

Una coyuntura condicionada transitoriamente por la inflación

COYUNTURA ECONÓMICA

N.º 75 - Diciembre 2021



Una coyuntura condicionada transitoriamente por la inflación



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Este informe, segundo de los que se publican en el presente año, ha sido elaborado por el IEE a partir de las conclusiones obtenidas en su reunión de Coyuntura semestral, celebrada el día 30 de noviembre de 2021, en la que participaron los principales expertos españoles en coyuntura económica, y con las ponencias extraordinarias de José Ramón Díez Guijarro, director de Economía y Mercados Internacionales. Planificación Estratégica y Estudios de CaixaBank; Antonio Merino, director de estudios de Repsol; y Óscar Arce, director general de Economía y Estadística del Banco de España.

El Instituto de Estudios Económicos (IEE) agradece la colaboración, como autores principales, de los investigadores asociados Edita Pereira Omil, Paloma Blanco Ramos, Adrián González Martín, María del Carmen Vizcaya León y Nicolás Vicente Regidor, junto con Carlos Ruiz Fonseca, del Servicio de Estudios del IEE.

© 2021 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS
C/ Príncipe de Vergara, 74, 6.ª planta • 28006 Madrid
Tel.: 917 820 580
iee@ieemadrid.com
www.ieemadrid.es

Maquetación: D. G. Gallego y Asociados, S. L.
gallego@dg-gallego.com

Diciembre 2021

Documento digital PDF

Se autoriza la difusión por terceros de esta publicación, de forma total o parcial, siempre y cuando quede reflejado inequívocamente que la autoría de la misma es del Instituto de Estudios Económicos. En este caso, rogamos que nos envíen una copia de la referencia al IEE.

ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO	6
--------------------------------	----------

UNA COYUNTURA CONDICIONADA TRANSITORIAMENTE POR LA INFLACIÓN	13
---	-----------

1. Economía mundial.....	13
1.1. Introducción. Mayor incertidumbre y riesgos para la economía global	13
1.2. Los organismos internacionales revisan a la baja sus previsiones de crecimiento	14
1.2.1. Estados Unidos.....	16
1.2.2. Eurozona	18
1.2.3. China	19
1.2.4. Economías emergentes	20
1.3. Inflación y endurecimiento de la política monetaria, riesgos para el crecimiento mundial.....	21
1.4. El incremento de los precios de las materias primas y de la energía	22
2. Economía española.....	23
2.1. La actividad pierde dinamismo en la parte final del año.....	24
2.2. El incremento de la inflación puede condicionar el crecimiento.....	25
2.3. Positiva evolución del mercado laboral	27
2.4. Buenas perspectivas para la economía española, aunque con riesgos e incertidumbres	29
3. Una reflexión sobre la inflación y la necesidad de evitar su enquistamiento en la economía española.....	33



ÍNDICE DE CUADROS

CUADRO 1

Previsiones del FMI (octubre 2021), de la Comisión Europea (noviembre 2021) y de la OCDE (diciembre 2021)	15
--	----

CUADRO 2

Previsiones económicas para España	30
--	----



Resumen Ejecutivo

La economía mundial, aunque continúa siendo sólida, está perdiendo dinamismo en los últimos meses, al tiempo que aumentan los desequilibrios. El freno en el ritmo de vacunación en algunos países y las nuevas variantes de la covid-19 aumentan la incertidumbre y los riesgos sobre la evolución del crecimiento global.

Al margen de la pandemia, **las mayores preocupaciones se centran en el aumento de la inflación y en los problemas de la producción y distribución a escala mundial**, derivados de los cuellos de botella existentes debido a los desajustes entre oferta y demanda, que, además, pueden tener un carácter algo menos transitorio que lo estimado unos meses atrás.

Hay que señalar que **bastantes economías y sectores aún no han podido normalizar su actividad** para dar respuesta a una demanda que ha crecido muy rápidamente, y que **las restricciones que puedan adoptarse sobre la actividad y la movilidad para contener los nuevos brotes de la pandemia pueden acrecentar, al menos en el corto plazo, los problemas de cuellos de botella**, ralentizando el crecimiento y presionando los precios al alza.

A este contexto **hay que unir los elevados niveles de inflación que se están registrando en algunas regiones**, en máximos de las últimas décadas, **que pueden acelerar el proceso de normalización de las políticas monetarias por parte de los bancos centrales**, situación que ya se está produciendo en varios países, principalmente entre las economías en desarrollo, cuyas autoridades monetarias disponen de menores márgenes de maniobra.

Ante este escenario, **los principales organismos internacionales están revisando a la baja sus previsiones**, situando el crecimiento mundial entre el 5,6% y el 5,9% para el presente año, considerando que habrá una desaceleración en el corto plazo por los problemas señalados anteriormente, mientras que, para 2022, el PIB global aumentará entre un 4,5% y un 4,9%, para volver, en 2023, a ritmos más moderados, con ratios próximas a las de los años anteriores a la crisis.

También **destaca la disparidad en el ritmo de recuperación tanto entre regiones como entre sectores**. Por países, el crecimiento ha perdido intensidad, primero, en China, que fue donde se inició la recuperación, y también en Estados Unidos tras un crecimiento vigoroso en la primera mitad del año. Por su parte, en la eurozona la recuperación está siendo más tardía y ha mostrado su mayor fortaleza en el segundo y en el tercer trimestre del presente año, aunque se espera que pierda dinamismo en el cuarto trimestre, acusando un aumento de los contagios, los retrasos en los suministros y los elevados precios de la energía.



