clientes fue el motivo señalado por un mayor porcentaje de pymes españolas (un 22 %) (véase gráfico 2), mientras que, en el área del euro, este factor ocupó el segundo lugar, superado por la dificultad para encontrar personal cualificado¹. En contraposición, el acceso a la financiación volvió a ser, de entre todos los factores incluidos en esta pregunta, la preocupación citada por un menor número de compañías tanto en España como en la UEM (un 8 % y un 7 %, respectivamente, porcentajes ligeramente inferiores a los registrados seis meses antes).

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS Y DE LOS BENEFICIOS (a)

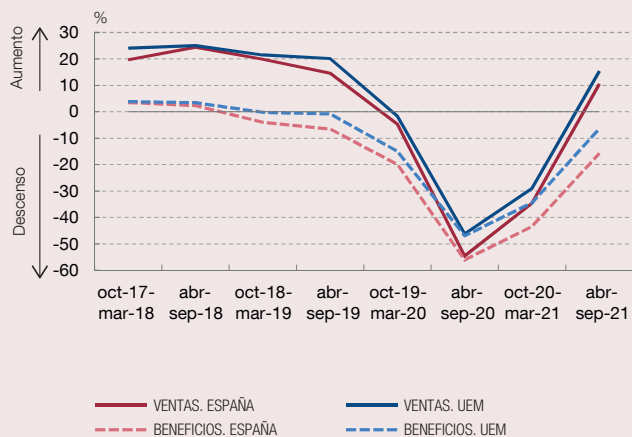
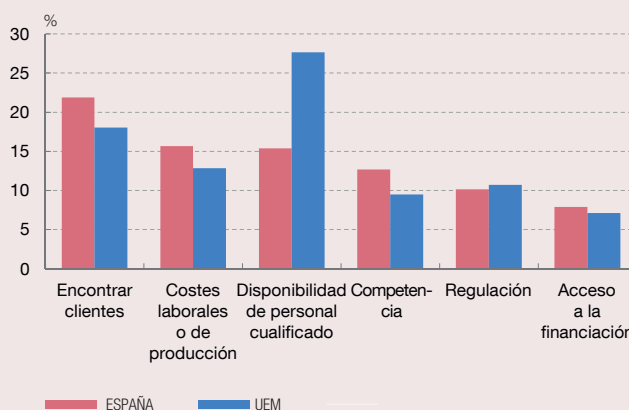


Gráfico 2
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD. ABRIL-SEPTIEMBRE DE 2021



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Porcentaje de las empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.

1 A este respecto, conviene señalar que, en los últimos meses, las encuestas de opinión de la Comisión Europea han venido apuntando a la falta de material y/o equipo como un factor muy relevante que está limitando la producción de las empresas manufactureras europeas y españolas. Para un mayor detalle sobre los determinantes y los efectos de estos cuellos de botella, que no se analizan explícitamente en la encuesta SAFE del BCE, véanse, por ejemplo, I. Kataryniuk, A. del Río y C. Sánchez Carretero (2021), «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España, y el recuadro 5 de este Informe, «El impacto potencial de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sobre la economía española en los próximos trimestres».

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)

Por otra parte, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios entre abril y septiembre de este año cayó 6 puntos porcentuales (pp) respecto al dato de la edición anterior de la encuesta, y se situó en un 23 % (véase gráfico 3), cifra que supone un mínimo histórico (desde el inicio de esta encuesta en 2009) y que es muy similar a la observada en la UEM. La acusada tendencia descendente que este indicador ha mostrado en las dos últimas ediciones de la encuesta obedecería, previsiblemente, a las menores necesidades de financiación de las empresas españolas en los últimos meses, tras el extraordinario recurso al crédito que estas mostraron en 2020, que respondió, en gran medida, a la posibilidad de obtener préstamos avalados por el Estado.

La percepción de las empresas sobre su capacidad de acceso a la financiación bancaria siguió mejorando, y lo hizo a un ritmo ligeramente superior al de seis meses antes (véase gráfico 4). Esta mejoría se produjo a pesar de que el número de pymes que consideraron que la situación económica general perjudicaba la obtención de nuevos créditos volvió a superar al de las que opinaban lo contrario, si bien en esta edición la diferencia entre ambos grupos fue de tan solo 4 pp, brecha muy inferior a la registrada seis meses antes (30,5 pp). El resto de los factores considerados tuvieron un impacto positivo sobre el acceso a la financiación. En particular, cabe destacar que, a diferencia de lo que ocurrió en las cuatro ediciones anteriores de la encuesta, el porcentaje de pymes que pensaban que su situación financiera era un factor que favorecía su acceso al crédito superó, en 12 puntos, al de las que declararon que dicha situación suponía un obstáculo. Asimismo, un 10 % de las pymes españolas, en términos netos, percibieron una mayor disposición de las entidades a otorgar préstamos (1 pp menos que seis meses antes, dato muy similar al de la UEM).

A pesar de la mejoría en la percepción sobre el acceso a la financiación bancaria, el porcentaje de pymes

cuyas peticiones de financiación fueron rechazadas en el período comprendido entre abril y septiembre de 2021 aumentó en 2 pp con respecto al observado seis meses antes, hasta situarse en un 7 %, 1 pp por encima del registrado en el conjunto de la UEM². En cambio, el indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios³ mostró una leve mejoría, con un descenso de algo más de 1 pp en la proporción de compañías españolas que tuvieron este tipo de dificultades, hasta el 9 % (frente al 7 % observado en la UEM) (véase gráfico 5). A pesar de este descenso, el porcentaje de demanda desanimada (esto es, de empresas que no solicitaron créditos por pensar que no se los concederían) apenas ha variado: ha permanecido en niveles relativamente elevados (algo superiores al 5 %).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje neto de empresas que informaron de un aumento en los tipos de interés siguió creciendo significativamente, hasta el 23 %, 9 pp más que hace seis meses (véase gráfico 6). Además, las pymes apreciaron, de nuevo en términos netos, un endurecimiento de las garantías requeridas y de otras condiciones de los préstamos distintas de la cuantía y el plazo. En sentido contrario, la proporción neta de compañías que señalaron un aumento tanto de la cuantía de los préstamos (un 5 %) como de los plazos de vencimiento (un 14 %) siguió siendo positiva, si bien en ambos casos los porcentajes fueron sensiblemente inferiores a los registrados en la ronda previa de la encuesta (un 14 % y un 25 %, respectivamente).

Por último, en esta edición de la encuesta se analizó, en una pregunta adicional, el problema de las demoras en los pagos por parte de clientes. En el caso de España, un 7 % de las pymes declararon haber tenido habitualmente este tipo de problemas durante el período analizado, mientras que un 27 % de ellas los habrían sufrido solo ocasionalmente, porcentajes ambos inferiores a los observados hace un año (un 10 % y un 31 %, respectivamente) y también ligeramente por debajo de los

2 Conviene señalar que esta aparente discrepancia entre la evolución del indicador sobre el acceso a la financiación bancaria y el del porcentaje de rechazo se explica, fundamentalmente, por que el primero de estos indicadores recoge la percepción de todas las empresas, independientemente de si han pedido o no financiación, mientras que el segundo de ellos se construye solo a partir de la información facilitada por las compañías que realmente han pedido fondos (que, en este caso, solo suponen un 23 % del total de las empresas).

3 Este indicador recoge alguna de las siguientes situaciones: peticiones de fondos que fueron rechazadas; fondos que fueron concedidos, pero solo parcialmente; la petición fue aceptada, pero a un coste considerado por las empresas como muy elevado, y aquellos casos en los que las empresas no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)

registrados en el conjunto de la UEM (un 10% y un 28%, respectivamente).

En resumen, la última edición de la SAFE pone de manifiesto que, a pesar de que la facturación se

incrementó entre abril y septiembre de 2021 para la mayoría de las pymes españolas, el aumento de costes que estas soportaron se tradujo en un deterioro de sus resultados económicos. En este contexto, aunque la percepción de las pymes sobre su acceso a la financiación

Gráfico 3
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS

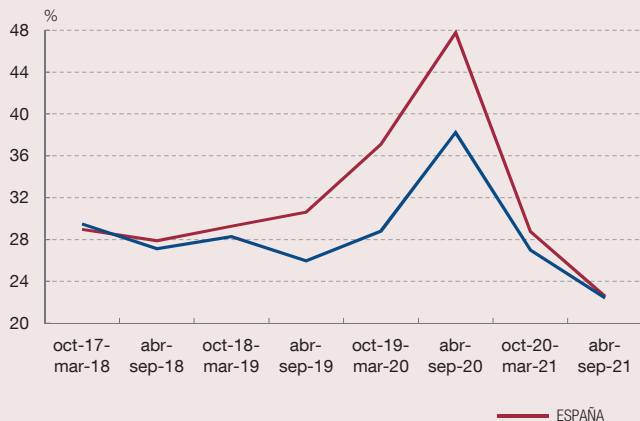


Gráfico 4
PERCEPCIÓN SOBRE LA DISPONIBILIDAD DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS (a)

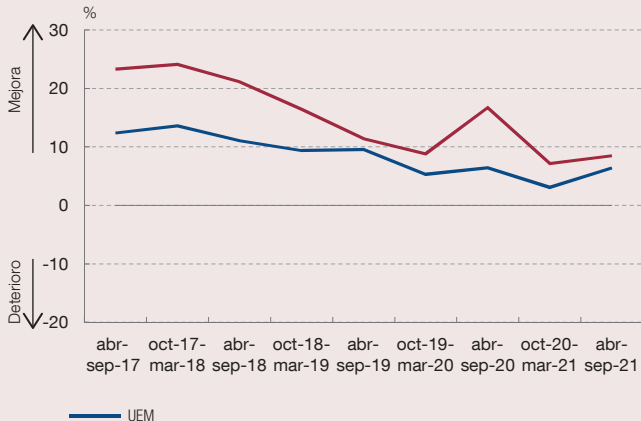


Gráfico 5
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

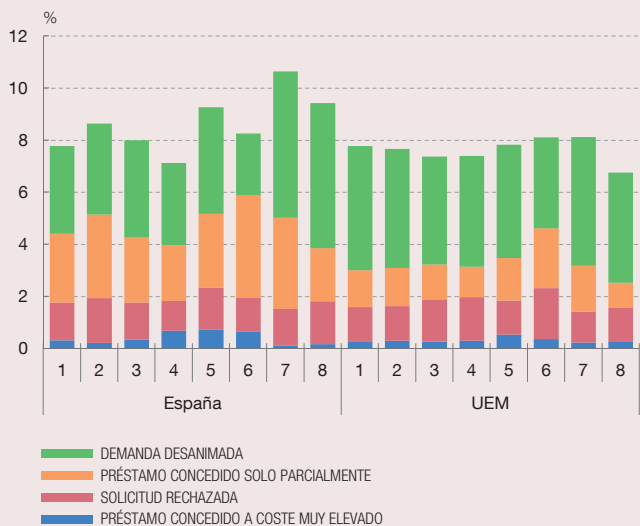
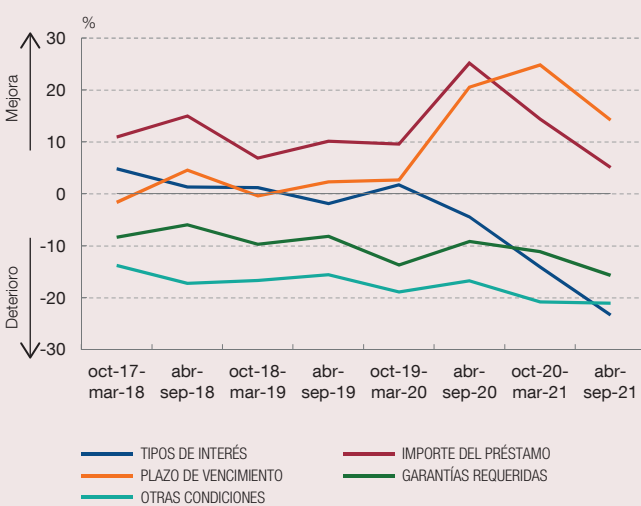


Gráfico 6
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (c)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de las empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
- b Este indicador recoge la proporción de las sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas; aquellas a las que les fueron concedidos los fondos, pero solo parcialmente; sociedades a las que se otorgó el préstamo, pero a un coste considerado por ellas como muy elevado, y sociedades que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada). Los números del eje horizontal representan las rondas de la encuesta, correspondiendo el 1 al período de octubre de 2017-marzo de 2018, y el 8, al período de abril-septiembre de 2021.
- c Porcentaje de las empresas que señalan una mejora de las condiciones (descenso de tipos de interés, aumento de importes y plazos, y disminución de garantías y otras condiciones requeridas) menos porcentaje de las empresas que señalan un deterioro de dichas condiciones.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA
DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)**

externa continuó mejorando, aquellas que solicitaron préstamos bancarios —que supusieron menos de una cuarta parte del total, la cifra más baja desde que se inició esta encuesta en 2009— informaron de un ligero aumento de las peticiones de fondos rechazadas y de un

endurecimiento de las condiciones aplicadas en cuanto a los tipos de interés y a las garantías requeridas, si bien otras condiciones —como el plazo de vencimiento o el importe concedido— mantuvieron una evolución más favorable.

EL IMPACTO POTENCIAL DE LOS CUELLOS DE BOTELLA EN LAS CADENAS GLOBALES DE SUMINISTRO SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES

Alejandro Fernández Cerezo, José Manuel Montero y Elvira Prades

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 2 de diciembre

En los últimos trimestres se han producido importantes disrupciones en las cadenas globales de suministro que han condicionado el grado de dinamismo de la recuperación de la actividad en las principales economías mundiales¹. Una particularidad de estos cuellos de botella es que han afectado de forma muy heterogénea a las distintas ramas de la actividad y han tenido una incidencia especialmente importante en aquellas industrias situadas en las partes más altas de la cadena de valor, es decir, en aquellas que suministran bienes que son empleados por otras industrias. Así, por ejemplo, los fuertes desajustes entre oferta y demanda que se han venido registrando recientemente en la industria de semiconductores y circuitos integrados² han tenido un impacto negativo muy significativo en el sector del automóvil, donde muchos fabricantes se han visto obligados a paralizar o a recortar sus planes de producción. En la misma línea, las tensiones observadas en diversos mercados energéticos y de materias primas también han repercutido negativamente en numerosos sectores industriales; por ejemplo, en aquellos intensivos en el uso de gas natural —como los de producción de fertilizantes y plásticos— o de magnesio —necesario para producir aleaciones de aluminio—.

El objetivo de este recuadro es ofrecer una primera valoración cuantitativa del impacto que estos cuellos de botella podrían suponer, en el caso de persistir, sobre la actividad económica española en los próximos trimestres. Para ello, se considera un marco analítico³, basado en las tablas *input-output* globales (WIOD, por sus siglas en inglés), que permite explorar las consecuencias de distintos tipos de perturbaciones sobre un conjunto muy granular de sectores, identificando tanto sus impactos directos como los indirectos —esto es, los «efectos arrastre»

entre sectores—, ya sean nacionales o internacionales. En un contexto de elevadas interconexiones económicas a escala global, valorar de manera precisa la verdadera exposición de los sectores nacionales a diversas perturbaciones exige incorporar explícitamente en el análisis la forma en que dichas perturbaciones afectan también a las dinámicas de actividad en nuestros principales socios comerciales internacionales.

Para estimar cuantitativamente los efectos anteriores, el primer paso consiste en identificar los principales sectores afectados por los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros. En este sentido, se considera que las ramas de las manufacturas que se encuentran más tensionadas por estos desajustes son aquellas que, desde una perspectiva histórica, presentan niveles muy reducidos de inventarios de bienes finales y, al mismo tiempo, declaran estar experimentando una escasez relativamente importante de suministros⁴. Como se puede observar en el gráfico 1, y en línea con lo discutido anteriormente, entre estas ramas destacan las de fabricación de vehículos de motor, caucho y plásticos, papel, material y equipo eléctrico, informática y electrónica, y productos metálicos.

El segundo paso consiste en cuantificar en qué medida dichos desajustes están limitando la actividad de cada uno de estos sectores y en valorar la persistencia que estos *shocks* podrían mostrar de cara al futuro.

Para determinar el tamaño del *shock* se procede de la siguiente manera. En el caso del sector de vehículos de motor, la magnitud de la perturbación se define como la diferencia entre las previsiones medias de producción global de vehículos para 2021 y 2022 que IHS Markit

- 1 Para más detalles sobre los determinantes de estas disrupciones y sobre el impacto que estos cuellos de botella ya han tenido en los precios y en la actividad de diferentes sectores y economías, véanse, por ejemplo, «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España, «El impacto de las perturbaciones de oferta y de demanda sobre la evolución reciente de la actividad y los precios», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España, y D. Rees y P. Rungcharoenkitkul (2021), «Bottlenecks: causes and macroeconomic implications», *BIS Bulletin*, n.º 48.
- 2 Entre los principales motivos que explicarían estos desajustes destacan el fuerte incremento de la demanda de productos electrónicos durante la pandemia, la crisis energética en China (principal proveedor mundial de silicio, componente fundamental de estos productos y cuya obtención es intensiva en energía) y la escasa capacidad ociosa en la producción de microchips.
- 3 Para una descripción de este marco analítico, véanse E. Prades Illanes y P. Tello Casas (2020), «Heterogeneidad en el impacto económico del COVID-19 entre regiones y países del área del euro», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España, y M. Izquierdo, E. Moral, E. Prades y J. Quintana (2021), *The propagation of worldwide sector-specific shocks*, de próxima publicación.
- 4 Información procedente de las encuestas de opinión de la Comisión Europea. El último dato disponible para el indicador de escasez de material y/o equipo corresponde al cuarto trimestre de 2021, y para el *stock* de productos finales, a octubre de 2021. En el caso de los inventarios, su desviación se calcula con respecto al percentil 10 de su distribución histórica, mientras que para la escasez de material y/o equipo se computa su desviación con respecto al percentil 90.

