

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,

Cuadro 1

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.

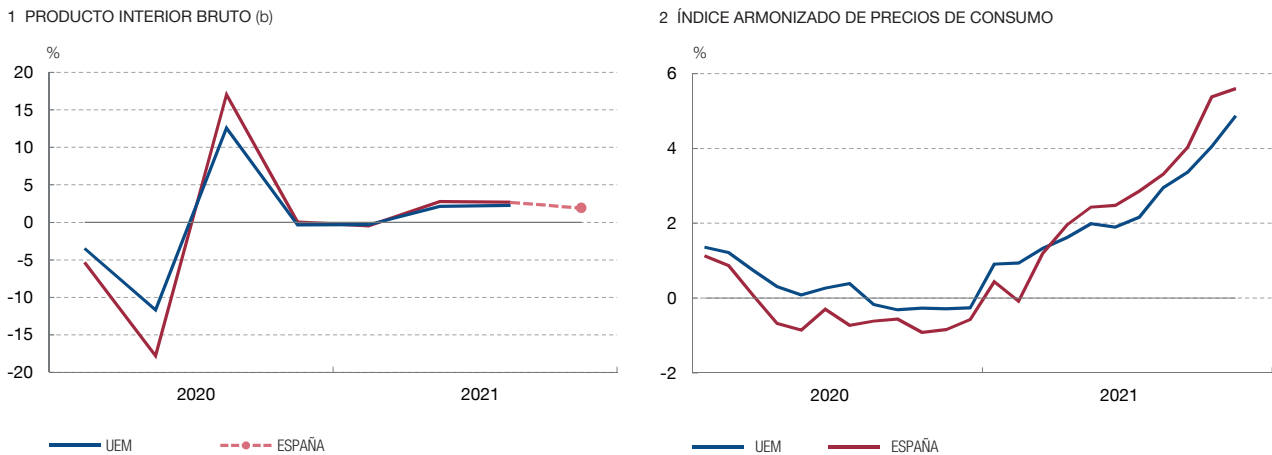
que en las economías avanzadas, como consecuencia de las menores tasas de vacunación). Además, más recientemente, la velocidad de la recuperación se está viendo limitada, en algunas de estas economías, por el endurecimiento de la política monetaria inducido por el aumento de la inflación.

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 — Duración del episodio actual de encarecimiento de la energía y de fuerte repunte de la inflación, y posibles efectos indirectos y de segunda vuelta
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"> — 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.