Por otro lado, **los organismos internacionales insisten en el carácter transitorio de la mayor parte de los factores que están presionando la inflación al alza**. Aunque no se espera que se reduzca en los próximos meses, tradicionalmente marcados por una elevada demanda de consumo y de energía, sí se estima que **a partir de la primavera los desajustes entre oferta y demanda comiencen a reducirse, y que la inflación, en la segunda mitad del año 2022, se sitúe en las economías avanzadas alrededor del 2%**, algo por encima de los niveles prepandemia, y en las emergentes en el entorno del 4%. No obstante, **hay algunos factores que pueden tener un componente más estructural**, como pueden ser los derivados de la transición energética, que conllevará un incremento en la demanda de determinados metales, con la consiguiente presión al alza sobre los precios de los mismos, y de los bienes que los emplean en su producción.

Para el cuarto trimestre se prevé que Estados Unidos recupere cierto dinamismo, aunque inferior al mostrado en la primera mitad del año. **Los retrasos en los suministros y el aumento de los precios energéticos están presionando fuertemente la inflación, que se ha situado en el 6,8% en noviembre**, máximo en casi cuarenta años. Además, a pesar de la moderación en el ritmo de creación de empleo, **la tasa de paro se ha reducido al 4,2%**, apenas siete décimas por encima de los niveles previos a la pandemia, presionando al alza los salarios. **Esta situación ha llevado a la Reserva Federal a anunciar una aceleración en el recorte de compras de bonos, que prepara el terreno para que los tipos de interés suban hasta tres veces el próximo año**, situándose entre el 0,75% y el 1% a finales de 2022.

En la eurozona se espera que el crecimiento se modere en el cuarto trimestre, acusando el aumento de contagios, principalmente en los países de Centroeuropa, y las posibles restricciones a la actividad y a la movilidad que puedan producirse. También, el incremento de los precios de la energía, principalmente del gas, puede dañar, en parte, a la recuperación, así como los problemas derivados de los cuellos de botella que afectan, sobre todo, a los sectores manufactureros. Por su parte, **la inflación también está aumentando, si bien el BCE insiste en el carácter transitorio de la mayor parte de sus componentes y, aunque ha anunciado que irá reduciendo progresivamente la compra de bonos, no contempla, de momento, incrementos de tipos durante el próximo año**.

En China se prevé que el crecimiento del cuarto trimestre sea algo mejor que el del tercero, aunque continuará siendo bastante discreto. El proceso de **transición energética para reducir emisiones está afectando a la producción de algunas industrias**, principalmente a las más intensivas en energía, **a lo que hay que unir los problemas que atraviesan algunas de las mayores empresas de su sector inmobiliario**, lo que afectará negativamente al crecimiento de su economía, al menos en el corto plazo.

Entre las economías emergentes el comportamiento también será desigual, condicionadas por la evolución de la vacunación y de la pandemia, por el dinamismo de las zonas con las que tienen mayor interacción y por su especialización productiva, entre otros factores. Así, **los países productores de materias primas se están viendo favorecidos por el incremento de los precios de las mismas**, mientras que aquellos más dependientes de actividades ligadas al



turismo pueden acusar las restricciones a la movilidad de las personas. Por su parte, **en los países de menor renta la situación es más complicada** debido a su mayor dificultad para acceder a las vacunas y por los problemas que supone el encarecimiento de las materias primas y de los alimentos para sus economías.

Los elevados niveles de inflación en numerosos países, destacando entre ellos Estados Unidos, está provocando un endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales. Desde el pasado verano se han producido incrementos notables de los tipos de interés en Brasil y Rusia, algo menos intensos en países como Chequia, Chile, Hungría y Perú, y más suaves en Polonia, Colombia, México, Nueva Zelanda y recientemente el Banco de Inglaterra. Otros bancos centrales, como los de Canadá y Australia, también han dejado señales claras de que en los próximos meses tienen pensado acometer incrementos en sus tipos de interés. Mientras, **la Reserva Federal de Estados Unidos ha acelerado la reducción de su programa de compra de bonos**, y contempla llevar a cabo tres subidas de tipos a lo largo de 2022. En contraste, el BCE, de momento, muestra más calma e insiste en la transitoriedad de la mayor parte de los factores inflacionistas. No obstante, ya ha adelantado que irá reduciendo progresivamente las compras de bonos.

En cuanto a los precios de las materias primas, apuntan a una moderación de su crecimiento en los últimos meses, en parte por un menor efecto base y también por una cierta contención de los precios, aunque mantienen niveles muy superiores a los registrados antes de la pandemia. Por su parte, **los precios de la energía siguen al alza, impulsados por el encarecimiento del carbón, y principalmente del gas natural**, debido a la fuerte demanda del mismo, fundamentalmente en China y en Europa. **El petróleo también está en niveles elevados con respecto a los precios de los últimos años, aunque en las últimas semanas se ha moderado algo**, ante el temor a que la variante ómicron pueda retrasar el ritmo de recuperación de la economía mundial.

Hay que señalar que **una parte del incremento de los precios de la energía**, que tendrá efectos sobre determinados metales y también sobre los precios de los alimentos, **se prevé que tenga un carácter más estructural que temporal, ya que está ligado al proceso de transición energética**, que es muy exigente en China y también será intenso en Europa y en otros países.

La economía española ha continuado ganando dinamismo en la segunda mitad de 2021, si bien la recuperación está siendo menos intensa de lo esperado. Algunos de los factores que están lastrando la recuperación son el **menor vigor del consumo de las familias y de la inversión empresarial, la peor evolución de la demanda exterior neta y la lenta recuperación de los flujos turísticos**. Todo ello en un contexto de **aumento de los costes**, no solo los laborales sino también de las materias primas, y notables **cuellos de botella en la producción**.

En este escenario, **cabe destacar la situación del sector empresarial, que está haciendo un gran esfuerzo en contratación e inversión, al tiempo que sus costes se ven notablemente incrementados**, reduciéndose de forma significativa los márgenes empresariales.



En la parte final del año se observa una pérdida de dinamismo de la actividad, de forma que, en el cuarto trimestre, **el PIB podría registrar un avance trimestral algo más moderado que el tercer trimestre**, con lo que el crecimiento anual del PIB en 2021 no llegaría a alcanzar ni el 5%.