EL IMPACTO POTENCIAL DE LOS CUELLOS DE BOTELLA EN LAS CADENAS GLOBALES DE SUMINISTRO SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES (cont.)

efectuó en el primer semestre de 2021 y las realizadas en octubre de 2021⁵. Ello implica un *shock* global para este sector de aproximadamente un -9% en el segundo semestre de 2021 y de un -7% en 2022. A efectos del ejercicio desarrollado en este recuadro, este *shock* negativo se reparte entre las principales economías avanzadas según su cuota de producción⁶. En el caso del resto de los sectores, para los que no se dispone de una

información tan detallada sobre cómo han cambiado recientemente las previsiones de producción, el tamaño de los *shocks* se determina a partir de la relación que históricamente se ha observado entre la producción industrial y el grado de disponibilidad o escasez de materiales y/o equipo en estas ramas de actividad. Dicha relación —estimada con datos de panel y teniendo en cuenta diversas variables de control— apunta a que,

Gráfico 1
SECTORES MANUFACTUREROS AFECTADOS POR ESCASEZ DE MATERIAL/EQUIPO Y FALTA DE INVENTARIOS (a)

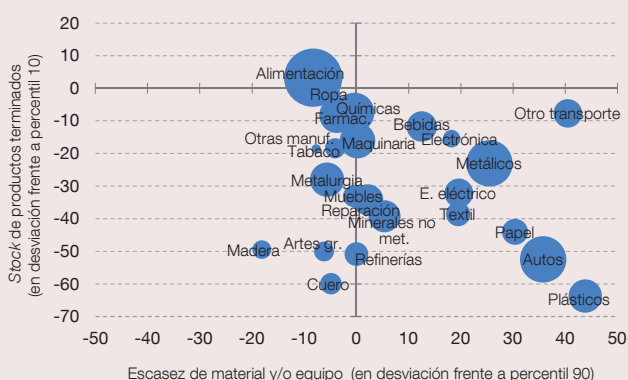


Gráfico 2
DURACIÓN ESPERADA DE LAS DIFICULTADES DE SUMINISTRO (b)

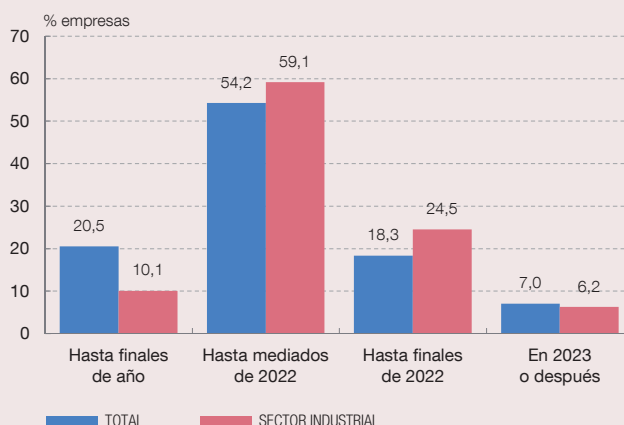


Gráfico 3
IMPACTO DE LOS CUELLOS DE BOTELLA SOBRE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB ESPAÑOL

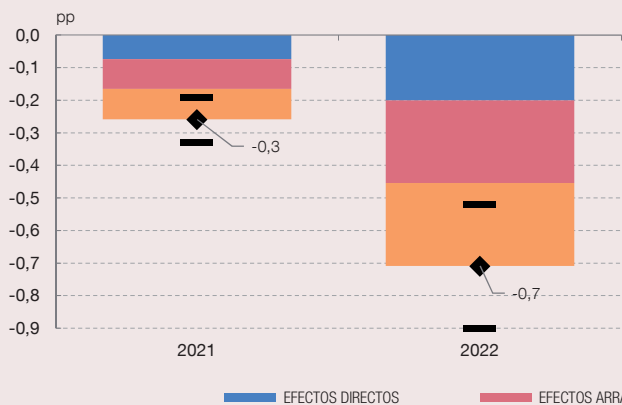
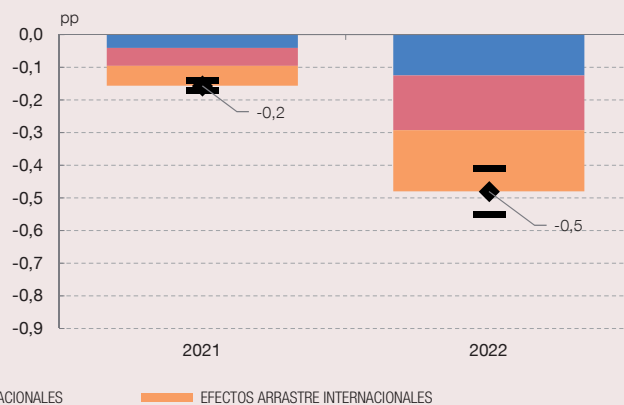


Gráfico 4
IMPACTO DE LOS CUELLOS DE BOTELLA SOBRE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB ESPAÑOL EN EL SECTOR DEL AUTOMÓVIL



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España, a partir de datos de WIOD.

- a Para cada rama, el tamaño de la burbuja refleja su peso porcentual en el valor añadido bruto de manufacturas.
- b EBAE de noviembre de 2021.

5 Para un mayor detalle sobre estas previsiones, véase «Worsening run rate, but 2022 global light vehicle production outlook intact».
 6 Las principales economías emergentes apenas han sufrido revisiones en sus proyecciones de producción. Estos supuestos implican un recorte de la producción del 16% en la segunda mitad de 2021 y del 13% en 2022 en las economías avanzadas, incluida España.

EL IMPACTO POTENCIAL DE LOS CUELLOS DE BOTELLA EN LAS CADENAS GLOBALES DE SUMINISTRO SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES (cont.)

en promedio, un incremento de 1 punto porcentual (pp) en el indicador de escasez de material y/o equipo en uno de estos sectores se traduce en una caída de su producción de aproximadamente 2,3 pp tras tres o cuatro trimestres. Por lo tanto, en el contexto actual ello implica unos *shocks* globales negativos a la actividad de estos sectores que varían entre un 5 % y un 6 % de la producción proyectada en ausencia de perturbaciones.

En cuanto a la duración de las perturbaciones que se han estimado anteriormente, se asume que dichos *shocks* se mantienen fundamentalmente durante el cuarto trimestre de 2021 y los tres primeros trimestres del año próximo. En este sentido, conviene señalar que, si bien existe una notable incertidumbre sobre el grado de persistencia que estos cuellos de botella podrían presentar en el futuro, el supuesto adoptado en este recuadro se encontraría relativamente en línea con el marco temporal en el que, de acuerdo con la última edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), las empresas españolas esperan que se mantengan los problemas de suministros actuales (véase gráfico 2)⁷.

El tercer y último paso de este ejercicio analítico requiere estimar cómo las caídas proyectadas —durante el tiempo

establecido— en la actividad de cada uno de los sectores directamente afectados por los cuellos de botella impactan sobre la producción del resto de los sectores de la economía. Esto es, se trata de cuantificar todos los efectos arrastre sectoriales, a escala tanto nacional como internacional, para poder determinar el impacto final que dichos cuellos de botella podrían suponer sobre el nivel de actividad agregada de la economía española en los próximos trimestres. Para ello, se consideran los vínculos sectoriales que se deducen de las tablas *input-output* globales.

Como ilustra el gráfico 3, se estima que, en el tramo final de 2021 y en 2022, las disrupciones en las cadenas globales de suministro podrían provocar una reducción apreciable en la tasa de crecimiento del PIB español —de entre dos y tres décimas en 2021, y de entre cinco y nueve décimas en 2022—, un efecto adverso en el que desempeñarían un papel destacado los efectos arrastre internacionales. A escala sectorial, el gráfico 4 pone de manifiesto que la mayor parte del efecto adverso sobre el PIB español de estos cuellos de botella estaría asociada al impacto negativo que dichas perturbaciones suponen sobre el sector del automóvil, lo que resulta coherente con el elevado peso y relevancia de este sector en nuestra economía.

7 Véase «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: noviembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

OPORTUNIDADES LABORALES Y DESAJUSTES EN LA OFERTA Y LA DEMANDA DE PLAZAS EN LAS TITULACIONES DE LA FORMACIÓN PROFESIONAL

Iván Auciello, Aitor Lacuesta y Josep Lluís Segú

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 10 de diciembre

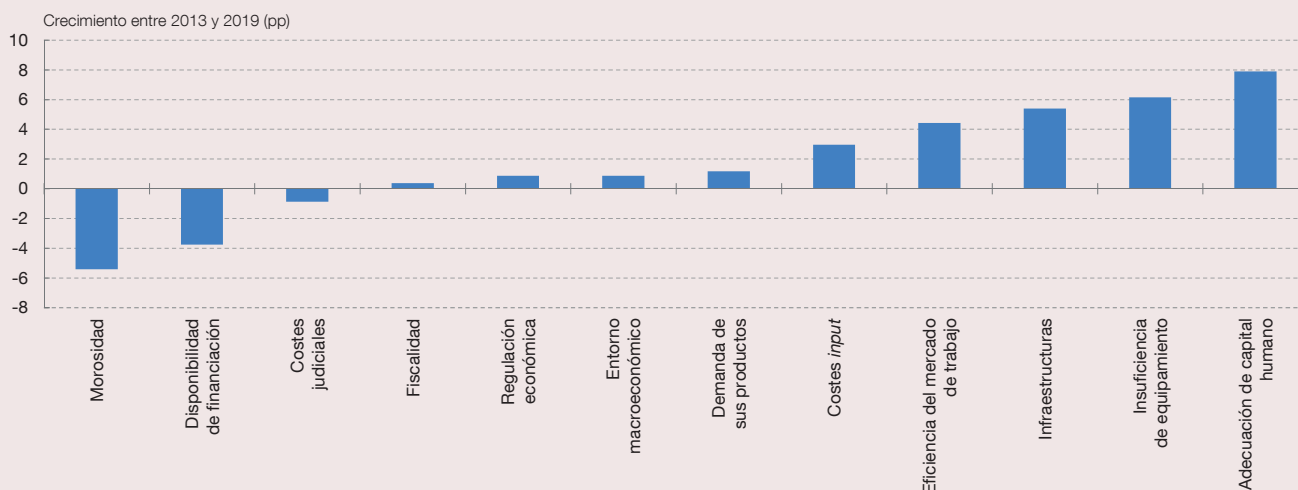
En los últimos años, las empresas de nuestro país han venido mostrando una creciente preocupación por la necesidad de adecuar el capital humano de los trabajadores a los requerimientos de unos puestos de trabajo en permanente evolución. En efecto, de acuerdo con el Módulo de Opinión sobre Entorno Empresarial del indicador de confianza empresarial (ICE), el porcentaje de empresas españolas que consideran que este factor tiene una importancia media o alta para el desarrollo de su actividad creció 8 puntos porcentuales (pp) entre 2013 y 2019 —el mayor aumento de entre todos los aspectos analizados—, hasta alcanzar el 28,5% del total de las empresas encuestadas (véase gráfico 1).

La necesidad de incrementar y de actualizar permanentemente el capital humano de los trabajadores y empresarios de nuestro país es particularmente relevante en un contexto, como el actual, en el que la economía española —al igual que otras muchas de nuestro entorno— se enfrenta a una creciente digitalización de la actividad económica, a cambios potencialmente profundos en su composición sectorial —derivados no solo del estallido de

la pandemia de COVID-19, sino también, por ejemplo, de la transición hacia una economía más sostenible—, y a un acusado proceso de envejecimiento poblacional. Abordar este reto exige una actuación ambiciosa en materia de política económica en ámbitos muy diversos, entre los que destaca nuestro sistema educativo (y, en especial, la educación universitaria y la formación profesional), que requiere una revisión de todas sus parcelas¹.

En el ámbito de la formación profesional, aspecto en el que se centrará este recuadro, cabe destacar que actualmente se encuentra en proceso de tramitación parlamentaria el Proyecto de Ley Orgánica de Ordenación e Integración de la Formación Profesional². A grandes rasgos, este proyecto pretende una transformación global del sistema de formación profesional en nuestro país, con la creación de un sistema único de formación profesional para estudiantes, ocupados y desempleados, que facilite itinerarios formativos a lo largo de la vida profesional de las personas, la acreditación de competencias y la colaboración entre los diversos centros de formación, la universidad y los centros de trabajo.

Gráfico 1
IMPORTANCIA MEDIA O ALTA PARA HACER NEGOCIOS Y CRECER (% DE EMPRESAS)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Los datos proceden del Módulo de Opinión sobre Entorno Empresarial del ICE (INE). Representa cambios en la suma del porcentaje de las empresas que dan una importancia alta y media a esos factores (las restantes dan una importancia baja).

1 Para un mayor grado de detalle sobre la relevancia de este reto en cuanto a condicionar las perspectivas de la economía española en los próximos años y sobre las distintas medidas de política económica que podría ser conveniente adoptar, véase P. Hernández de Cos (2020), *Los principales retos de la economía española tras el COVID-19. Comparecencia en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el COVID-19, el 25 de junio de 2020*, Documentos Ocasionales, n.º 2024, Banco de España.

2 Véase Proyecto de Ley Orgánica de Ordenación e Integración de la Formación Profesional.

OPORTUNIDADES LABORALES Y DESAJUSTES EN LA OFERTA Y LA DEMANDA DE PLAZAS EN LAS TITULACIONES DE LA FORMACIÓN PROFESIONAL (cont.)

Por otra parte, el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia que el Gobierno español presentó el pasado 30 de abril a las autoridades europeas en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU) contempla una inversión de 254 millones de euros en los próximos años con el propósito de aumentar en 200.000 plazas la oferta de formación profesional en nuestro país³. Cómo distribuir estas nuevas plazas —e incluso las ya existentes— entre las titulaciones actuales —y, posiblemente, alguna nueva titulación que pueda diseñarse para tratar de responder más adecuadamente a las necesidades cambiantes de las empresas— requiere, por supuesto, de un análisis muy detallado de dichas necesidades, presentes y futuras, y de la colaboración de todos los colectivos implicados.

Para tratar de contribuir a este análisis, este recuadro documenta, en primer lugar, en qué medida las diferentes titulaciones de la formación profesional que existen en la actualidad ofrecen a sus graduados distintas perspectivas en cuanto a su participación en el mercado de trabajo. En segundo lugar, a partir de la nota de corte que determina el acceso a cada una de estas titulaciones, se explora si existe algún desajuste importante entre la oferta y la demanda de plazas en alguna de las titulaciones que ofrecen mejores oportunidades laborales.

Las cuatro primeras columnas del cuadro 1 proporcionan, para cada una de las familias profesionales de la Formación Profesional (FP) media y superior, distintas medidas que aproximan las perspectivas laborales de sus titulados. En particular, a partir de la información facilitada por el Ministerio de Educación, la primera columna presenta, para cada titulación, la tasa de afiliación⁴ media en marzo de 2019 de la cohorte de estudiantes que se graduaron en 2014-2015⁵. La segunda columna reporta la misma información, en términos de afiliación pero en

la media del período 2015-2019⁶. Por su parte, los datos de la tercera y de la cuarta columna provienen de la Encuesta de Transición Educativa-Formativa e Inserción Laboral de 2019 del Instituto Nacional de Estadística (INE). En particular, la tercera columna indica el porcentaje de los estudiantes graduados en 2013 y 2014 en cada titulación que estaban ocupados en el momento de la encuesta (entre septiembre de 2019 y enero de 2020)⁷, mientras que la cuarta columna presenta una tasa de paro en cada titulación construida como la ratio de los graduados que indican estar en paro y de aquellos que declaran ser activos (ocupados o parados).

Con el propósito de facilitar la lectura del cuadro 1, para cada uno de los cuatro primeros indicadores de este cuadro aparecen sombreadas aquellas titulaciones cuyo desempeño es superior a la mediana. De esta forma, puede apreciarse que las titulaciones en la FP media que aparentemente ofrecen mejores oportunidades laborales a sus graduados pertenecen a las siguientes familias: Fabricación Mecánica, Instalación y Mantenimiento, Transporte y Mantenimiento de Vehículos, Electricidad y Electrónica, y Sanidad. Por su parte, entre las familias de la FP superior, las titulaciones de Fabricación Mecánica, Instalación y Mantenimiento, Informática y Comunicaciones, Transporte y Mantenimiento de Vehículos, Electricidad y Electrónica, Química, Industria Alimentaria, y Comercio y *Marketing* presentan los mejores indicadores de oportunidades laborales en términos relativos.

A continuación, para analizar posibles problemas de demanda y de oferta relativas de plazas, y relacionarlos con las anteriores medidas de oportunidades laborales por familia profesional, se utiliza la información de la nota de corte⁸ que determinó el acceso a cada una de las titulaciones de FP en el curso 2020-2021 (quinta columna

3 Véase *Plan estratégico de impulso de la Formación Profesional*, componente 20 del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia.

4 Por afiliación se entienden los episodios que corresponden a un alta laboral, excluyendo aquellos episodios asociados a prestaciones, subsidios de desempleo, prestaciones por cese de actividad de los autónomos, convenios especiales con la Seguridad Social, períodos de inactividad y otros episodios de cotización que la Seguridad Social no considera alta laboral.

5 Aunque existen datos para una cohorte más reciente, la de 2015-2016, estos aún son provisionales y presentan una cobertura relativamente reducida.

6 El primer, el segundo, el tercer y el cuarto año de afiliación para la cohorte 2014-2015 se corresponden con el promedio de las tasas de afiliación en cada uno de los días de marzo de 2016, 2017, 2018 y 2019.

7 Como trabajo se incluye el trabajo no remunerado para una empresa o negocio familiar, prácticas o becas de formación remuneradas y prácticas durante la FP Dual.

8 Información proporcionada por el Observatorio Educaedu y referida a todos los centros de las provincias de Andalucía, Aragón, Canarias, Castilla-La Mancha, Castilla y León, Galicia, Murcia, Navarra y Valencia. En el caso de la FP media, se considera la nota de corte para el acceso vía ESO, mientras que, para la FP superior, se utiliza la nota de corte vía Bachillerato. En ambos casos, estas son las vías de acceso más habituales.

OPORTUNIDADES LABORALES Y DESAJUSTES EN LA OFERTA Y LA DEMANDA DE PLAZAS EN LAS TITULACIONES DE LA FORMACIÓN PROFESIONAL (cont.)
Cuadro 1
OPORTUNIDADES LABORALES Y NOTAS DE CORTE DE LA FP MEDIA Y SUPERIOR, SEGÚN FAMILIA PROFESIONAL

	FP media					FP superior					
	(a)	(b)	(c)	(d)	Nota de corte (acceso vía ESO)	(a)	(b)	(c)	(d)	Nota de corte (acceso vía Bachillerato)	
Mediana	62,6	50,5	72,5	17,4	5,4	64,7	54,2	78,8	12,7	5,6	
Familia profesional											
Fabricación Mecánica	76,8	65,6	83,7	11,1	5,2	81,8	76,5	88,0	8,9	5,3	
Instalación y Mantenimiento	75,6	61,8	87,3	9,3	5,0	80,5	74,9	89,4	7,4	5,0	
Transp. y Manten. de Vehículos	75,4	61,0	83,8	9,7	5,4	76,6	66,4	83,5	10,0	5,8	
Electricidad y Electrónica	68,6	52,8	77,4	13,3	5,0	75,3	66,0	87,2	7,7	5,5	
Madera, Mueble y Corcho	67,6	54,2	74,0	19,3	5,0	74,0	64,4	86,1	8,0	5,0	
Sanidad	66,1	56,4	78,8	11,8	6,1	73,3	65,4	79,9	12,7	6,5	
Imagen Personal	64,2	51,3	70,9	19,5	5,6	70,7	59,2	81,3	10,4	5,6	
Hostelería y Turismo	64,1	54,5	70,8	19,5	5,0	68,5	56,7	83,2	12,5	5,3	
Agraria	62,8	47,0	77,4	13,5	5,0	66,6	56,1	78,8	14,3	5,3	
Química	62,6	48,9	67,9	21,9	5,7	64,8	56,9	77,3	15,4	5,7	
Serv. Sociocult. y a la Comunidad	62,4	50,4	68,4	21,5	5,7	64,7	54,2	84,0	10,0	5,7	
Industrias Alimentarias	61,5	50,5	71,4	17,4	5,0	63,5	52,4	77,0	14,0	5,0	
Informática y Comunicaciones	60,2	39,5	73,6	14,6	6,0	62,4	53,4	76,4	14,7	5,0	
Administración y Gestión	59,8	43,6	68,9	22,3	5,0	Serv. Sociocult. y a la Comunidad	62,0	51,6	78,3	13,9	6,1
Act. Físicas y Deportivas	59,0	41,5	63,0	21,2	6,3	Artes Gráficas	61,6	52,8	73,9	19,9	5,8
Marítimo-Pesquera	59,0	50,8	79,1	14,1	5,3	Medio Ambiente	61,5	50,1	78,8	14,9	5,5
Comercio y Marketing	57,0	43,7	63,1	24,9	5,5	Edificación y Obra Civil	60,9	47,7	73,8	13,5	5,0
Artes Gráficas	54,6	40,5	72,5	20,0	5,7	Marítimo-Pesquera	59,4	52,4	81,2	11,4	5,6
Imagen y Sonido	45,9	31,3	71,8	17,4	6,3	Act. Físicas y Deportivas	59,2	49,9	75,2	10,9	6,5
						Imagen y Sonido	57,5	44,0	74,6	18,9	5,7
						Sanidad	56,1	48,2	74,7	13,5	7,1

FUENTES: «Inserción laboral de los graduados en enseñanzas de Formación Profesional» (Ministerio de Educación y Formación Profesional, y Tesorería General de la Seguridad Social), Encuesta de Transición Educativa-Formativa e Inserción Laboral (Instituto Nacional de Estadística) y Observatorio Educaedu.

- a** Tasa de afiliación media en marzo de 2019 de la cohorte de estudiantes que se graduaron en 2014-2015.
b Promedio de la tasa de afiliación media en marzo de 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019 de la cohorte de estudiantes que se graduaron en 2014-2015.
c Tasa de ocupación en el momento de la encuesta, entre septiembre de 2019 y enero de 2020, para la cohorte de estudiantes que se graduaron en 2013-2014.
d Tasa de paro en el momento de la encuesta, entre septiembre de 2019 y enero de 2020, para la cohorte de estudiantes que se graduaron en 2013-2014.

OPORTUNIDADES LABORALES Y DESAJUSTES EN LA OFERTA Y LA DEMANDA DE PLAZAS EN LAS TITULACIONES DE LA FORMACIÓN PROFESIONAL (cont.)

del cuadro 1). Intuitivamente, aquellas titulaciones en las que las notas de corte son mayores presentarían una menor oferta de plazas en términos relativos, esto es, en relación con la demanda existente⁹.

De acuerdo con este criterio, el cuadro 1 apunta a que el desajuste entre la oferta y la demanda de plazas es particularmente importante en dos de las familias profesionales de la FP media que ofrecen unas mejores perspectivas laborales a sus graduados: Transporte y Mantenimiento de Vehículos, y Sanidad. En efecto, estas dos titulaciones presentan una nota mediana de corte desde la Educación Secundaria Obligatoria (ESO) igual o por encima del 5,4, que es la mediana de las notas de corte para todas las titulaciones. En el caso de la FP superior, esta escasez relativa de plazas también es apreciable en las familias de Informática y Comunicaciones, Química, Energía y Agua, y Comercio y *Marketing*, cuatro de las titulaciones con mejores oportunidades laborales.

En resumen, este recuadro pone de manifiesto, en primer lugar, que existe una gran heterogeneidad en cuanto a las perspectivas laborales que las distintas titulaciones de FP ofrecen a sus graduados. En segundo lugar, se aprecia que la nota de corte para acceder a algunas de las titulaciones con mejores oportunidades laborales es particularmente elevada. En la medida en que una mayor nota de corte puede asociarse con una oferta pública de plazas relativamente reducida —dada la demanda existente por parte de los estudiantes—, este resultado apuntaría a la conveniencia de incrementar selectivamente las plazas disponibles en algunas de estas titulaciones más valoradas por las empresas. Ello es especialmente relevante en el contexto actual, en el que, en el marco del programa NGEU, se prevé aumentar en 200.000 las plazas de FP en nuestro país a lo largo de los próximos años.

⁹ En efecto, un análisis econométrico de la titulación, el centro y la provincia pone de manifiesto que la nota de corte de una titulación tiende a ser menor en aquellas provincias donde hay un mayor número de centros que la imparten (esto es, donde la oferta es mayor).

2 LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

La aparición de la variante ómicron del COVID-19, el comportamiento de los beneficios empresariales y los ajustes en las expectativas de los inversores en cuanto a las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales mundiales han sido los factores más destacados que han condicionado, en direcciones opuestas, la evolución de los mercados financieros internacionales durante el cuarto trimestre

Los principales índices bursátiles experimentaron avances hasta finales de noviembre —favorecidos por unos beneficios empresariales mejores de lo esperado—, pero registraron fuertes caídas y aumentos de la volatilidad posteriormente como consecuencia del empeoramiento de la situación sanitaria (véase gráfico 2.1). A pesar del retroceso observado en las últimas semanas, en la parte transcurrida del cuarto trimestre el índice S&P 500 se ha revalorizado un 9,3 %. Esta revalorización ha sido mayor que la registrada en el EURO STOXX 50 (un 2,8 %), como consecuencia, en parte, del efecto adverso sobre la actividad de las medidas de contención de la pandemia adoptadas recientemente en muchos países europeos y del menor peso relativo en el índice europeo de los sectores que han mostrado un mejor comportamiento durante este trimestre —como es el caso del sector tecnológico—.

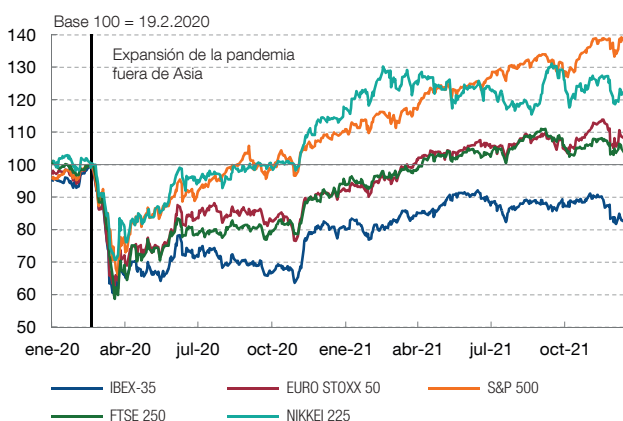
Las expectativas de los inversores de una retirada gradual de los estímulos monetarios de los principales bancos centrales y la búsqueda de activos refugio ante el empeoramiento de la pandemia provocaron, a partir de noviembre, una reversión en la tendencia alcista que la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo de las economías avanzadas venía mostrando desde agosto (véase gráfico 2.2). Como resultado, en la fecha de cierre de este Informe la rentabilidad del bono soberano a diez años de Estados Unidos se situaba en torno a los niveles alcanzados a finales del tercer trimestre, mientras que la rentabilidad del bono alemán equivalente se encontraba unos 17 puntos básicos (pb) por debajo. Este comportamiento diferencial de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos —que se vio favorecido, en parte, por el distinto tono en la comunicación de la política monetaria en ambas áreas— podría haber condicionado, junto con otros factores, la reciente apreciación del dólar estadounidense frente al euro.

Los diferenciales de rentabilidad —frente a la referencia alemana— de las deudas soberanas se han elevado durante el trimestre en la Unión Económica y Monetaria (UEM). En el caso de los bonos a diez años, el aumento de la prima de riesgo ha sido más intenso en Grecia (de 56 pb) e Italia (de 22 pb) que en España

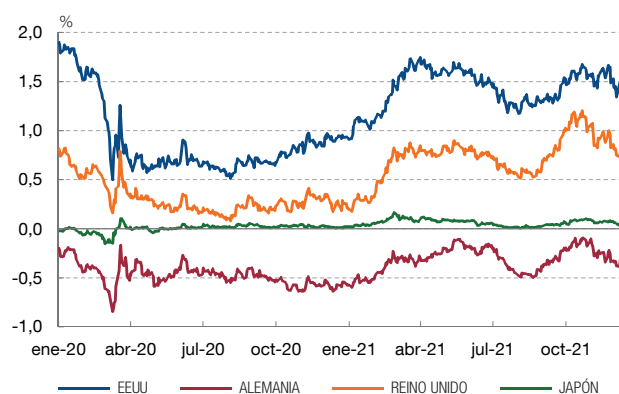
EL RECIENTE DETERIORO DE LA SITUACIÓN SANITARIA HA PROVOCADO CAÍDAS EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS CON RIESGO Y AUMENTOS DE LA VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los principales índices bursátiles registraron avances hasta finales de noviembre —impulsados por unos beneficios empresariales mejores de lo esperado—, que se han revertido parcialmente tras la aparición de la variante ómicron del COVID-19. Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas siguieron aumentando durante el mes de octubre en las economías avanzadas —en un contexto de fuerte repunte de la inflación—, pero han retrocedido desde entonces, condicionadas por las expectativas de los inversores de una retirada más gradual de los estímulos monetarios y por la búsqueda de activos refugio ante el empeoramiento de la pandemia. Las variables financieras de los mercados emergentes también han experimentado un aumento de la volatilidad durante el trimestre.

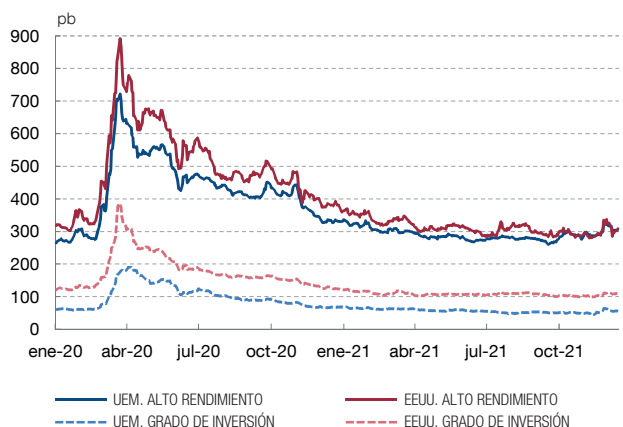
1 ÍNDICES BURSÁTILES



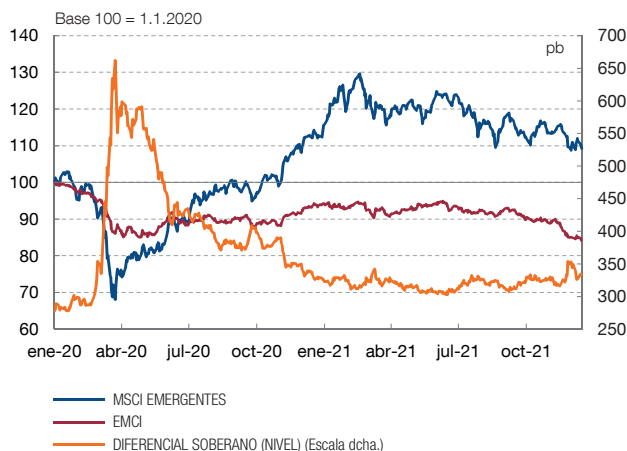
2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



3 DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP



4 CONDICIONES FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTE: Refinitiv Datastream.

(de 5 pb). Entre los factores que podrían estar detrás de estos repuntes destacan la mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas globales que ha generado el deterioro de la situación sanitaria y la expectativa, por parte de los inversores, de que las compras netas que el Banco Central Europeo (BCE) ha venido realizando en el marco de su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) pudieran finalizar antes de lo esperado unos meses atrás.

Los diferenciales de riesgo de crédito de las sociedades no financieras también han registrado aumentos en el período más reciente ante la mayor aversión al riesgo provocada por la expansión de la variante ómicron (véase gráfico 2.3). Por lo que respecta al volumen de emisiones de estas sociedades, durante el cuarto trimestre las realizadas por las compañías de alto rendimiento de la UEM continúan superando a las efectuadas en el mismo período del año anterior —a diferencia de lo que se observa en este mismo segmento en Estados Unidos y en el de grado de inversión en la UEM—, si bien hay que tener en cuenta que el volumen emitido por estas empresas durante 2020 fue relativamente reducido³.

Al igual que ha sucedido en otros mercados financieros internacionales, los países emergentes han experimentado un aumento de la volatilidad durante el cuarto trimestre (véase gráfico 2.4). El repunte de la inflación en estas economías, junto con otros factores idiosincrásicos —como la vulnerabilidad fiscal o los ciclos electorales—, se ha reflejado no solo en un endurecimiento de su política monetaria —con especial intensidad en América Latina—, sino también en un incremento significativo de los tipos de interés a largo plazo en moneda local. Tan solo los países de Asia emergente se han desviado de esta tónica general. Por su parte, las variables financieras se han deteriorado sustancialmente en Turquía en este trimestre, con una depreciación de la lira del 40 %, un aumento de los diferenciales soberanos de 60 pb y un repunte de los tipos de interés a largo plazo en moneda local de 3,3 pp.

³ Véase D. Khametshin (2021), *High-yield bond markets during the COVID-19 crisis: the role of monetary policy*, Documentos Ocasionales, n.º 2110, Banco de España.

3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

3.1 Entorno exterior del área del euro

La economía mundial moderó su ritmo de recuperación durante el tercer trimestre, lastrada por el repunte de la incidencia de la pandemia en Estados Unidos, la atonía del consumo privado, la persistencia de cuellos de botella en la producción y distribución, y las presiones inflacionistas derivadas de estos y del repunte de los precios de la energía

El crecimiento mundial se moderó en el tercer trimestre del año, especialmente en las economías avanzadas, condicionado por la ralentización del proceso de vacunación y el repunte de la incidencia de la pandemia, que afectó de forma particular al consumo privado (véanse gráficos 3.1 y 3.2). Así, se registraron tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB del 0,5 % en Estados Unidos, 1,3 % en el Reino Unido, 2,2 % en el área del euro y -0,9 % en Japón, en su mayoría muy por debajo de los avances observados en el segundo trimestre (del 1,6 %, 5,5 %, 2,2 % y 0,5 %, respectivamente). En las principales economías emergentes, salvo en el caso de la India, también se produjo una desaceleración de la actividad. En particular, el crecimiento del producto en China se redujo hasta el 4,9 % interanual en el tercer trimestre —por el efecto de las restricciones para contener el avance de la pandemia y la contracción del sector inmobiliario—, mientras que el PIB se contrajo en países como Brasil, México y Sudáfrica. De forma coherente con estos desarrollos, durante este período, el comercio mundial disminuyó un 1,1 % intertrimestral, tras haber crecido un 0,9 % en el segundo trimestre.

El ritmo de expansión de la actividad global podría mantenerse en el último trimestre del año. Así, los PMI muestran hasta noviembre una suave desaceleración en las manufacturas y un ligero repunte en los servicios (véase gráfico 3.3), con una cierta convergencia en las perspectivas de crecimiento de las economías avanzadas y emergentes hacia niveles algo más reducidos que los esperados hace unos meses. En cuanto a las principales economías mundiales, la información disponible para el trimestre señalaría un repunte de la tasa de crecimiento en Estados Unidos y una cierta recuperación en China, en un contexto de debilidad general, mientras que, en Europa, el fuerte incremento de la incidencia de la pandemia en las últimas semanas y las restricciones introducidas para frenarla podrían terminar lastrando la actividad.