Con la llegada del otoño hemos asistido a un **aumento de la incidencia acumulada de coronavirus**, que viene a sumarse a otros factores que estaban ralentizando la actividad. **Los cuellos de botella en las cadenas de suministro global se estarían reflejando en la actividad industrial**. Además, **las dificultades de entrega en la cadena logística o la baja demanda en los mercados principales** están siendo también fuertes condicionantes en 2021. **La falta de equipo y/o materias primas** es, en la actualidad, la principal variable limitadora de la producción.

Uno de los principales factores de preocupación en el momento actual, y que no debe ser subestimado, es el incremento de la inflación que se está produciendo. En España, la inflación ha sufrido una notable aceleración a lo largo de 2021, situándose, en noviembre, en el 5,5%. El encarecimiento de los productos energéticos es el principal elemento inflacionista. También han desempeñado un papel importante los efectos base debidos a la acusada moderación en algunos componentes durante 2020. Las empresas afirman estar experimentando una presión creciente sobre los precios de sus consumos intermedios que, de momento, habrían trasladado solo muy parcialmente a sus precios de venta.

Uno de los efectos más preocupantes que podría derivarse del aumento de la inflación podría ser su traslación a los salarios. Sin embargo, **hasta el momento los incrementos salariales están siendo moderados**, gracias a que en los últimos años se ha reducido el porcentaje de convenios que incluyen cláusulas de salvaguarda. En el contexto actual, **los factores que están elevando la inflación se prevén transitorios y las expectativas a medio plazo se mantienen por debajo del objetivo del 2%**, por lo que no se esperan subidas de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo, al menos hasta bien entrado 2023.

La evolución del mercado laboral a lo largo de 2021 ha sido muy favorable, de forma que la mejora del empleo en los últimos meses está siendo, incluso, más intensa que la recuperación de la actividad económica. En este sentido, hay que destacar que **parece que el marco laboral actual está funcionando, contribuyendo a que la creación de empleo sea intensa frente a la recuperación de la actividad**. Por lo tanto, todos aquellos cambios que se implementen sobre dicho marco deben realizarse con cautela para no perjudicar la mejora del mercado laboral. No obstante, **este comportamiento más positivo del mercado laboral en comparación con la actividad también ha dado lugar a que se estén produciendo notables caídas de la productividad por trabajador**, lo que, a la larga, puede perjudicar a la economía española.

Además, hay que realizar algunas matizaciones con respecto a la notable mejoría del mercado laboral. En primer lugar, **todavía permanecen en ERTE un número significativo de trabajadores, más de 100.000 personas a principios de diciembre**. En segundo lugar, hay que destacar que **la recuperación del empleo está siendo desigual por sectores**. En tercer lugar, **la creación de empleo no se está trasladando por completo a las cifras de paro**, y la tasa de paro todavía es más elevada que la del mismo periodo de 2019. Y, en cuarto lugar, **el empleo, en**



términos de personas, se está recuperando más intensamente que las horas trabajadas, que todavía están por debajo de los niveles previos a la crisis. **Estos factores**, junto con una recuperación económica menos intensa de lo esperado, **obligan a mantener una nota de cautela sobre la evolución futura del mercado de trabajo, en un entorno de incertidumbres de diversa índole.**

La economía española va a continuar su proceso de recuperación en 2022, pero su dinamismo se ha moderado sustancialmente en la recta final de 2021, condicionando el escenario previsto para el próximo año. En el IEE estimamos un crecimiento del PIB del 4,6% para 2021 y del 5,2% para 2022. Los factores que van a impulsar el crecimiento en 2022 son de diferente naturaleza, entre los que destacan los **fondos europeos** y su impacto positivo en la inversión empresarial; el **tono expansivo de las políticas fiscal y monetaria**; el **ahorro embalsado de los hogares**; y la **recuperación del turismo.**

Tras el verano, las nuevas fuentes de incertidumbre, cuyos riesgos asociados han cobrado un protagonismo creciente en la recta final de 2021, han sesgado a la baja el escenario previsto para este año y para 2022. El primero de estos riesgos es la propia evolución de la pandemia. En Europa se está produciendo un repunte muy significativo de los casos y ello podría afectar al turismo internacional, a nuestras exportaciones y también al suministro de componentes y otros productos.

Desde el punto de vista económico, uno de los principales riesgos es la inflación. Las repercusiones de una alta inflación son múltiples, entre las que sobresalen las siguientes: **pérdida de poder adquisitivo de la renta familiar; aumento del gasto público, tipos de interés reales negativos**, lo que perjudica al ahorrador; y **merma de la competitividad de la economía española vía precios.** **Al aumento de precios hay que añadir las restricciones a la producción** que, según el Banco de España, podrían provocar una reducción de la tasa de crecimiento del PIB de entre dos y tres décimas en 2021, y de entre cinco y nueve décimas en 2022.

Además del **retraso de la puesta en marcha de los fondos europeos**, hay que destacar la **incertidumbre asociada a la velocidad de ejecución de estos proyectos** y al efecto multiplicador sobre la actividad.

Otro riesgo que se debe considerar es la situación de nuestras finanzas públicas, con un desequilibrio fiscal que supera el -8% del PIB en 2021 y una deuda pública que se está consolidando en el entorno del 121% del PIB. Estos niveles de deuda pública elevan nuestra vulnerabilidad financiera y pueden suponer un serio obstáculo para consolidar la recuperación económica.