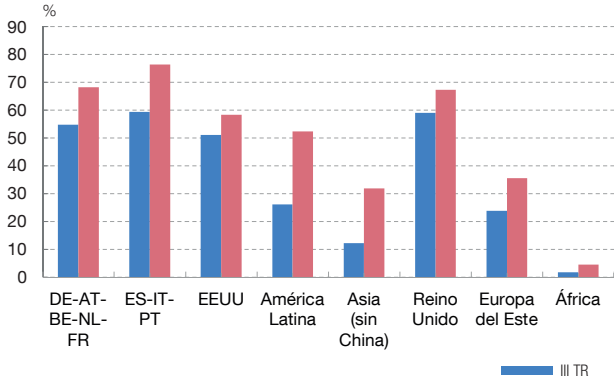
La persistencia de cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sigue condicionando la senda de recuperación de la actividad y presionando

Gráfico 3

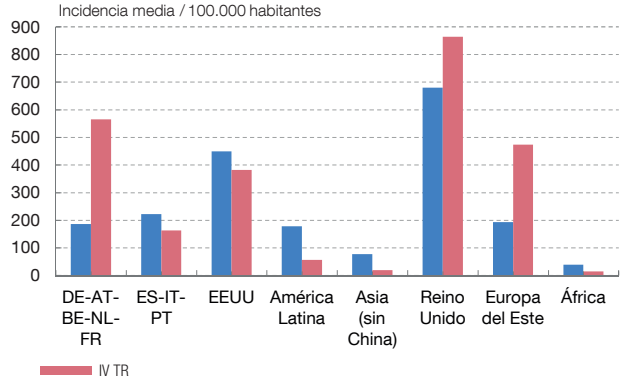
LA ECONOMÍA MUNDIAL MODERÓ SU RECUPERACIÓN DURANTE EL TERCER TRIMESTRE, Y PODRÍA MANTENER TASAS DE CRECIMIENTO SIMILARES EN EL CUARTO

La economía mundial moderó su ritmo de recuperación durante el tercer trimestre, lastrada por un conjunto variado de factores: el repunte de la incidencia de la pandemia en algunas áreas, que afectó especialmente al consumo privado; la persistencia de cuellos de botella en la producción y distribución de mercancías, y las presiones inflacionistas derivadas de estos y del repunte de los precios de la energía. Espoleados por el repunte de la inflación, los bancos centrales de las economías avanzadas han empezado a endurecer el tono de sus políticas monetarias mediante la retirada gradual de algunos de los estímulos introducidos a comienzos de 2020, mientras que los bancos centrales de las economías emergentes han continuado con la normalización de sus tipos de interés oficiales.

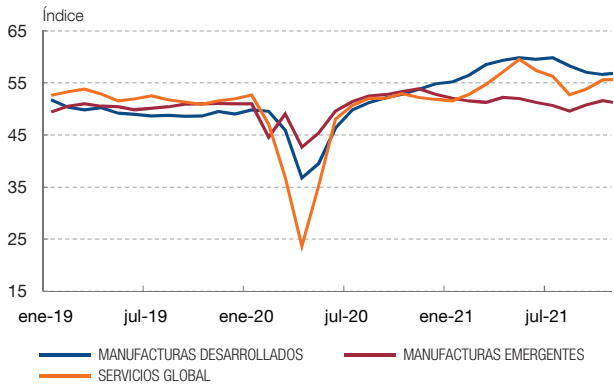
1 PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN CON LA PAUTA DE VACUNACIÓN COMPLETA (a)



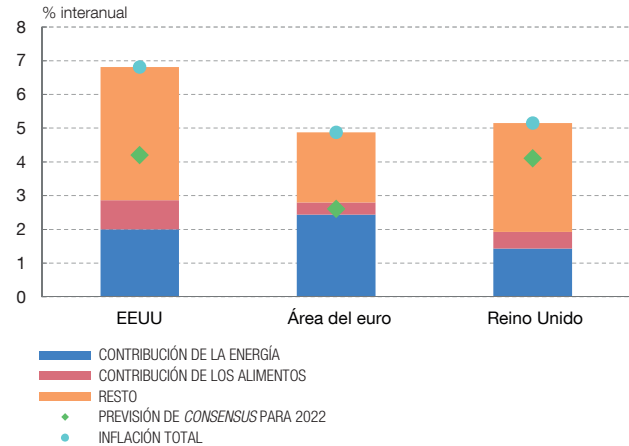
2 TASA DE INCIDENCIA MEDIA EN 14 DÍAS POR 100.000 HABITANTES (a)



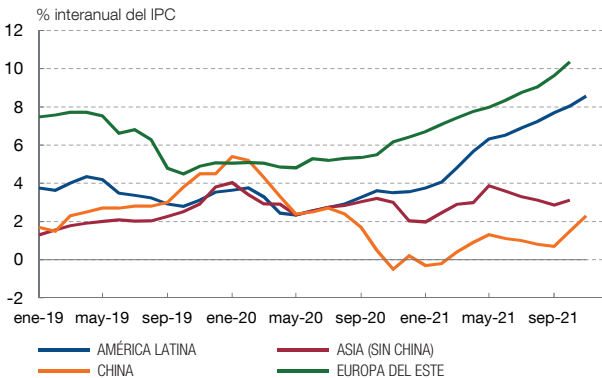
3 PMI MANUFACTURAS EN ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES Y PMI SERVICIOS GLOBAL



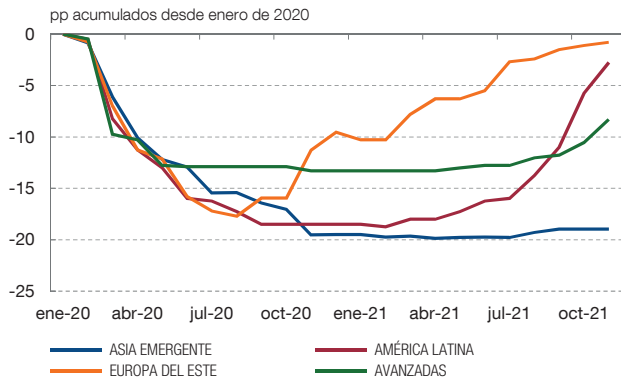
4 CONTRIBUCIÓN DE LA ENERGÍA Y LOS ALIMENTOS A LA INFLACIÓN GENERAL DE ENERO A NOVIEMBRE DE 2021



5 INFLACIÓN EN ECONOMÍAS EMERGENTES



6 VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DURANTE LA PANDEMIA



FUENTES: Consensus Forecast, estadísticas nacionales, IHS Markit, Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center, Our World in Data y Thomson Reuters.

a El cuarto trimestre incluye los datos obtenidos hasta el 13 de diciembre.



los precios al alza⁴. La rápida recuperación de la demanda tras los momentos más agudos de la crisis sanitaria no se ha visto acompañada por un aumento proporcional de la oferta, lo que ha dado lugar a retrasos en los suministros de determinados bienes intermedios, la paralización de algunos procesos de producción, y aumentos de los precios de los insumos. Además, en algunas economías —como Estados Unidos o el Reino Unido—, se ha observado también una caída de la tasa de participación en el mercado laboral y desajustes entre la oferta y la demanda de trabajo, que han elevado los costes salariales en aquellos sectores más afectados por la pandemia.

Las tasas de inflación han continuado aumentando a escala global en los últimos meses, impulsadas por el fuerte repunte de los precios de la energía y la persistencia de los problemas de oferta (véanse gráfico 3.4 y recuadro 2). Así, en noviembre, la tasa de crecimiento interanual de los precios de consumo se situó en el 6,9 % en Estados Unidos, el 4,9 % en el área del euro y el 5,1 % en el Reino Unido, niveles que no se alcanzaban en estas economías desde finales de 1990, 1991 y 2011, respectivamente. Esta aceleración de la inflación también ha sido evidente en numerosas economías emergentes no asiáticas (véase gráfico 3.5). De cara al futuro, se espera que la inflación global se modere gradualmente a lo largo de 2022, a medida que se disipen los efectos de algunos de los factores que la han impulsado durante los últimos meses, y que han sido más persistentes de lo previsto.

En este contexto de fuerte repunte de la inflación, los bancos centrales de algunas economías avanzadas han comenzado a ajustar el tono de sus políticas monetarias. En particular, los bancos centrales de Estados Unidos, Canadá y Australia han comunicado recientemente la reducción gradual de sus programas de compras de activos, mientras que los de Noruega, Nueva Zelanda e Islandia ya han anunciado las primeras subidas de sus tipos oficiales. Del mismo modo, el Banco de Inglaterra elevó el tipo oficial en 15 pb a mediados de diciembre, tras anunciar en la reunión previa que era necesario un modesto endurecimiento de las condiciones monetarias. En el caso de las economías emergentes, se han producido aumentos sustanciales de los tipos de interés oficiales en América Latina y Europa del Este, en contraste con lo acontecido en Asia, donde estos han permanecido estables (véase gráfico 3.6). La única excepción a esta tendencia general ha sido Turquía, donde los tipos de interés de referencia se han reducido en 500 pb desde septiembre, a pesar de los síntomas evidentes de recalentamiento en la economía turca.

4 Para un análisis de los determinantes —por el lado de la oferta y de la demanda— de estos cuellos de botella y de su impacto sobre la actividad en el área del euro y en la economía española, véanse «El impacto de las perturbaciones de oferta y de demanda sobre la evolución reciente de la actividad y los precios» y «El impacto potencial de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sobre la economía española en los próximos trimestres», recuadros 3 y 5 en este Informe.

Las políticas fiscales siguen manteniendo un carácter expansivo en las economías avanzadas, que contrasta con el tono más contenido de las de los países emergentes. En Estados Unidos, en noviembre se aprobó un paquete de inversión pública que supondrá el desembolso del 1,7 % del PIB en los próximos diez años, y está en proceso de discusión un programa fiscal centrado en políticas sociales y en la lucha contra el cambio climático. Por el contrario, en las economías emergentes más vulnerables, se han seguido reduciendo los estímulos fiscales en los últimos trimestres. A pesar de ello, las dudas sobre la capacidad para llevar a cabo ajustes adicionales han dado lugar a repuntes de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, especialmente en América Latina.

3.2 El área del euro

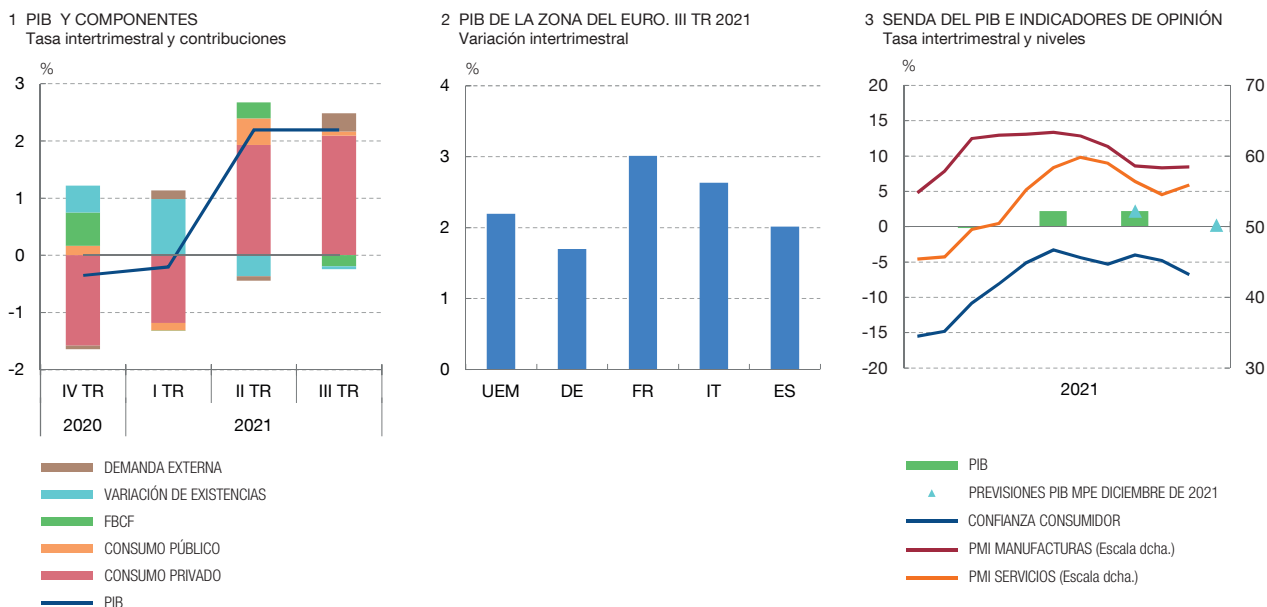
En el área del euro, tras dos trimestres de crecimiento estable, los últimos meses de 2021 han venido marcados por la acumulación de algunos elementos de riesgo —entre otros, la evolución desfavorable de la pandemia—, que tenderían a limitar las perspectivas de expansión de la actividad económica en el corto plazo. Las perspectivas sobre la evolución de la inflación en el medio plazo dependen, en buena medida, de cómo los procesos de formación de expectativas y de negociación salarial acomoden la mayor inflación observada recientemente

La actividad económica en el área del euro mantuvo un crecimiento estable en el tercer trimestre, a pesar de la intensificación de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y distribución. En este período, el PIB de la UEM avanzó un 2,2 % intertrimestral, al igual que en el segundo trimestre, pero algo menos de lo esperado. Este crecimiento se sustentó en el fuerte avance del consumo y, en menor medida, de la demanda externa (véanse gráficos 4.1 y 4.2). En cambio, la inversión y las existencias retrocedieron, estas últimas condicionadas por las interrupciones en las cadenas globales de valor ya mencionadas. Por ramas de actividad, estos cuellos de botella afectaron especialmente al dinamismo de la actividad en la industria, como evidencia el hecho de que los plazos de entrega de los pedidos hayan alcanzado sus máximos históricos, según el indicador de la Comisión Europea. Por otro lado, el sector servicios se benefició de la mejora de la movilidad durante el trimestre.

Los indicadores cualitativos disponibles —principalmente las encuestas de confianza de la Comisión Europea y los PMI— sugieren una ralentización del PIB en los meses finales del año (véase gráfico 4.3). En el cuarto trimestre, el deterioro de la situación sanitaria en muchos países de la UEM y la aparición de la variante ómicron del COVID-19 han llevado a un endurecimiento significativo de las medidas de contención de la pandemia, que, previsiblemente, incidirá de forma negativa en la actividad del sector servicios y en el consumo.

EL RITMO DE CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD SE ESTABILIZÓ EN EL TERCER TRIMESTRE, PERO PODRÍA RALENTIZARSE EN EL CUARTO

La actividad económica en el área del euro creció, en el tercer trimestre, a una tasa similar a la del trimestre anterior. No obstante, los últimos meses de 2021 han venido marcados por la acumulación de algunos elementos de riesgo —entre otros, la evolución desfavorable de la pandemia—, que tenderían a limitar las perspectivas de expansión de la actividad económica en el corto plazo. Los indicadores cualitativos más recientes disponibles apuntan en esta dirección, la de una ralentización del PIB en los meses finales del año.



FUENTES: Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.



En su ejercicio de proyecciones macroeconómicas (BMPE, por sus siglas en inglés) de diciembre⁵, el Eurosistema anticipa un crecimiento del PIB del 5,1 % en 2021, del 4,2 % en 2022, del 2,9 % en 2023 y del 1,6 % en 2024 (véase cuadro 2). En comparación con el ejercicio de septiembre, estas cifras suponen una ligera revisión al alza (de 0,1 pp) del crecimiento previsto en 2021, pero también un significativo ajuste a la baja (de 0,4 pp) en el avance del producto proyectado para 2022, fundamentalmente como consecuencia de una evolución epidemiológica peor que la anticipada en septiembre y de una mayor persistencia de los cuellos de botella en la industria. De cara a 2023, sin embargo, las nuevas proyecciones anticipan un crecimiento del PIB de la UEM superior al previsto en septiembre en 0,8 pp, lo que permitiría que la brecha de producto se tornase positiva en dicho ejercicio. En términos generales, estas proyecciones están en línea con las elaboradas por otros organismos internacionales y analistas privados —si bien son algo más optimistas para 2023— y se apoyan en la expectativa de un entorno internacional más dinámico, un repunte de la renta disponible real, y un apoyo continuado de las políticas fiscal y monetaria —que aseguraría unas condiciones

5 Véase *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro. Diciembre de 2021*.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (a)

	2021		2022		2023		2024	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre de 2021)	5,1 (0,1)	2,6 (0,4)	4,2 (-0,4)	3,2 (1,5)	2,9 (0,8)	1,8 (0,3)	1,6 (...)	1,8 (...)
Comisión Europea (noviembre de 2021)	5 (0,2)	2,4 (0,5)	4,3 (-0,2)	2,2 (0,8)	2,4 (...)	1,4 (...)	... (...)	... (...)
OCDE (diciembre de 2021)	5,2 (-0,1)	2,4 (0,3)	4,3 (-0,3)	2,7 (0,8)	2,5 (...)	1,8 (...)	... (...)	... (...)
FMI (octubre de 2021)	5 (0,4)	2,2 (...)	4,3 (0)	1,7 (...)	2 (...)	1,4 (...)	1,6 (...)	1,5 (...)
<i>Consensus Forecast</i> (diciembre de 2021)	5,1 (0)	2,5 (0,1)	4,2 (-0,1)	2,6 (0,3)	... (...)	... (...)	... (...)	... (...)
<i>Survey of Professional Forecasters</i> (octubre de 2021)	5,1 (0,4)	2,3 (0,4)	4,5 (-0,1)	1,9 (0,4)	2,2 (0,1)	1,7 (0,1)	... (...)	... (...)

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, FMI y OCDE.

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a septiembre para el BCE, julio para la CE, septiembre para la OCDE, julio para el FMI, noviembre para *Consensus Forecast* y julio para *Survey of Professional Forecasters*.

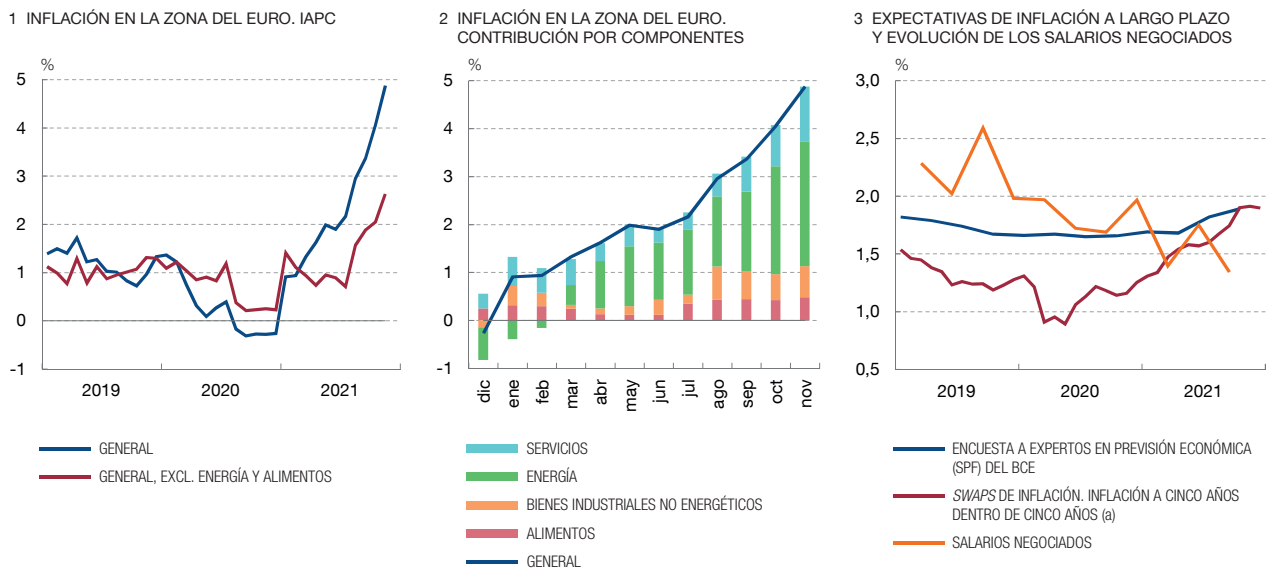
financieras muy favorables para empresas y hogares—. Con todo, cabe destacar que la autoridad monetaria considera que los riesgos para el escenario central de las proyecciones de actividad están básicamente equilibrados. Los riesgos a la baja estarían asociados a la evolución epidemiológica, al ritmo de resolución de las interrupciones de oferta y a la trayectoria futura de los precios de la energía. Por el contrario, la actividad económica podría ser superior a la prevista si los consumidores adquieren más confianza y ahorran menos de lo previsto.

La inflación ha aumentado muy significativamente en los últimos meses. En noviembre, la tasa de variación anual del índice general repuntó hasta el 4,9 %, mientras que la inflación subyacente lo hizo hasta el 2,6 % (véanse gráficos 5.1 y 5.2). El alza de la inflación respecto de los mínimos alcanzados el año pasado ha respondido a diversos factores idiosincrásicos y de carácter, en principio, coyuntural: la eliminación de la reducción transitoria del IVA en Alemania en enero y los efectos base derivados de las fuertes caídas de algunos precios registradas en 2020. No obstante, en los últimos meses, dos elementos han desempeñado un papel cada vez más relevante en la evolución de la inflación: el encarecimiento de las materias primas energéticas y de la electricidad (véase recuadro 2), y la intensificación de las interrupciones en las cadenas globales de valor (véase recuadro 3). Aunque la persistencia de ambos factores condicionará la evolución de los precios en los próximos meses, su impacto sobre estos a medio plazo también dependerá del grado en que los procesos de formación de expectativas y de negociación salarial respondan a las elevadas tasas de inflación actuales.

A pesar de las marcadas tensiones inflacionistas en el corto plazo, el grado de holgura que prevalece en la economía —aún elevado— y las señales

LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO HA AUMENTADO SIGNIFICATIVAMENTE EN LOS MESES RECIENTES

La inflación general ha repuntado con fuerza en los últimos meses, impulsada, principalmente, por el componente energético de los precios y por la persistencia de cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministros, que están afectando a la oferta en un contexto de vigorosa recuperación de la demanda. A pesar de las marcadas tensiones inflacionistas que se observan en el corto plazo, el grado de holgura que prevalece en la economía y las señales procedentes de las expectativas de inflación sugieren que las presiones inflacionistas subyacentes a medio y largo plazo se mantienen en niveles relativamente moderados.



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Promedio mensual de datos diarios.



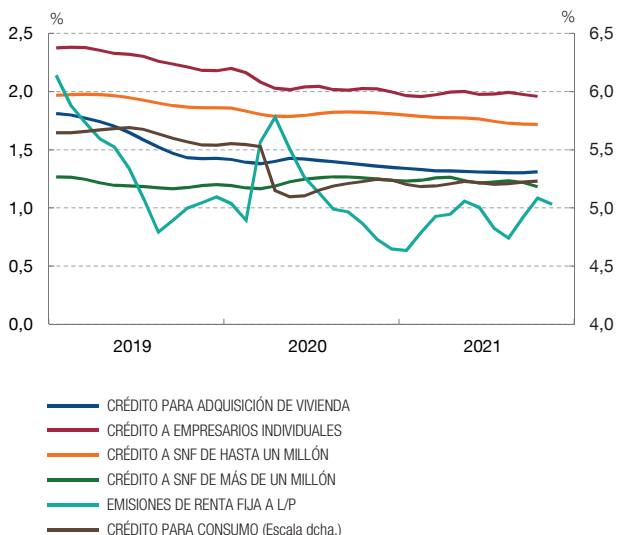
procedentes de las expectativas de inflatión de medio y largo plazo no permiten anticipar presiones inflacionistas subyacentes significativas (véase gráfico 5.3). Así, el BMPE de diciembre prevé que la tasa anual media de inflatión se elevará desde el 0,3 % registrado en 2020 hasta el 2,6 % en 2021 y el 3,2 % en 2022, para posteriormente moderarse hasta el 1,8 % en 2023 y en 2024. Por su parte, la inflatión subyacente, que se ha visto afectada en mucha menor medida por el encarecimiento de los precios de la energía en 2021, mostraría una evolución al alza más gradual, con un aumento hasta el 1,4 % en 2021 (desde el 0,7 % en 2020) y el 1,9 % en 2022, nivel que se reduciría ligeramente, hasta situarse en el 1,8 %, al final del período de previsión. Este comportamiento de la inflatión subyacente resultaría compatible con una aceleración considerable de la compensación por asalariado, cuyo ritmo de avance interanual alcanzaría el 2,9 % en 2024 (frente a una tasa de crecimiento media en el período precrisis del 2,1 %). La senda de inflatión proyectada por el BCE se encuentra algo por encima de las publicadas por otros organismos internacionales y analistas privados, especialmente en 2022 (véase cuadro 2), en buena parte porque tiene en cuenta los desarrollos más recientes.

De acuerdo con las últimas previsiones de la Comisión Europea (CE), las condiciones para desactivar la cláusula de salvaguardia, que en 2020

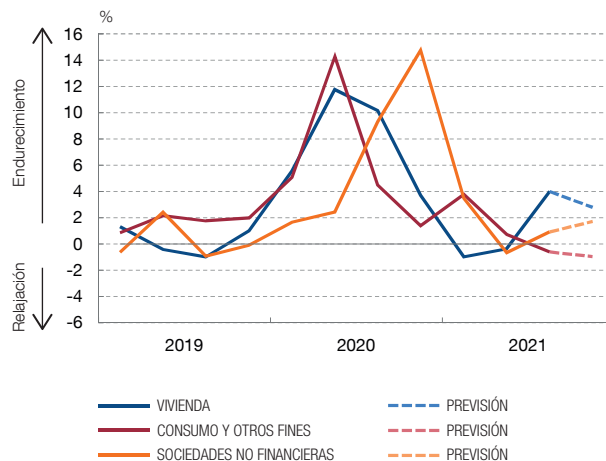
LOS COSTES DE FINANCIACIÓN EN EL CONJUNTO DE LA UEM CONTINÚAN EN NIVELES REDUCIDOS Y LA OFERTA DE CRÉDITO HABRÍA PERMANECIDO ESTABLE EN LA MAYORÍA DE LOS SEGMENTOS EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2021

Los tipos de interés medios de la financiación bancaria de los hogares y las empresas no han experimentado cambios significativos en los últimos meses. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de concesión de préstamos se habrían mantenido sin cambios apreciables en la mayoría de los segmentos en el tercer trimestre de 2021. Para el cuarto trimestre, las entidades prevén un ligero endurecimiento de la oferta de crédito, excepto en los préstamos a hogares para consumo y otros fines, para los que anticipan una leve relajación.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco Central Europeo.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y por el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b 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 $\times 1$.



suspendió temporalmente la aplicación de las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se producirían en 2023. En este contexto, la CE reabrió en octubre la consulta pública sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la Unión Europea^{6,7}. Dicha reforma viene condicionada por dos elementos fundamentales. Por un lado, los heterogéneos pero, en general, elevados niveles de endeudamiento público —muy superiores al 60% del PIB— previstos tras la crisis sanitaria en la mayor parte de los Estados miembros de la UE. Por otro lado, las enormes necesidades de inversión que se derivarán —en el medio y largo plazo— de las prioridades estratégicas de la UE en materia de sostenibilidad, transición energética y digitalización.

6 Véase Comisión Europea (2021), «The EU economy after COVID-19: implications for economic governance», COM(2021) 662 final.

7 La consulta pública que la Comisión Europea anunció en febrero de 2020 quedó en suspenso tras la irrupción de la pandemia de COVID-19.

En su última reunión de política monetaria, celebrada en diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo cambios en su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) y en su programa de compra de activos (APP). El Consejo de Gobierno decidió disminuir el ritmo de compras netas de activos bajo el PEPP con respecto al del trimestre anterior y confirmó la suspensión de las compras netas a finales de marzo de 2022. Adicionalmente, decidió ampliar hasta al menos el final de 2024 el horizonte de reinversión del principal de los valores adquiridos bajo el PEPP, y recalcó la flexibilidad de estas reinversiones a lo largo del tiempo, por clases de activos y por jurisdicciones. Asimismo, señaló la posibilidad de reanudar las compras netas en el marco del PEPP, si fuera necesario, para contrarrestar las perturbaciones negativas relacionadas con la pandemia. En línea con una reducción escalonada de las compras de activos y una orientación de la política monetaria coherente con el objetivo de inflación a medio plazo, el Consejo de Gobierno decidió también aumentar el ritmo de compras netas mensuales hasta 40 mm y 30 mm de euros, respectivamente, en el segundo y el tercer trimestre en el marco del APP y mantener el ritmo de compras netas mensuales de 20 mm de euros a partir de octubre de 2022. Tras el anuncio de estas decisiones, la reacción de los mercados fue contenida, excepto por un cierto repunte de las primas de riesgo soberanas, en especial de Italia, lo que podría estar ligado a las decisiones relativas a los programas de compras (PEPP y APP).

Las condiciones de financiación de los hogares y las empresas en la UEM continúan siendo muy favorables. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos concedidos por las entidades de crédito al sector privado permanecen en niveles históricamente reducidos y no han registrado variaciones significativas en los últimos meses (véase gráfico 6.1) . Por otra parte, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de concesión de préstamos no habrían observado cambios apreciables en el tercer trimestre, excepto en los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, que se habrían endurecido ligeramente. Para el cuarto trimestre, las entidades anticipan un ligero endurecimiento de la oferta de crédito, salvo en los préstamos a los hogares para consumo y otros fines, para los que esperan una leve relajación (véase gráfico 6.2).

En términos de volúmenes, la financiación captada por las empresas ha aumentado su ritmo de crecimiento durante los últimos meses, mientras que la destinada a los hogares ha perdido algo de dinamismo. Esta evolución se explica, fundamentalmente, por la aceleración de los préstamos bancarios a las empresas —que crecieron en octubre a una tasa intertrimestral en el entorno del 1 %— y el menor avance de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda.

Durante los últimos meses, las condiciones financieras han continuado manteniéndose holgadas

El IBEX-35 ha mostrado, en el promedio del cuarto trimestre, un comportamiento menos favorable que el indicador análogo del conjunto del área del euro. En el período transcurrido del cuarto trimestre, el IBEX-35 ha registrado una pérdida del 5,9 %, que contrasta con la revalorización del 2,8 % que se ha producido en el EURO STOXX 50. Este peor desempeño relativo del índice español reflejaría, fundamentalmente, unas expectativas de crecimiento de los beneficios a corto y a medio plazo de las empresas cotizadas en el mercado español algo menos favorables durante el trimestre que la del resto de las compañías del área del euro. Por su parte, aunque la rentabilidad del bono a diez años emitido por el Tesoro español ha disminuido ligeramente en la parte transcurrida del trimestre —12 pb—, su diferencial de rentabilidad respecto al bono alemán equivalente ha repuntado 5 pb —hasta los 71 pb—, incremento que ha sido menor que el observado en Portugal, Grecia o Italia.

En los últimos meses, el coste medio de la financiación bancaria concedida a los hogares y a las sociedades no financieras ha permanecido en niveles históricamente reducidos, y los criterios de aprobación de los préstamos no habrían experimentado cambios significativos. Los tipos de interés medios de las nuevas operaciones de crédito bancario se han reducido ligeramente durante los últimos meses en el caso de las operaciones concedidas a los hogares para consumo y a los empresarios individuales, y apenas han variado en el resto de los segmentos (véase gráfico 7.1). Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de concesión de préstamos a las empresas habrían permanecido estables durante el tercer trimestre del año, mientras que se habrían endurecido ligeramente en el caso de la financiación proporcionada a las familias. De cara al cuarto trimestre, las entidades no esperan cambios significativos en la oferta de crédito en ningún segmento (véase gráfico 7.2).

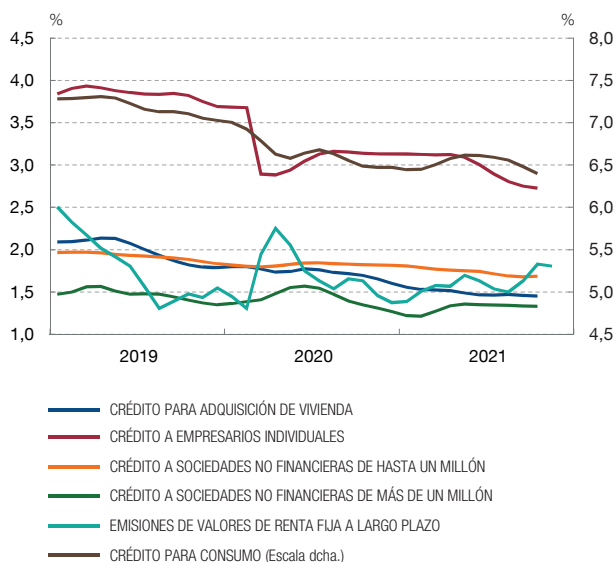
La economía española mantuvo una senda de recuperación paulatina en el tercer trimestre, si bien su intensidad se vio condicionada por el retroceso del consumo privado

La tasa de crecimiento del PIB español se aceleró hasta el 2 % en el tercer trimestre del año. En comparación con la tasa esperada en el ejercicio de

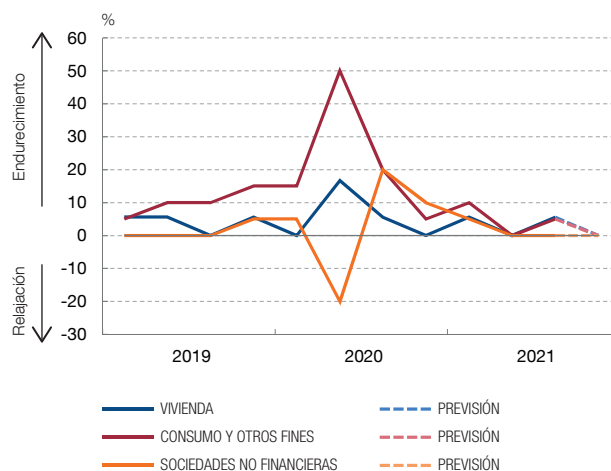
LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS SE MANTIENEN HOLGADAS

En los últimos meses, los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios han continuado en niveles históricamente reducidos. Según la EPB, los criterios de concesión de préstamos a las empresas habrían permanecido estables en el tercer trimestre de 2021, mientras que se habrían endurecido ligeramente en el caso de la financiación proporcionada a las familias. De confirmarse las expectativas de las entidades financieras, la oferta de crédito se mantendría estable en el cuarto trimestre en todos los segmentos.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (b)



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b 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 $\times 1$.



proyecciones del Banco de España de septiembre⁸, el avance fue, como en el segundo trimestre, más reducido. La expansión del PIB en el tercer trimestre se debió, fundamentalmente, a la aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento —de 1,8 pp—, ya que el dinamismo de la demanda interna se vio significativamente lastrado por el retroceso del consumo privado y de la inversión en vivienda (véase gráfico 8.1). A la debilidad del consumo de los hogares habrían contribuido, entre otros factores, el fuerte repunte de la inflación que ha tenido lugar en los últimos meses y las alteraciones que se han venido observando en las cadenas globales de suministro, que han afectado a la disponibilidad de algunos bienes duraderos —especialmente, automóviles—.