Hay que señalar que **la recuperación de la economía española continúa con buenas perspectivas para los años 2021 y 2022**, aunque con más riesgos e incertidumbres de los que se contemplaban hace unos meses. **Tras la posible evolución de la pandemia, la inflación y las limitaciones a la producción son los principales riesgos económicos para que el crecimiento sea menos vigoroso**, sobre todo si estos efectos se prolongan en el tiempo, **a los que se debe**



añadir la incertidumbre regulatoria que afecta de lleno al ámbito empresarial y la propia evolución de la pandemia, que no da tregua. No obstante, **el impulso de los fondos europeos a la inversión, del ahorro embalsado al consumo de los hogares y la recuperación del turismo mantendrán crecimientos dinámicos.**

La recuperación económica que se ha producido tras la pandemia de la covid-19 está teniendo un factor común inesperado en la evolución de las distintas economías a nivel internacional, este es, la inflación. Esta reciente caracterización del comportamiento de los precios en las economías avanzadas y emergentes, más allá del efecto base de 2020, **tiene su explicación tanto por un choque de oferta, como, en menor medida, por presiones de la demanda.**

La reactivación de la oferta de bienes intermedios y de capital tras la crisis, así como el restablecimiento de los intercambios comerciales internacionales a través de distintos medios de transporte, **se está realizando de forma gradual y heterogénea a través de toda la cadena global de valor.** Este hecho, junto con otros de tipo geopolítico, está ocasionando una **elevación del precio de las materias primas, especialmente las energéticas y las de aquellos bienes necesarios para la producción** de otro tipo de bienes y servicios más cercano al consumo final de las empresas y de las familias. **A este choque proveniente de la oferta, se le une el procedente de una demanda que se recupera, en términos generales, a un ritmo mayor que el de la producción** y que encuentra en el embalse del ahorro acumulado durante la pandemia, en el mantenimiento de unas condiciones laxas de financiación y una política fiscal expansiva los estímulos necesarios para sustentar dicho crecimiento.

Este mayor aumento de los precios que el experimentado en otras fases recientes de recuperación de la actividad, fundamentalmente, en las economías avanzadas, **más allá de estar siendo considerado por los principales bancos centrales, así como por distintas instituciones internacionales como transitorio, requiere de un análisis y supervisión constante por parte de estas autoridades económicas de cara a poder constatar el grado de afectación de estos condicionantes sobre la estabilidad en precios del conjunto de la economía.**

La consecución de un marco de estabilidad en precios en el sistema económico permite alcanzar el necesario contexto de estabilidad macroeconómica y una mayor eficiencia de las políticas de oferta como factores determinantes del crecimiento potencial de la economía, así como una mejor efectividad de las políticas de demanda para graduar y compensar los efectos adversos que se puedan generar por las oscilaciones del ciclo económico. En este contexto, **la estabilidad de los precios es una condición necesaria, aunque no suficiente, para alcanzar mejores condiciones de vida, ya que, entre otros motivos, contribuye a mejorar la transparencia de los precios relativos, reduce la prima de riesgo que se aplica a los tipos de interés por la inflación favoreciendo los procesos de inversión, minimiza las distorsiones que producen los sistemas fiscales y previene las redistribuciones arbitrarias de riqueza.**

Hasta el momento, **las perspectivas sobre la evolución de los precios en las principales economías avanzadas muestran, en su escenario central, la consecución de las mayores tasas**



de variación del índice general de precios de consumo a finales de 2021, seguida de una progresiva desaceleración de esta variación de precios a lo largo del siguiente ejercicio, situándose la inflación general en torno a los niveles del 2% a mediados de 2022.

Más allá de la persistencia de los factores mencionados con anterioridad, **la incertidumbre sobre la consolidación de un proceso inflacionista se sustenta**, dada la naturaleza del proceso de recuperación económica que está operando tras la pandemia, **por el efecto que esta reciente evolución de la inflación tenga sobre las expectativas sobre los precios a largo plazo de los agentes**, esto es, que estos incorporen, endógenamente, en sus decisiones una desviación continua de la inflación con respecto al objetivo marcado, de tal forma que se traslade una mayor presión adicional sobre los precios.

Este es uno de los principales riesgos que podría materializarse sobre la economía española en el corto plazo y poner en compromiso la consolidación de la recuperación de la actividad y del empleo, por lo que es preciso que las **autoridades económicas contemplen las actuaciones más adecuadas para contener esta potencial inflacionista y, en todo caso, mantener una política nítida de comunicación que permita a los agentes ganar credibilidad sobre el compromiso con la estabilidad en precios en el medio y largo plazo y, de esta forma, reforzar el anclaje de sus expectativas sobre la inflación.**

Palabras clave: recuperación, crecimiento, inflación, previsiones, riesgos, cuellos de botella, materias primas, precios energéticos, incertidumbre, expectativas, pandemia, mercado laboral, empleo, productividad, política monetaria, deuda pública, costes laborales.



Una coyuntura condicionada transitoriamente por la inflación

1. Economía mundial

1.1. Introducción. Mayor incertidumbre y riesgos para la economía global

La economía mundial está perdiendo dinamismo en los últimos meses, lejos de la fortaleza mostrada entre abril y junio, al tiempo que están aumentando los desequilibrios, **si bien la recuperación continúa siendo sólida**, con los índices PMI instalados, claramente, en zonas de expansión. **El ritmo de vacunación**, que es muy desigual entre regiones y que, además, se está frenando en algunos países, **junto con la aparición de nuevas variantes de la covid-19, aumentan la incertidumbre y los riesgos sobre la evolución del crecimiento a nivel global**, principalmente en el corto plazo y, en particular, sobre las naciones de menor renta y más difícil acceso a las vacunas.

Al margen de la evolución que pueda tener el virus y sus variantes, **ahora la inflación y los problemas en la oferta y en la producción son las mayores preocupaciones económicas en el entorno internacional, que además pueden tener un carácter menos transitorio de lo estimado meses atrás**. El aumento de la demanda, derivado de la rápida recuperación de la economía mundial, y apoyado en el ahorro embalsado y en el auge del comercio electrónico, está generando desajustes frente a una oferta que todavía se enfrenta a una serie de dificultades. Entre ellas destaca el hecho de que **bastantes economías aún no han podido normalizar su actividad, lo que deriva en cuellos de botella en la producción**. Además, se ha producido un encarecimiento del coste de los transportes que, aunque ha remitido ligeramente en las últimas semanas, se une al aumento del precio de las materias primas y a los retrasos en las cadenas de distribución. Asimismo, cabe señalar la existencia de tensiones en el mercado laboral, con presiones salariales en algunos países y sectores, y el alza de los costes energéticos, que, en algunas regiones, también afecta a la producción de determinados bienes.

Además, las restricciones sobre la actividad y la movilidad que puedan adoptarse para contener la pandemia es probable que acrecienten los problemas de cuellos de botella existentes, ralentizando el crecimiento y presionando los precios al alza. **A ello hay que unir los elevados niveles de inflación que se están registrando en algunas regiones**, con máximos de las últimas décadas que, en la medida en que afecten a las expectativas de inflación de largo plazo, **pueden acelerar el proceso de normalización de las políticas monetarias por parte de los bancos centrales**. Esta situación, que ya se está produciendo en varios países, de nuevo influiría negativamente sobre el consumo y la inversión, detrayendo intensidad en el ritmo de crecimiento de la economía mundial.



1.2. Los organismos internacionales revisan a la baja sus previsiones de crecimiento

Este contexto de desajustes entre oferta y demanda, de retrasos en las cadenas de distribución y de elevados precios ha llevado a los principales organismos internacionales a **revisar a la baja sus estimaciones de crecimiento**. Tanto la OCDE como el FMI ha rebajado en una décima sus previsiones para el presente año, hasta el 5,6% y el 5,9% respectivamente, considerando que se producirá una desaceleración en el corto plazo por los problemas anteriormente señalados. Para 2022 han mantenido sin cambios sus previsiones de crecimiento global en el 4,5% y 4,9% respectivamente. Mientras que, para 2023, la OCDE estima que el PIB global aumentará un 3,2%, ya muy próximo a las ratios de crecimiento de los años anteriores a la crisis.

Por su parte, **la Comisión Europea ha revisado al alza las previsiones de crecimiento para la UE y para la eurozona para el presente año en dos décimas, hasta el 5%**, debido al mejor comportamiento de la actividad en el segundo y tercer trimestre. Por el contrario, **ha revisado en dos décimas a la baja sus previsiones para 2022, hasta el 4,3%**, por los efectos temporales negativos que consideran que tendrán la elevada inflación y las limitaciones a la producción (Cuadro 1).

Todos los organismos destacan la disparidad en el ritmo de recuperación tanto entre regiones como entre sectores. Por sectores, los **industriales** tuvieron una recuperación más vigorosa, que ahora se ve frenada en algunos de ellos por los problemas en la producción de determinados bienes y los retrasos en las cadenas de suministros, siendo uno de los más afectados a nivel internacional el sector de la automoción. Por su parte, en los **servicios** la recuperación ha sido más lenta, principalmente entre aquellos que tienen una mayor dependencia de las relaciones interpersonales, como turismo, viajes y ocio, que aún continúan alejados de los niveles previos a la pandemia, mientras que otros están presentando un comportamiento muy positivo.

En cuanto a los países, entre los más relevantes destaca **China**, que fue donde la recuperación se inició antes, con un notable dinamismo en la parte final de 2020, que ha ido **perdiendo pujanza** en el presente año por las restricciones contra la covid-19, el intento de reducir emisiones contaminantes y las tensiones en su mercado inmobiliario. También **Estados Unidos** mostró un crecimiento vigoroso en la primera mitad de 2021 favorecido por la rápida vacunación de su población y por un notable impulso fiscal, con ayudas directas a empresas y familias. No obstante, **en el tercer trimestre presenta señales de ralentización**, una vez que ya superó los niveles de PIB previos a la pandemia y debido a que está acusando tensiones en el mercado laboral, con menores niveles de población activa que antes de la crisis y presiones alcistas en los salarios.



CUADRO 1

Previsiones del FMI (octubre 2021), de la Comisión Europea (noviembre 2021) y de la OCDE (diciembre 2021)

PIB (variación interanual)

	FMI			Comisión Europea			OCDE		
	2020	2021	2022	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Crecimiento mundial	-3,1	5,9	4,9	5,7	4,5	3,5	5,6	4,5	3,2
Estados Unidos	-3,4	6,0	5,2	5,8	4,5	2,4	5,6	3,7	2,4
Japón	-4,6	2,4	3,2	2,4	2,3	1,1	1,8	3,4	1,1
Eurozona	-6,3	5,0	4,3	5,0	4,3	2,4	5,2	4,3	2,5
Alemania	-4,6	3,1	4,6	2,7	4,6	1,7	2,9	4,1	2,4
Francia	-8,0	6,3	3,9	6,5	3,8	2,3	6,8	4,2	2,1
España	-10,8	5,7	6,4	4,6	5,5	4,4	4,5	5,5	3,8
Italia	-8,9	5,8	4,2	6,2	4,3	2,3	6,3	4,6	2,3
Reino Unido	-9,8	6,8	5,0	6,9	4,8	1,7	6,9	4,7	2,1
China	2,3	8,0	5,6				8,1	5,1	5,1
India	-7,3	9,5	8,5				9,4	8,1	5,5
Brasil	-4,1	5,2	1,5				5,0	1,4	2,1
México	-8,3	6,2	4,0				5,9	3,3	2,5
Economías avanzadas	-4,5	5,2	4,5						
Economías emergentes	-2,1	6,4	5,1						
Comercio mundial	-8,2	9,7	6,7						

Fuente: FMI, OCDE y Comisión Europea.