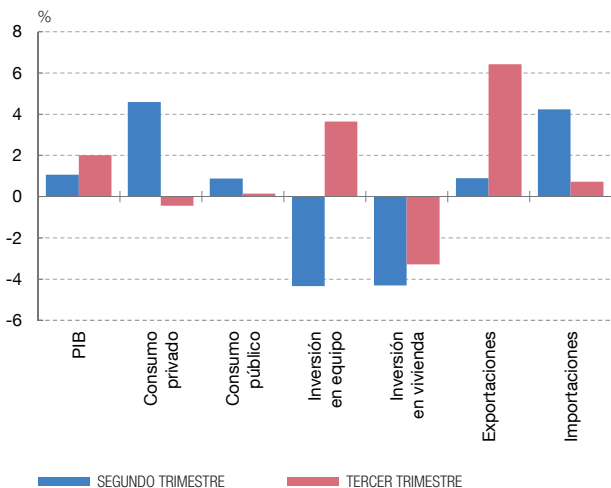
El PIB español se situó en el tercer trimestre un 6,6% por debajo del nivel alcanzado a finales de 2019, una brecha significativamente mayor que la que se observa en

8 Véase el recuadro 1, "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2023)", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

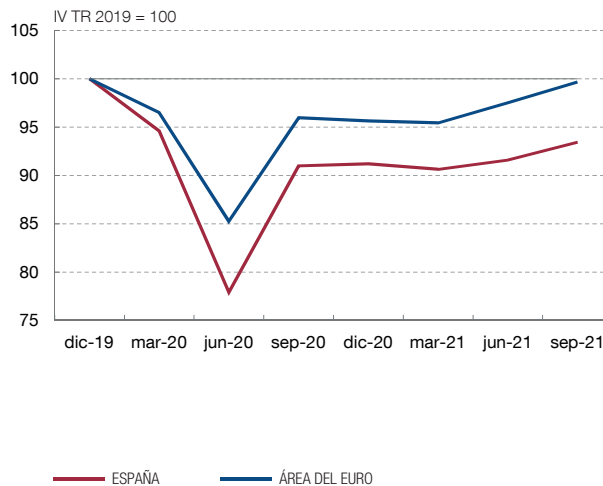
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA INCREMENTÓ SU RITMO DE CRECIMIENTO EN EL TERCER TRIMESTRE, SI BIEN DE FORMA MENOS INTENSA DE LO ESPERADO

El PIB de la economía española creció un 2 % en el tercer trimestre, apoyado fundamentalmente en la aportación positiva del sector exterior, ya que la demanda interna se vio lastrada por el retroceso del consumo privado y de la inversión en vivienda. El PIB español aún se mantiene un 6,6 % por debajo del nivel alcanzado a finales de 2019, una brecha significativamente mayor que la que se observa en el conjunto de la UEM —un 0,3 %—.

1 VARIACIÓN DEL PIB Y DE SUS COMPONENTES EN EL SEGUNDO Y EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2021. TASAS INTERTRIMESTRALES



2 EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA Y EN LA UEM



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.



el conjunto de la UEM, del 0,3%. La economía española se contrajo de forma más acusada que las principales economías del área del euro en la primera mitad de 2020 y, desde entonces, también ha mostrado una recuperación menos intensa (véase gráfico 8.2). En particular, en los tres últimos trimestres la tasa de avance del PIB español ha sido inferior a la del PIB del conjunto de la UEM. Entre los componentes de demanda que contribuyen a explicar este peor comportamiento relativo, destacan el consumo privado y, especialmente, las exportaciones de turismo, que, en el caso de la economía española, han experimentado una recuperación comparativamente más gradual.

Durante el cuarto trimestre se espera que el ritmo de crecimiento de la economía española se modere, en un contexto en el que persisten los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro y unas tasas de inflación elevadas, y en el que la evolución de la pandemia se ha deteriorado

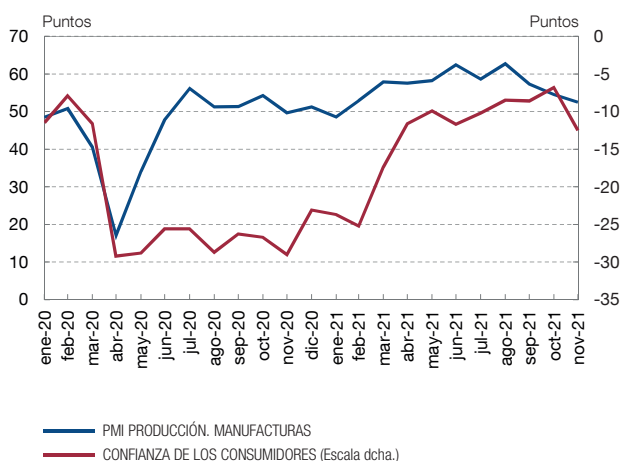
Las proyecciones del Banco de España, publicadas en el recuadro 1 de este Informe⁹, prevén que el crecimiento del PIB español se sitúe en el 1,6 % en el

⁹ Véase el recuadro 1, "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2024): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2021", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

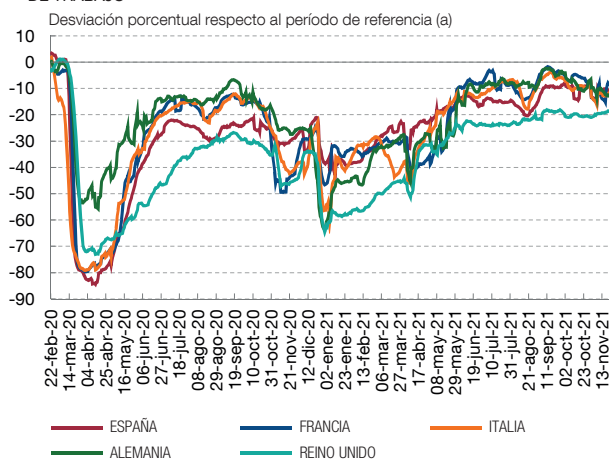
SE PREVÉ QUE EL CRECIMIENTO DEL PIB SE MODERE EN EL CUARTO TRIMESTRE

La desaceleración que se prevé en el ritmo de avance de la economía española entre octubre y diciembre resulta coherente con las señales que proporcionan, entre otros indicadores, los relativos a la evolución de la confianza de los consumidores y de las empresas, y los de movilidad y venta de carburantes. Además, el deterioro en la evolución de la pandemia que se ha producido en las últimas semanas y la reintroducción de nuevas restricciones para contener su expansión previsiblemente incidirán de forma negativa en el grado de dinamismo de la actividad en el tramo final de este año y a comienzos de 2022.

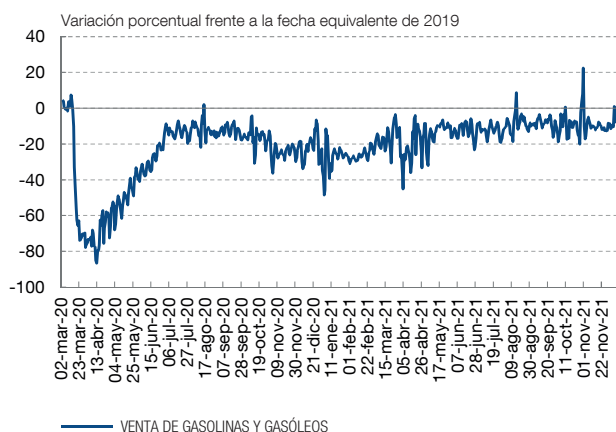
1 INDICADORES DE CONFIANZA



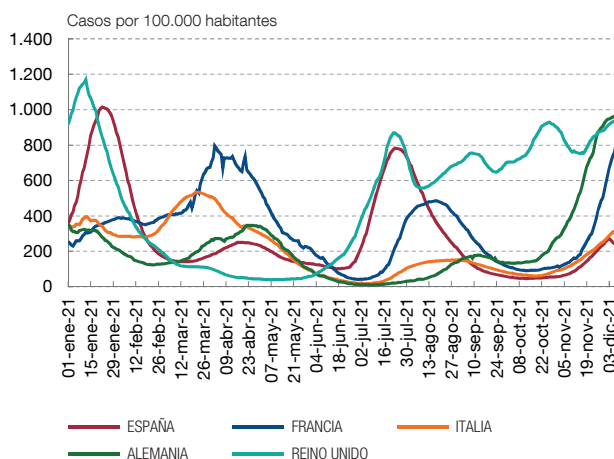
2 INDICADORES DE MOVILIDAD LOCAL. LUGARES DE OCIO Y DE COMERCIO AL POR MENOR, ESTACIONES DE TRANSPORTE PÚBLICO Y LUGARES DE TRABAJO



3 VENTA DE GASOLINAS Y GASÓLEOS (SUMA MÓVIL DE CUATRO DÍAS)



4 INCIDENCIA ACUMULADA EN 14 DÍAS



FUENTES: Comisión Europea, IHS Markit, Google, Dirección de Estudios de Repsol y Our World in Data.

a Desviación porcentual respecto a la movilidad observada en un período de referencia antes de la pandemia (del 3 de enero al 6 de febrero de 2020). Se representan las medias móviles de siete días.



cuarto trimestre. La desaceleración prevista en el ritmo de avance de la economía española entre octubre y diciembre resulta coherente con las señales que proporcionan, entre otros indicadores, los relativos a la evolución de la confianza de los consumidores y de las empresas —que muestran una ligera flexión a la baja (véase gráfico 9.1)—, y los de movilidad y venta de carburantes —que no apuntan a mejoras significativas a lo largo del trimestre en curso (véanse gráficos 9.2 y 9.3)—. Además, el deterioro de la situación epidemiológica y la reintroducción de nuevas

restricciones para contener la expansión del virus —tanto en España como, sobre todo, en algunos de nuestros principales socios comerciales (véase gráfico 9.4)— también incidirán de forma negativa, previsiblemente, sobre el grado de dinamismo de la actividad en el tramo final de este año y a comienzos de 2022. Finalmente, la última ola de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), con información recopilada hasta la tercera semana de noviembre, apunta a una ligera rebaja de las expectativas de crecimiento de la facturación empresarial en el cuarto trimestre con respecto a las que se anticipaban tres meses antes¹⁰.

El empleo ha seguido mostrando un elevado dinamismo en el cuarto trimestre

En octubre y noviembre, la afiliación total se comportó mejor de lo que históricamente es habitual en estos meses, lo que permitió que el nivel de esta variable superara en noviembre en un 1 % al registrado en febrero de 2020. Además, en este período el número de trabajadores en ERTE continuó descendiendo, hasta situarse algo por encima de los 125.000 trabajadores al final de noviembre, 800.000 menos que en febrero de 2021 (máximo anual). Como resultado de estos desarrollos, se estima, a falta de la información sobre el nivel medio de los trabajadores en ERTE en noviembre, que la afiliación efectiva se habría situado en dicho mes un 0,3 % por encima de su nivel precrisis, frente a la brecha negativa del 1,2 % observada, en promedio, en el tercer trimestre del año (véase gráfico 10.1). En línea con esta evolución del empleo, se prevé, en el cuarto trimestre, un repunte de las horas totales trabajadas y un descenso de la tasa de paro —hasta el 14,3 %—, en un contexto en el que se mantendría la recuperación de la tasa de actividad (véase gráfico 10.2).

En un entorno económico y sanitario en el que prevalece una elevada incertidumbre, el crecimiento del producto en el cuarto trimestre se apoyaría, en buena medida, en el avance del consumo y en la inversión

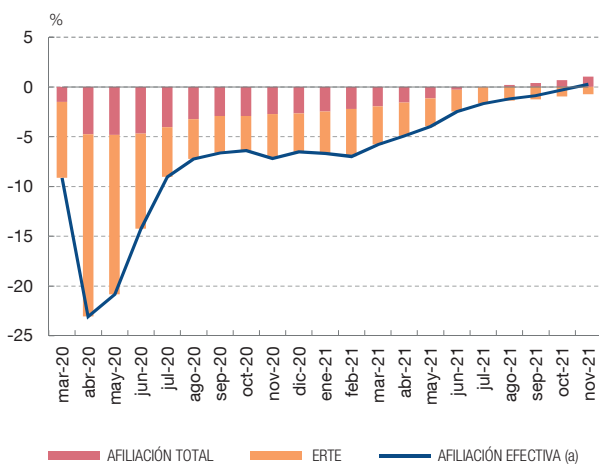
Si bien el deterioro durante las últimas semanas de la situación sanitaria y la reintroducción de algunas medidas de contención de la pandemia podrían lastrar la evolución del consumo privado en el tramo final del año, en el conjunto del cuarto trimestre se espera que este componente de la demanda avance ligeramente. Este mayor gasto, que sería coherente con la mejora continuada que ha venido observándose en el mercado laboral durante los últimos meses, se materializaría fundamentalmente en ciertas partidas de los servicios, mientras que —como apuntan el índice de comercio al por menor y las matriculaciones

¹⁰ Véase «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: noviembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

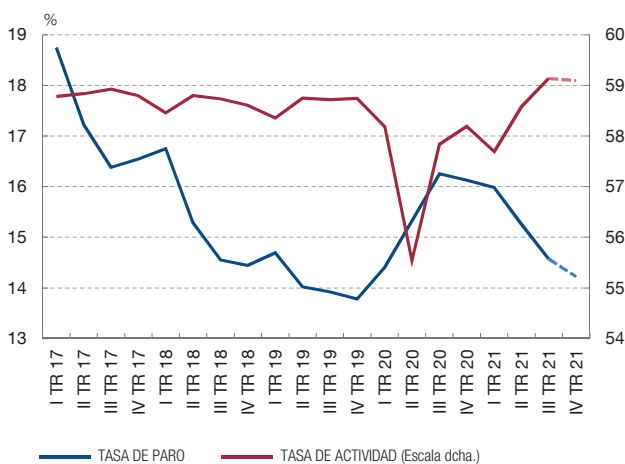
PROSIGUE LA MEJORÍA DEL EMPLEO, CON AUMENTOS DE LA AFILIACIÓN Y DESCENSOS DE LOS TRABAJADORES EN ERTE

En los dos primeros meses del cuarto trimestre, la afiliación total continuó mejorando hasta situarse un 1 % por encima del nivel observado en febrero de 2020 y los trabajadores en ERTE disminuyeron hasta los 125.632 trabajadores, lo que permitió situar a la afiliación efectiva un 0,3 % por encima de su nivel precrisis. En línea con esta evolución favorable del empleo, se prevé que la tasa de paro se reduzca en el cuarto trimestre, en un contexto en el que se mantendría la recuperación de la tasa de actividad.

1 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL Y EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020 (DATOS MEDIOS DEL MES Y DESESTACIONALIZADOS)



2 TASA DE PARO Y TASA DE ACTIVIDAD



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Encuesta de Población Activa (INE) y Banco de España.

a La afiliación efectiva se calcula como la diferencia entre los afiliados totales y los trabajadores afectados por ERTE.



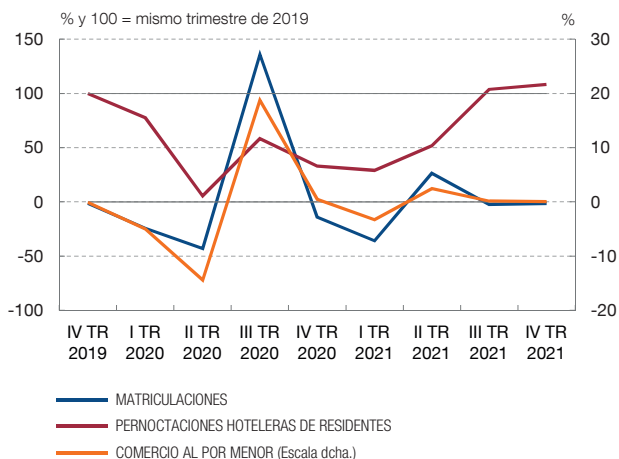
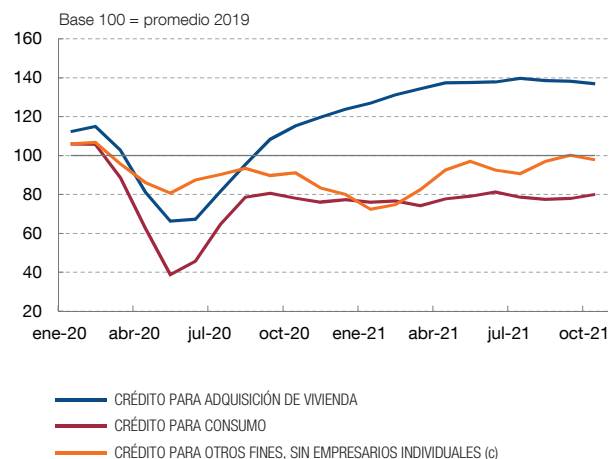
de automóviles— el consumo de bienes mostraría un menor dinamismo (véase gráfico 11.1). En cualquier caso, este mayor gasto sería compatible con una cierta atonía en la evolución del crédito a los hogares destinado al consumo —a pesar de que el coste de financiación se mantiene en este segmento en niveles históricamente reducidos—, en la medida en que los hogares han acumulado una importante bolsa de ahorro desde el comienzo del pandemia y han reducido su nivel de gasto en determinados bienes duraderos cuya adquisición habitualmente requiere de financiación externa (véase gráfico 11.2).

El mayor dinamismo reciente de la ejecución de obra nueva sugiere que la inversión en vivienda, que se ha contraído desde finales de 2020, podría repuntar en el último trimestre del año (véase gráfico 12.1). No obstante, las dificultades que ha encarado el sector de la construcción en los últimos meses en términos de la disponibilidad de determinados bienes intermedios —reflejadas, además, en un incremento apreciable de los costes (véase gráfico 12.2)— y de una cierta escasez de mano de obra podrían lastrar la recuperación de la inversión residencial en los próximos trimestres, especialmente si se mantienen durante un período prolongado. En todo caso, en los últimos meses las compraventas de vivienda han presentado una considerable fortaleza (véase gráfico 12.3), evolución

EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS SE ELEVARÍA LIGERAMENTE EN EL CUARTO TRIMESTRE

Este crecimiento sería coherente con la mejora continuada que se ha venido produciendo en el mercado laboral, y se sustentaría, en particular, en el avance del gasto en determinadas partidas de servicios, mientras que las matriculaciones de automóviles y las ventas minoristas habrían seguido mostrando una cierta debilidad. En línea con la atonía que presenta el gasto en algunos bienes duraderos y la importante bolsa de ahorro que las familias han acumulado desde el comienzo de la pandemia, el crecimiento del consumo en el cuarto trimestre sería compatible con el hecho de que el crédito a los hogares destinado a consumo haya continuado mostrando un escaso dinamismo.

1 PERNOCTACIONES HOTELERAS DE RESIDENTES, ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR Y MATRICULACIONES DE AUTOMÓVILES (a)

2 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A HOGARES (b)
Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses

FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, IHS Markit e Instituto Nacional de Estadística.

- a El gráfico recoge la variación intertrimestral de las matriculaciones y del comercio al por menor. Para las pernoctaciones hoteleras de residentes recoge la ratio, en tanto por ciento, entre las observadas en el trimestre analizado y en el mismo trimestre de 2019. Para el cuarto trimestre de 2021, el cálculo se realiza teniendo en cuenta la información disponible en la fecha de cierre de este Informe (noviembre para las matriculaciones y octubre para el comercio al por menor y las pernoctaciones de residentes).
- b Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito.
- c Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



acompañada por un comportamiento muy dinámico del nuevo crédito para su adquisición —con volúmenes claramente superiores a los registrados antes de la pandemia (véase gráfico 11.2)— y por una aceleración del precio de la vivienda en el tercer trimestre (véase gráfico 2.4).