En la eurozona la recuperación ha sido más tardía y en el segundo y en el tercer trimestre del presente año **está mostrando una fortaleza mayor de lo estimado hace unos meses**, si bien **se espera que en el cuarto trimestre también pierda intensidad el crecimiento**, afectado por los retrasos en los suministros, los elevados precios de la energía y un aumento de contagios, sobre todo en los países centroeuropeos. En la eurozona, en contraste con Estados Unidos y debido a las diferentes políticas y modelos de protección social, el empleo ha sufrido menos y se ha recuperado antes, superando ya el nivel de 2019, mientras que el desafío es fortalecer el crecimiento de la economía.

Por su parte, en el **Reino Unido**, a los problemas de la covid-19 se han unido los derivados del Brexit y su economía también presenta notables presiones inflacionistas y escasez de mano de obra. Mientras, en **Japón**, el PIB volvió a contraerse en el tercer trimestre, tras un crecimiento



suave en el segundo, acusando los problemas de suministros, particularmente sobre su notable industria automovilística, y las restricciones a la actividad para contener la pandemia, que afectaron negativamente al consumo, a la inversión y a las exportaciones del país.

Entre las economías emergentes, las diferencias también son muy acusadas, tanto por los ritmos de vacunación de su población como por el margen de las políticas de sus gobiernos y bancos centrales, así como por su especialización productiva. En este sentido, **los países productores de materias primas se están pudiendo beneficiar del alza de los precios** de las mismas, mejorando sus previsiones de crecimiento, mientras que, en aquellos otros más dependientes de actividades vinculadas al turismo, la recuperación será más lenta. Además, las economías de menores rentas se pueden ver más perjudicadas por el avance de la pandemia, que entorpece la vuelta a la normalidad de su actividad, y por el encarecimiento de los alimentos, lo que dificulta el acceso a los mismos y eleva el malestar social.

Por otro lado, **los organismos internacionales insisten en el carácter transitorio de la mayor parte de los factores que están presionando la inflación al alza**. Si bien es complicado que remitan en los próximos meses, que suelen estar marcados por la elevada demanda de consumo y de energía, principalmente en las economías más desarrolladas del hemisferio norte, sí se estima que **a partir de la primavera los desajustes entre oferta y demanda comiencen a reducirse**. El avance de la vacunación y la menor demanda energética, tras el invierno, deberían favorecer la recuperación de la actividad y de la oferta y contener el crecimiento de la demanda, al tiempo que se espera que se vayan solucionando, paulatinamente, algunos de los problemas del transporte marítimo y los retrasos en la distribución derivados de los mismos.

De este modo, **se prevé que la inflación, en la segunda mitad del año 2022, se sitúe en las economías avanzadas alrededor del 2%**, algo por encima de los niveles prepandemia, y en las emergentes en el entorno del 4%. No obstante, **hay algunos factores que pueden tener un componente más estructural**, y menos ligados a la evolución de la pandemia, como pueden ser los derivados de la transición energética, que conllevará un incremento en la demanda de determinados metales, con la consiguiente presión al alza sobre los precios de los mismos, y de los bienes que los emplean en su producción. Además, los cambios legislativos aprobados para el sector naviero, como la reducción de azufre en el combustible desde 2020, o la descarbonización de los barcos a partir de 2035, ha reducido la construcción de buques y dificulta la respuesta ante incrementos en la demanda de transporte marítimo.

1.2.1. Estados Unidos

La economía estadounidense, que presentó un retroceso del PIB del -3,4% en 2020, mostró desde el tercer trimestre del pasado año un notable dinamismo, con un crecimiento vigoroso en la primera mitad de 2021, con un promedio del 1,6% de incremento trimestral, apoyado en el rápido ritmo de vacunación de su población y en los estímulos fiscales de su gobierno. Sin embargo, **en el tercer trimestre se ha producido una pérdida de impulso**, con un crecimiento



del 0,5% trimestral, una vez recuperados los niveles de PIB previos a la pandemia, y **acusando un cierto estancamiento en el porcentaje de población vacunada y por los problemas derivados de los retrasos en los suministros** que están afectando a muchos sectores. Entre ellos, destacan los efectos sobre los sectores de la automoción y de la vivienda, así como sus derivados, que se resienten por la escasez de semiconductores o de materiales como la madera, entre otros.

Estos atascos en las cadenas de suministros, además de restar dinamismo al crecimiento, están presionando al alza los precios, lo que unido a la crisis energética que atraviesa el país, **han llevado la inflación hasta el 6,8% en noviembre**, su valor máximo en casi cuarenta años, en concreto desde junio de 1982, lo que afecta negativamente al poder adquisitivo de los consumidores. El componente energético ha aumentado un 33,3% interanual en noviembre. Sin embargo, el incremento de los precios también afecta a los alimentos, que suben un 6,1%, y al conjunto de la inflación subyacente, que se ha elevado hasta el 4,9%, su mayor tasa desde mediados de 1991.

En el mercado laboral también hay tensiones derivadas de la falta de mano de obra en muchos sectores, lo que ejerce presiones alcistas sobre los salarios. No obstante, **el empleo continúa aumentando**, con 210.000 ocupados más en noviembre, cifra inferior a lo esperado y sensiblemente menor que los 531.000 empleos que se crearon en octubre. Por su parte, **la tasa de desempleo ha seguido a la baja y se ha situado en el 4,2%**, el menor registro desde que se inició la pandemia; aun así, todavía está siete décimas por encima del 3,5% que había en febrero de 2020. **La población activa también sigue aumentando**, llegando en noviembre hasta el 61,8%, dos décimas más que en octubre, pero aún es inferior en 1,5 puntos a la tasa del 63,3% de febrero del pasado año. Estos menores niveles de población activa están influidos, en parte, por factores como las ayudas al desempleo, el miedo a la covid-19, y la falta de presencialidad en los colegios, que desde septiembre han ido remitiendo. Por tanto, se espera que, en los próximos meses, y con el alza que están experimentando los salarios, los desajustes del mercado laboral tiendan a paliarse, al menos parcialmente.

Ante esta situación de aumento de los precios y reducción de la tasa de desempleo, **la Reserva Federal aprobó en noviembre comenzar a reducir su ritmo de compra de bonos** mensuales, a razón de 15.000 millones de dólares menos al mes, para finalizar el programa a mediados de 2022. Sin embargo, dado que el periodo transitorio de la inflación parece que puede ser algo más extenso de lo inicialmente previsto y el aumento que se está produciendo en la inflación subyacente, **en la reunión de diciembre la Fed ha decidido acelerar su ritmo de reducción de compras de bonos** para terminar el programa en marzo de 2022. **Esta situación facilitará que se adelante el primer incremento de tipos de interés** y se contempla que, en el conjunto del año, **se produzcan tres subidas**, hasta situarlos en el intervalo entre el 0,75% y del 1,0% a finales del próximo año.

Con relación al cuarto trimestre, los indicadores que se van conociendo apuntan a un crecimiento algo mayor que el que se produjo en el tercer trimestre, con un comportamiento del



empleo más dinámico y una mejoría en los indicadores PMI, aunque los ritmos serán claramente inferiores a los de la primera mitad del año.

Para el conjunto del año las previsiones se han venido revisando a la baja en los últimos meses, situándose entre el 5,6% y el 5,9% según diferentes organismos internacionales, a lo que hay que añadir las últimas estimaciones de la Reserva Federal que sitúan el crecimiento en el 5,5% para el presente año. Para 2022, la economía seguirá mostrando un crecimiento robusto, aunque más moderado, con un abanico de previsiones amplio, entre el 3,7% y el 4,9%, lo que refleja la elevada incertidumbre existente en el momento actual. Mientras, la OCDE y la Comisión Europea estiman un crecimiento para 2023 del 2,4%, similar al 2,2% que creció la economía estadounidense en 2019.

1.2.2. Eurozona

La eurozona presenta cierto retraso en la recuperación de la actividad frente a otras economías, como Estados Unidos y China. El PIB se contrajo el -6,5% en 2020, pero no fue hasta el segundo trimestre del presente año cuando ha dado muestras claras de recuperación, ya que en la parte final de 2020 y en el primer trimestre de 2021 el crecimiento se vio afectado por las restricciones para contener la pandemia. Después, **con el avance en la vacunación de la población y el levantamiento de las restricciones, la actividad ganó dinamismo y ha presentado un crecimiento del 2,2% trimestral tanto en el segundo como en el tercer trimestre**, si bien de forma desigual entre países. Entre los de mayor tamaño, el crecimiento ha sido más vigoroso en Francia e Italia y más contenido en Alemania y España.

A diferencia de Estados Unidos, **en la Unión Europea y en la eurozona las medidas adoptadas permitieron contener la caída del empleo que**, con la recuperación de la actividad, **ya se ha situado en niveles superiores a los de la pandemia, mientras que es el PIB el que aún está algo por debajo de los registros anteriores a la crisis**.

En los últimos meses se están produciendo repuntes de contagios en varios países europeos, sobre todo en Centroeuropa, mientras que, **en varios sectores, principalmente los de manufacturas, están acusando los cuellos de botella derivados de los problemas en las cadenas de suministros globales**. Esta situación genera retrasos en la producción y limitaciones en la actividad, presionando los precios al alza y afectando negativamente al consumo y a la inversión y, por tanto, al crecimiento de la economía, que está perdiendo dinamismo. No obstante, los indicadores PMI siguen mostrando una economía en clara expansión, aunque, a pesar de la ligera mejoría del indicador de noviembre frente al de octubre, **los datos anticipan un ritmo de crecimiento para el cuarto trimestre más moderado que el que se produjo en los dos trimestres precedentes**.

En cuanto a la inflación, también continúa al alza, situándose, en noviembre, en el 4,9%, la mayor tasa desde el año 1991, sobre todo debido al aumento de los precios de la energía,



principalmente del gas, y las presiones por aumentar los niveles de inventarios de cara al próximo invierno. No obstante, la inflación subyacente también está aumentando, alcanzando el 2,6% en noviembre, el registro más elevado desde 2008.

Para el conjunto del año 2021, los organismos internacionales prevén un crecimiento económico que se situará entre el 5% y el 5,2%, mientras que para 2022 la actividad perderá algo de intensidad, con un aumento del PIB de alrededor del 4,3%, que, no obstante, seguirá siendo muy robusto y que se beneficiará de la aportación de los fondos Next Generation EU, del ahorro de los hogares y de la política monetaria del BCE, que continuará siendo muy laxa.

En este sentido, a pesar del aumento de los precios, a diferencia de Estados Unidos, **la inflación subyacente todavía se mantiene en niveles no muy elevados, por lo que el BCE, presumiblemente, mantendrá su hoja de ruta, sin cambios en los tipos de interés durante todo el año 2022**. Si bien, en su última reunión de diciembre ha señalado que irá reduciendo progresivamente su programa especial de compras de emergencia para la pandemia (PEPP) hasta que finalice en marzo de 2022. A partir de abril ampliará su programa habitual de compras (APP) desde 20.000 millones a 40.000 millones de euros mensuales, que también se irá reduciendo paulatinamente cada tres meses para volver a los 20.000 millones al mes a partir de octubre, niveles en los que se mantendrá, durante el tiempo que sea necesario, para reforzar el impacto acomodaticio de su política monetaria. Además, también mantendrá hasta junio las condiciones favorables de las subastas de liquidez a largo plazo para la banca (TLTRO).

Para 2024 las previsiones señalan que el crecimiento continuará moderándose hasta tasas del 2,5%, a medida que las políticas monetarias y fiscales se vuelvan menos expansivas y se vaya diluyendo el impulso de los fondos europeos.