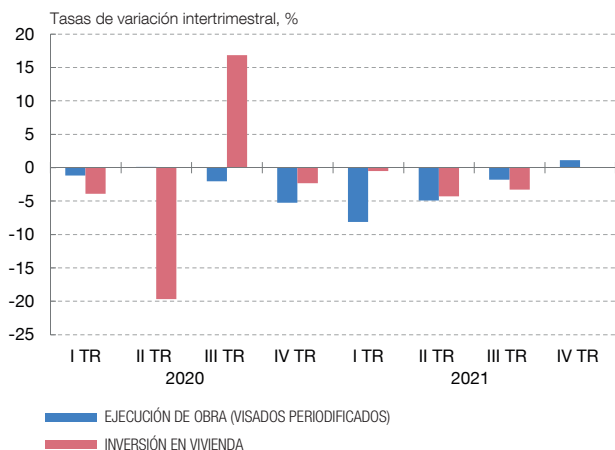
La inversión empresarial incrementaría su ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre. En este sentido apuntan tanto el indicador de confianza industrial como el de la cartera de pedidos del exterior, que, hasta noviembre, han superado los niveles alcanzados en el trimestre precedente (véase gráfico 13.1). No obstante, la persistencia de problemas de suministro por el lado de la oferta continúa provocando retrasos en los plazos de entrega en el sector manufacturero (véase gráfico 13.2) y aumentos en el porcentaje de empresas que consideran que la escasez de insumos está limitando su actividad (véase gráfico 13.3), lo que podría condicionar el dinamismo de la inversión empresarial de cara al futuro¹¹. Por otra parte, durante los

11 Para un análisis de las implicaciones que estos problemas de suministro podrían suponer para el dinamismo de la actividad económica española en los próximos trimestres, véase el recuadro 5, “El impacto potencial de los

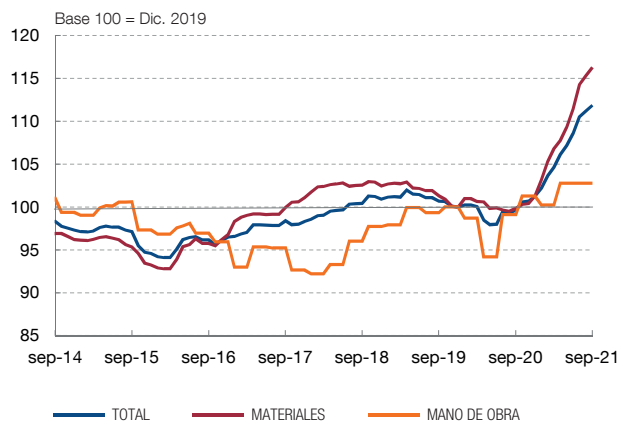
SE ESPERA QUE, TRAS LOS DESCENSOS REGISTRADOS DESDE FINALES DE 2020, LA INVERSIÓN EN VIVIENDA REPUNTE EN EL CUARTO TRIMESTRE

El mayor dinamismo reciente de la ejecución de obra nueva sugiere que la inversión en vivienda podría repuntar en el último trimestre del año. No obstante, con una perspectiva temporal más amplia, la fortaleza de esta recuperación dependerá del grado de persistencia de los cuellos de botella que han condicionado la actividad de este sector en los últimos meses y que han elevado sus costes. En todo caso, las compraventas de vivienda han presentado una considerable fortaleza a lo largo de los últimos meses, lo que habría contribuido a una aceleración del precio de la vivienda en el tercer trimestre.

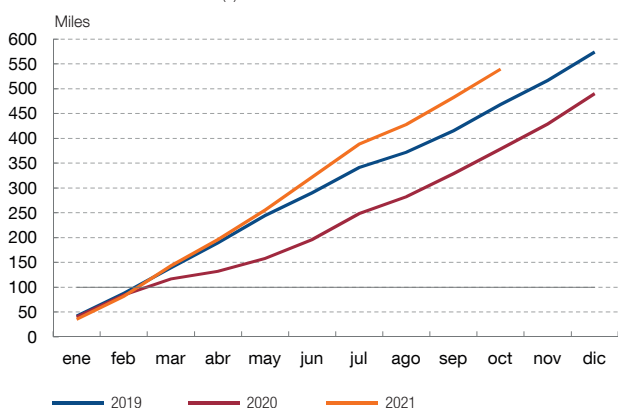
1 EJECUCIÓN DE VISADOS DE OBRA NUEVA E INVERSIÓN EN VIVIENDA



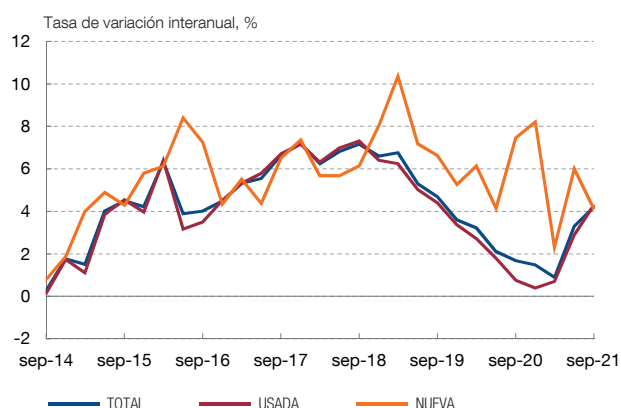
2 COSTES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



3 COMPRAVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA ACUMULADO EN EL AÑO (a)



4 ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDA



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

a El último dato disponible de compraventas para 2021 es octubre.



últimos meses el flujo de nueva financiación bancaria a las empresas ha continuado siendo relativamente débil —debido, en buena medida, a factores de demanda¹²—, mientras que las emisiones brutas de valores de renta fija por parte de las sociedades han repuntado (véase gráfico 13.4).

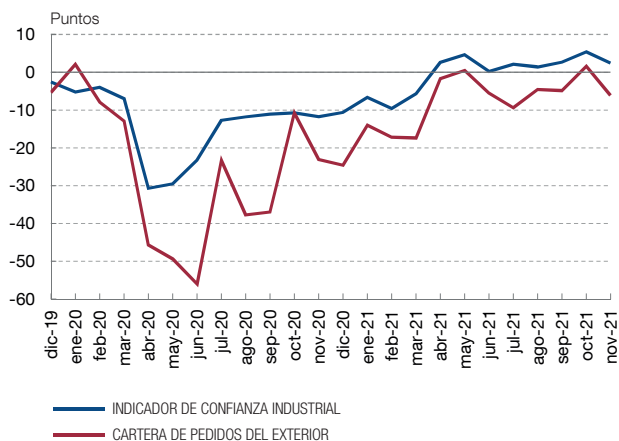
cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sobre la economía española en los próximos trimestres”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

12 Para un mayor grado de detalle en cuanto a la evolución reciente del acceso a la financiación bancaria de las pymes españolas, véase el recuadro 4, “Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la Encuesta Semestral del Banco Central Europeo”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

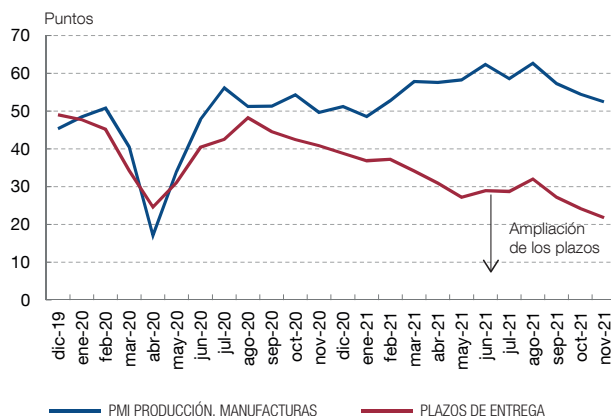
EN EL CUARTO TRIMESTRE, LA INVERSIÓN EMPRESARIAL PODRÍA MOSTRAR UN COMPORTAMIENTO ALGO MÁS DINÁMICO QUE EL OBSERVADO EN EL TRIMESTRE PRECEDENTE

La información disponible relativa al indicador de confianza industrial y al de la cartera de pedidos del exterior apunta a que la inversión en bienes de equipo e intangibles podría acelerar su ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre. No obstante, la persistencia de problemas de suministro por el lado de la oferta continúa provocando retrasos en los plazos de entrega en el sector manufacturero y aumentos en el porcentaje de empresas que consideran que la escasez de insumos está limitando su actividad. Por otra parte, el flujo de nueva financiación bancaria a las empresas ha continuado siendo relativamente débil, mientras que las emisiones brutas de valores de renta fija por parte de las sociedades han repuntado en los últimos meses.

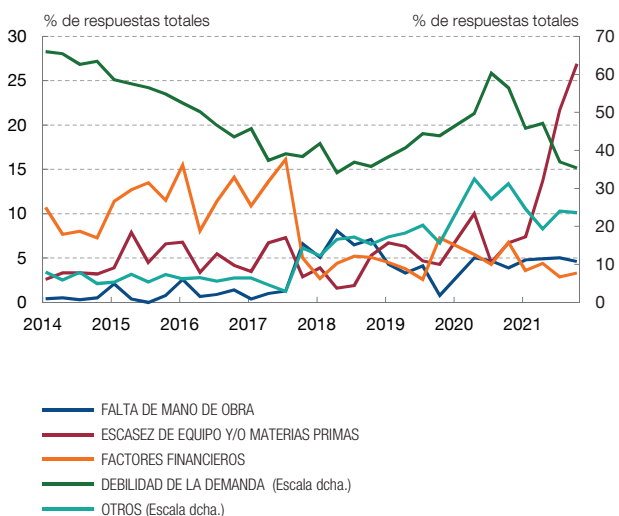
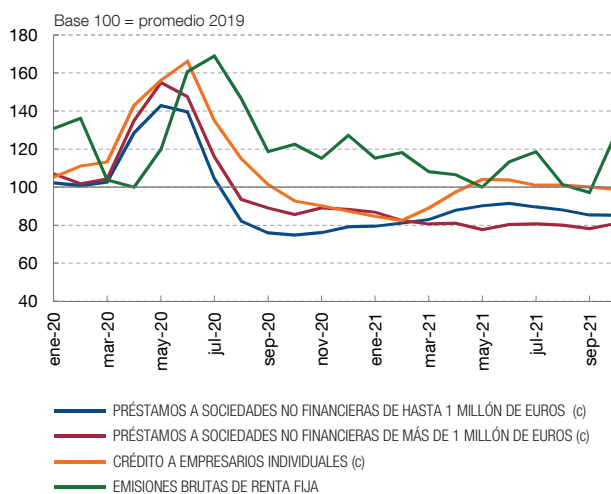
1 INDICADORES DE CONFIANZA



2 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



3 FACTORES LIMITADORES DE LA ACTIVIDAD EN LA INDUSTRIA (a)

4 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (b)
Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses

FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, IHS Markit, y Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

- a La suma de los porcentajes de respuestas de los factores mencionados junto a «ninguno» (no mostrado en el gráfico) es igual al 100 %.
b Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito.
c Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



En el cuarto trimestre se prevé que la contribución del sector exterior al avance del producto sea más modesta que en el trimestre precedente

La persistencia de determinadas disrupciones en las cadenas globales de suministro y el debilitamiento del conjunto de la actividad económica en algunos de nuestros principales socios comerciales apuntan a una ralentización en el ritmo de crecimiento interanual de las exportaciones e importaciones españolas de bienes en el cuarto trimestre. El impacto de los cuellos de botella sobre los flujos comerciales internacionales está siendo particularmente evidente en el sector del automóvil, donde tanto las exportaciones españolas de automóviles como las importaciones de ciertos componentes necesarios para su fabricación han continuado mostrando retrocesos notables en los últimos meses (véase gráfico 14.1). Por otra parte, desde finales del verano las previsiones de crecimiento de los mercados de exportación de España para el conjunto de 2021 y para 2022 se han revisado a la baja en torno a 1 pp cada año (véase gráfico 14.2)

En el conjunto del trimestre, se espera que las exportaciones de turismo continúen recuperándose. No obstante, en el tramo final del año la intensidad de este proceso puede verse lastrada por el deterioro de la evolución sanitaria en España y en los principales mercados emisores de turistas hacia nuestro país observado en las últimas semanas. En efecto, algunos indicadores del comportamiento de los flujos turísticos, solo disponibles hasta octubre, ponen de manifiesto que, a comienzos del cuarto trimestre, el ritmo de recuperación del turismo internacional en España se aceleró (véase gráfico 14.3), gracias a los mercados alemán y francés, y a la mejoría registrada en el último mes en el británico. No obstante, de acuerdo con la evolución más reciente del tráfico aéreo de pasajeros, estas dinámicas relativamente favorables se habrían visto sensiblemente frenadas en las últimas semanas coincidiendo con el incremento en el número de contagios en Europa y en España, y con el restablecimiento de diversas medidas de contención de la pandemia en muchas de estas economías (véase gráfico 14.4).

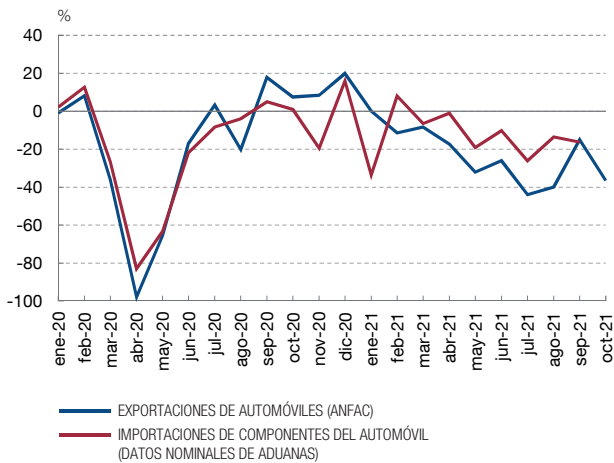
El déficit de las AAPP continuó reduciéndose en el tercer trimestre de 2021, en términos interanuales, y podría cerrar el ejercicio por debajo de la referencia del 8,4 % del PIB establecida por el Gobierno

En los nueve primeros meses del año, el déficit de las AAPP, excluidas las Corporaciones Locales, se situó en el 4,2% del PIB, 2,7 pp menos que en el mismo período de 2020 (véase gráfico 15.1). Esta evolución se ha visto favorecida por el notable dinamismo que han mostrado los ingresos públicos en los últimos meses, hasta situarse holgadamente por encima de los niveles alcanzados antes de la pandemia (véase gráfico 15.2). Por su parte, los gastos —que también superan los registros previos a la crisis— se han acelerado en los últimos meses, impulsados por el aumento de las transferencias de capital al sector privado como consecuencia,

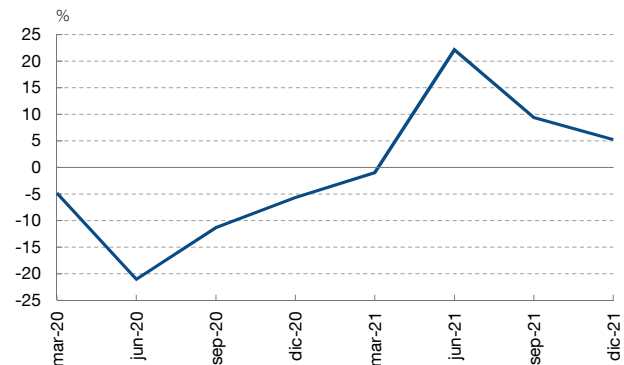
LOS INTERCAMBIOS COMERCIALES CON EL EXTERIOR CONTINUARÍAN AVANZANDO, AUNQUE MODERARÍAN SU DINAMISMO

La persistencia de determinadas disrupciones en las cadenas globales de suministro y el debilitamiento del conjunto de la actividad económica en algunos de nuestros principales socios comerciales apuntan a una ralentización en el ritmo de crecimiento de las exportaciones e importaciones españolas de bienes en el cuarto trimestre. Por su parte, las exportaciones de turismo continuarían con su recuperación en el conjunto del trimestre, si bien, en el tramo final del año, la intensidad de este proceso se verá previsiblemente lastrada por el deterioro que ha tenido lugar durante las últimas semanas en la evolución sanitaria de España y de los principales mercados emisores de turistas hacia nuestro país.

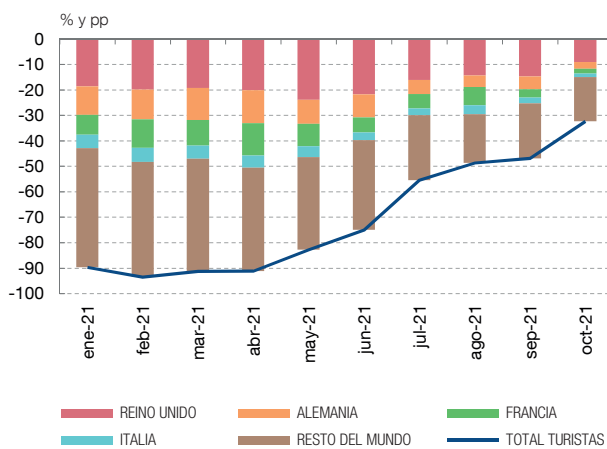
1 EXPORTACIONES DE AUTOMÓVILES (UNIDADES)
Tasas de variación sobre las mismas fechas de 2019



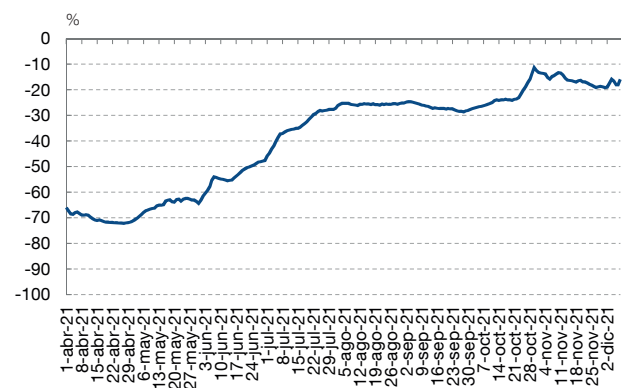
2 MERCADOS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA
Tasas de variación interanual



3 LLEGADAS DE TURISTAS INTERNACIONALES
Tasas de variación sobre las mismas fechas de 2019 y contribuciones por países



4 EVOLUCIÓN DEL TRÁFICO AÉREO EN LOS AEROPUERTOS ESPAÑOLES
Tasas de variación sobre las mismas fechas de 2019; media móvil de siete días



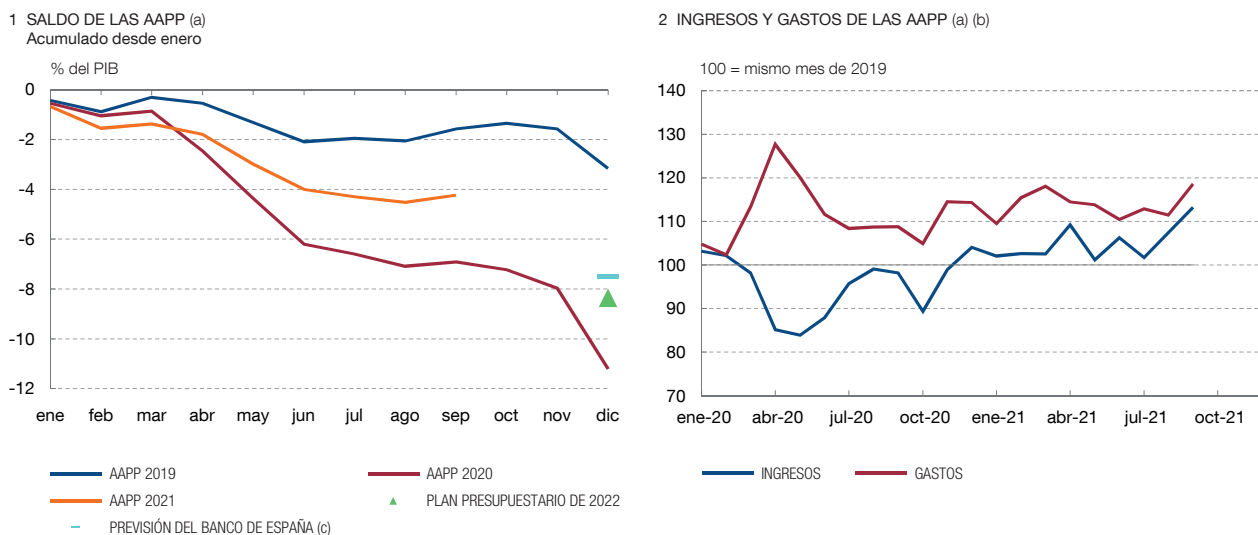
FUENTES: Anfac, Departamento de Aduanas, Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Eurocontrol.

entre otros factores, de las ayudas a la solvencia empresarial aprobadas el pasado mes de marzo.

Aunque incompleta, la información disponible acerca del grado efectivo de ejecución del programa NGEU apunta a que el volumen de fondos que se utilizará este año podría ser sensiblemente inferior al anunciado inicialmente

EN LOS ÚLTIMOS MESES, EL DÉFICIT DE LAS AAPP HA SEGUIDO REDUCIÉNDOSE CON RESPECTO AL OBSERVADO EN EL MISMO PERÍODO DE 2020

En los nueve primeros meses de 2021, el déficit de las AAPP, excluidas las Corporaciones Locales, se situó en el 4,2 % del PIB, 2,7 pp menos que en el mismo período del año anterior. Esta evolución se ha visto favorecida por el notable dinamismo que han mostrado los ingresos públicos en los últimos meses, si bien el gasto público también se habría acelerado recientemente.



FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Plan Presupuestario de 2022 (octubre de 2021).

- a Los datos mensuales se refieren al agregado de AAPP sin CLLL, ya que la IGAE no publica información mensual para el conjunto de las AAPP.
 b Excluyendo las transferencias entre AAPP y corregido del impacto transitorio de reversiones al sector público de varios tramos de autopistas en enero de 2020 y septiembre de 2021, y de la reclasificación de la Sareb como AAPP en diciembre de 2020.
 c Proyecciones macroeconómicas de la economía española de diciembre.



por el Gobierno. En efecto, hasta octubre, de los 26,6 mm de euros en créditos que se han de financiar con los fondos europeos del programa NGEU incluidos en el Presupuesto del Estado para 2021, únicamente se habían reconocido gastos por importe de 9,2 mm de euros, incluyendo tanto los relativos al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia como los referidos al REACT-EU. El grueso de dicho importe corresponde a transferencias a otras AAPP, que son las que tendrán que ejecutar finalmente el gasto¹³.

Los Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para 2022 se encuentran actualmente en fase de discusión en el Senado, tras su aprobación inicial por el Congreso. El Proyecto de Presupuestos y el Plan Presupuestario enviado a Bruselas anticipan que el déficit del conjunto de las AAPP se reducirá desde el 8,4 % del PIB previsto por el Gobierno en 2021 hasta el 5 % del PIB en 2022. Esta

13 Como fuente de información alternativa, la web del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, que recoge las convocatorias previas a la ejecución del gasto, contenía, a principios de diciembre, ofertas por valor de 10.236 millones de euros, de los cuales 5.662 millones corresponderían a convocatorias con fecha de cierre en 2021.

evolución positiva respondería, principalmente, a la mejora de la situación económica y a la reducción de los gastos relacionados con la crisis sanitaria. En relación con el programa NGEU, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado incorpora créditos que se han de financiar con estos fondos en 2022 por un importe de 26,4 mm de euros, cuantía similar a la incluida en los Presupuestos de 2021 (26,6 mm de euros).

La inflación general ha repuntado intensamente en los últimos meses, impulsada principalmente por la aceleración del componente energético de los precios, pero también por un aumento —aunque más moderado— del componente subyacente

En noviembre, la tasa de crecimiento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se elevó hasta el 5,5 %, prolongando así la senda alcista que la inflación general ha mantenido desde finales de 2020 (véase gráfico 16.1). Como en los meses precedentes, el repunte de los precios se explica, fundamentalmente, por la aceleración de los precios energéticos (véase gráfico 16.2). Así, la contribución del componente energético a la tasa de inflación observada en noviembre ascendió a 3,4 pp, de los cuales 1,4 pp correspondieron al encarecimiento de la electricidad, que refleja, a su vez, los incrementos de precios del gas natural y, en menor medida, de los derechos de emisión de CO₂ que se han venido produciendo en los mercados internacionales a lo largo de los últimos meses. En concreto, estos factores explicarían, de forma aproximada, un 80 % y un 10 %, respectivamente, del aumento de los precios de la electricidad en lo que va de año¹⁴. Por su parte, las distintas medidas que el Gobierno español aprobó a mediados de septiembre —entre las que destacan la reducción de las cargas fiscales al sistema eléctrico hasta enero de 2022 y el refuerzo del bono social para consumidores vulnerables hasta abril de ese año— habrían mitigado parcialmente el impacto de los elevados precios en el mercado mayorista de la electricidad sobre las tarifas pagadas por los consumidores.

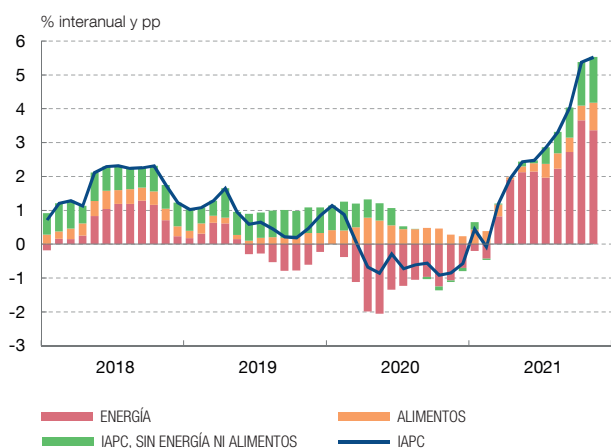
La inflación subyacente —esto es, el IAPC sin energía ni alimentos— también ha aumentado en los últimos meses, principalmente debido al repunte en los precios de los servicios. En particular, la inflación subyacente alcanzó un 1,6 % interanual en noviembre, una tasa notablemente superior a la observada, en promedio, tanto durante la primera mitad del año (un 0 %) como durante el tercer trimestre (un 0,7 %). Este repunte de la inflación subyacente responde, fundamentalmente, a la aceleración de los precios de algunos servicios vinculados con el turismo y el ocio, tras el acusado descenso que estos registraron el año pasado. Por ejemplo, los precios de los servicios de alojamiento registraron un

14 Para más detalles, véase, M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), *El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

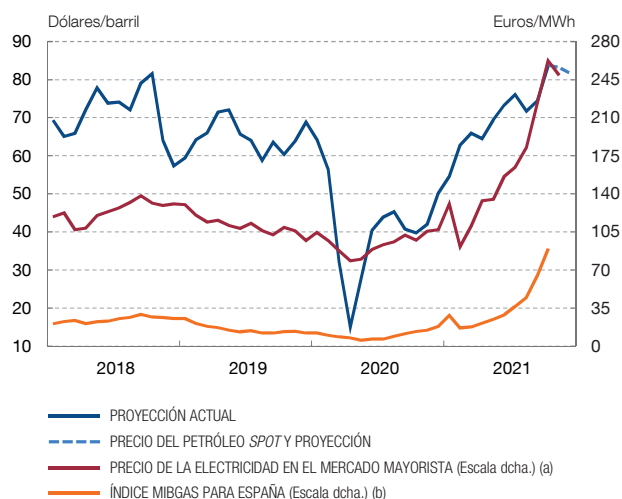
SE MANTIENE LA TENDENCIA ALCISTA EN LA SENDA DE INFLACIÓN

La inflación general ha continuado aumentando en España en los últimos meses —de forma algo más intensa que en el conjunto de la UEM—, impulsada por el componente energético de los precios pero también por un moderado incremento de la inflación subyacente. No obstante, el repunte de la inflación aún se concentra en una proporción relativamente reducida de bienes y de servicios. En la medida en que la mayoría de los factores que han determinado el reciente repunte de la inflación parecen tener una naturaleza predominantemente temporal, cabría esperar que, en ausencia de perturbaciones adicionales, la tasa de crecimiento de los precios se desacelere gradualmente a lo largo de 2022. No obstante, los riesgos asociados a estas perspectivas en cuanto a la evolución futura de la inflación son netamente al alza y no pueden descartarse tensiones inflacionistas adicionales a través de efectos indirectos y de segunda vuelta.

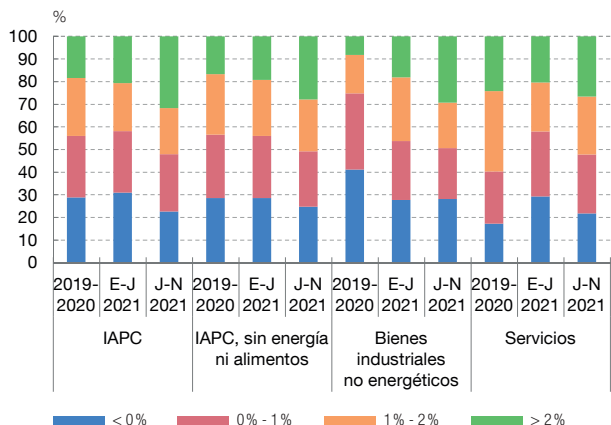
1 INFLACIÓN EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



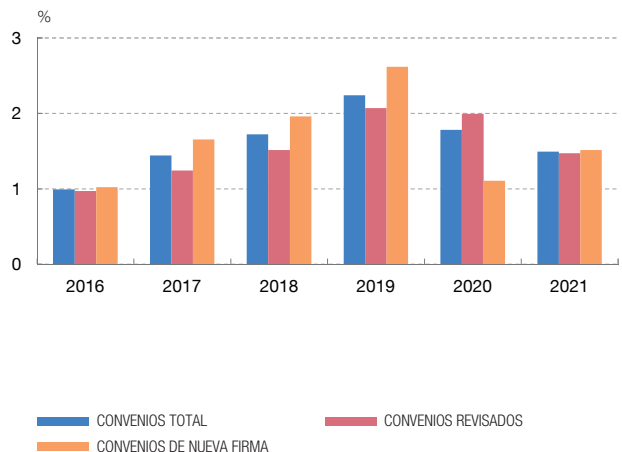
2 PRECIO DEL PETRÓLEO Y DE LA ELECTRICIDAD



3 PORCENTAJE DE CLASES DEL IAPC EN CADA RANGO DE CRECIMIENTO (c)



4 INCREMENTOS SALARIALES PACTADOS SEGÚN FECHA DE FIRMA (d)



FUENTES: Banco de España, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Red Eléctrica de España, Reuters, Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS), y Ministerio de Trabajo y Economía Social.

- a Término de energía del precio voluntario para el pequeño consumidor, que incluye precio de producción, peajes y cargos.
- b 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.
- c Porcentajes medios 2019-2020, enero-junio de 2021 y julio-octubre de 2021.
- d Datos de 2021, hasta noviembre.



descenso del 12,7 % interanual en el promedio del primer semestre, mientras que aumentaron un 6,8 % en el tercer trimestre y un 14,5 % en noviembre.

También habría contribuido al aumento de la inflación subyacente el mayor ritmo de crecimiento que han evidenciado recientemente los precios de determinados bienes industriales no energéticos. En algunos casos, la aceleración de estos precios reflejaría, principalmente, el considerable impacto que el incremento de los precios energéticos supone sobre los costes de producción de estos bienes. En otros casos, sin embargo, dicha aceleración se debería al notable encarecimiento que ciertos consumos intermedios no energéticos —básicos en la producción de estos bienes— o el transporte marítimo han sufrido como consecuencia de los cuellos de botella que se han venido observando en las cadenas globales de suministro en los últimos meses. En cualquier caso, el porcentaje de bienes industriales no energéticos que muestran tasas de inflación superiores al 2 % se ha incrementado de forma muy notable a lo largo de este año, pasando del 6 % en enero al 34 % en noviembre (véase gráfico 16.3). No obstante, cabe reseñar que, en el conjunto del IAPC general, la proporción de partidas que presentan tasas de inflación negativas o inferiores al 1 % sigue siendo relativamente elevada (alrededor del 40 %).

En la medida en que el repunte reciente de los precios energéticos está siendo un fenómeno eminentemente global¹⁵, la inflación general también se ha acelerado intensamente en la mayoría de las economías de nuestro entorno. Así, por ejemplo, de acuerdo con la estimación de avance de Eurostat, la inflación en el conjunto del área del euro habría alcanzado en noviembre su nivel más elevado desde la puesta en marcha la Unión Económica y Monetaria: el 4,9 %. El diferencial positivo de inflación que España ha venido manteniendo con respecto del área del euro en los últimos meses responde, fundamentalmente, a un encarecimiento relativamente más acusado de los precios energéticos en nuestro país¹⁶. Por el contrario, la brecha de inflación con el área del euro sigue siendo claramente negativa en el caso del resto de los bienes y servicios (-0,5 pp en octubre).

Dado que la mayoría de los factores que han determinado el reciente repunte de la inflación parecen tener una naturaleza predominantemente temporal, cabría esperar que, en ausencia de perturbaciones adicionales, la tasa de crecimiento de los precios se desacelere gradualmente a lo largo de 2022. En este sentido apuntan, por ejemplo, los precios que se cotizan para muchas de las materias primas energéticas en los mercados de futuros internacionales. Por su

15 Para una descripción de los principales determinantes del reciente repunte de los precios de las materias primas energéticas y un análisis de su impacto económico global, véase el recuadro 2, “Un análisis del impacto económico global del reciente encarecimiento de las materias primas energéticas”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

16 En España, la contribución de los precios energéticos ha sido mayor, al tener estos bienes un peso más elevado en nuestra cesta de consumo y al reaccionar los precios minoristas de la electricidad a las variaciones de los precios mayoristas en mayor medida en nuestro país que en el promedio del área del euro.

parte, las previsiones de la mayoría de los analistas contemplan que los desajustes entre la oferta y la demanda que se han observado a escala global en los últimos meses, especialmente en el ámbito de las manufacturas, podrían extenderse más allá de lo anticipado hace unos meses, si bien deberían corregirse paulatinamente a lo largo de los próximos trimestres.

Con todo, los riesgos asociados a estas perspectivas en cuanto a la evolución futura de la inflación se encuentran orientados al alza¹⁷. En primer lugar, los repuntes observados en los últimos trimestres en los precios de la energía y los cuellos de botella en las cadenas de suministros han sido, sistemáticamente, más acusados y persistentes de lo que se esperaba inicialmente. De cara al futuro, un hipotético recrudecimiento de las tensiones geopolíticas podría reavivar las presiones sobre los precios del gas en Europa. Además, cabe la posibilidad de que el despliegue simultáneo de los proyectos del NGEU en diversos países aliente una prolongación de las presiones de demanda sobre la oferta de determinados productos. En segundo lugar, no pueden descartarse tensiones inflacionistas adicionales a través de efectos indirectos y de segunda vuelta. En este sentido, cabe reseñar que, en nuestro país, con datos hasta noviembre, los convenios colectivos de nueva firma, que son los que reflejan con mayor prontitud los cambios en la situación económica, ya empiezan a mostrar, si bien de forma aún muy moderada, una aceleración en el incremento salarial pactado para 2021 (hasta el 1,5 %) (véase gráfico 16.4). En cualquier caso, la intensidad de estos riesgos al alza se ve mitigada por el mantenimiento de expectativas moderadas de aumentos de precios en el medio plazo, de acuerdo con la información procedente tanto de las encuestas a expertos en previsión económica como de los precios negociados en los mercados financieros.

Fecha de cierre: 15.12.2021.

Fecha de publicación: 17.12.2021.

17 Véase el recuadro 1, "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2024): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2021", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.