1.2.3. China

Por su parte, China, que fue el país donde primero se inició la recuperación y presentó un crecimiento positivo en 2020, **también ha sido de los primeros en los que el crecimiento se está moderando, con apenas un incremento del 0,2% en el tercer trimestre**. La política de tolerancia cero con la covid-19, junto con el proceso de transición energética, han reducido el ritmo de crecimiento del país, que, además, debe afrontar los problemas que presentan algunas de las mayores empresas de su sector inmobiliario.

El país está inmerso en un proceso de transición energética para reducir la utilización de energía procedente del carbón, lo que ha incrementado su demanda de gas y el precio del mismo a nivel mundial. El aumento de los precios de la energía y el límite de emisiones contaminantes asignados ha provocado que, **en muchas provincias del país, se limite la producción industrial**, especialmente en los sectores que son energéticamente más intensivos, con la consiguiente menor producción de determinados bienes y el incremento de los precios que se trasladan al resto del mundo, ya que China es el principal exportador de muchos de ellos.

En paralelo, **tratan de ajustar desequilibrios estructurales del país, como la elevada deuda de sus empresas o el peso excesivo del sector inmobiliario**, y aumentar el control del Estado sobre sectores que considera estratégicos, entre ellos los más tecnológicos, lo que, a su vez, **puede afectar negativamente a la inversión de las empresas y al crecimiento en el corto plazo** de la economía.

En el sector inmobiliario destacan los problemas de algunas de sus mayores empresas, como Evergrande, que ha declarado recientemente que no podrá asumir el pago de su deuda. No obstante, el gobierno puede participar en la reestructuración de la misma, para evitar un riesgo sistémico en el sector sobre el que descansa buena parte del ahorro de su población. En cualquier caso, es otro factor que puede hacer que el crecimiento, al menos en el corto plazo, se resienta.

Para el cuarto trimestre, **los índices PMI apuntan a un crecimiento que, aunque ligeramente mejor que en el tercero, seguirá siendo muy discreto, alcanzando en 2021 un aumento del PIB que se situará entre el 7,9% y el 8,1%**, según los organismos internacionales. Mientras, **en 2022 la actividad desacelerará sensiblemente, hasta un intervalo entre el 5,1% y el 5,6%**.

1.2.4. Economías emergentes

Las economías emergentes han mostrado un **buen desempeño en el segundo trimestre**, aprovechando la fortaleza de la economía mundial, y en el tercero también se espera que haya sido positivo, aunque algo más moderado por la desaceleración de dos de sus principales polos de atracción, como son Estados Unidos y China. No obstante, **el comportamiento entre países es también bastante diferencial**, condicionados por la evolución de la pandemia, por el dinamismo de las zonas con las que tienen una mayor vinculación, por la especialización productiva y por los propios desequilibrios que ya presentaban sus economías antes de la crisis y que, en muchos casos, se han visto agravados.

El incremento de los precios de la energía ha favorecido las perspectivas económicas para 2021 de los países productores como **Rusia o Arabia Saudí**, mientras que, en los países más dependientes del turismo, la recuperación está siendo más lenta. En cuanto a las regiones de menores rentas, la situación ha empeorado, acusando el alza de las materias primas y de los alimentos. Por áreas de influencia, las **economías asiáticas** se han comportado bien, aunque la desaceleración de China ha llevado a los principales organismos internacionales a rebajar sus previsiones de crecimiento para el presente año. No obstante, **países, como India, presentarán un crecimiento robusto en 2021 y también en 2022**.

Por su parte, en **América Latina**, las principales economías de la región, **Brasil y México, mostrarán crecimientos sólidos en el presente año**, permitiendo, en el primer caso, superar los niveles previos a la pandemia y moderando su crecimiento en 2022. Mientras, México también suavizará su ritmo de crecimiento en 2022, aunque con menor intensidad, y se espera que sea a lo largo del próximo año cuando recupere los niveles de actividad previos a la crisis.



Los principales problemas para muchas economías emergentes se derivan de la elevada inflación, que les ha obligado a tener que endurecer sus políticas monetarias, debido al menor margen de maniobra de sus bancos centrales. La situación pudiera agravarse, con riesgos de tensiones financieras cuando Estados Unidos comience a incrementar sus tipos de interés.

1.3. Inflación y endurecimiento de la política monetaria, riesgos para el crecimiento mundial

En los últimos meses, **los riesgos para la recuperación de la economía mundial han aumentado**. Por un lado, **en algunos países parece haberse frenado el ritmo de vacunación de su población, al tiempo que se propagan las nuevas variantes de la covid-19**. Esta situación deriva en un aumento de los contagios en numerosos países y el consiguiente aumento de medidas restrictivas a la actividad y a la movilidad, que detraen dinamismo en el crecimiento.

Por otro lado, **la persistencia de los cuellos de botella puede ser algo menos transitoria que lo inicialmente estimado**. El crecimiento de la demanda ha sido muy rápido, mientras que la oferta, que se redujo como consecuencia de la pandemia, está teniendo dificultades para recuperar sus niveles, afectada la producción también por las medidas para frenar la covid-19. El **encarecimiento de los transportes y el retraso en las distribuciones** reduce los inventarios de las empresas, lo que, a su vez, genera nuevos pedidos, intensificando los desajustes entre oferta y demanda. Los problemas con el **transporte marítimo**, que supone más del 80% del total del transporte, y los **atascos en los puertos** se prevé que no mejoren significativamente al menos hasta la primavera, aunque **la situación pudiera demorarse hasta el tercer trimestre del próximo año, con efectos en la producción de numerosos sectores**, principalmente los manufactureros, estando el de la **automoción** entre los más afectados. No obstante, el precio de los fletes se ha moderado en noviembre por la ralentización del mercado inmobiliario en China y las menores importaciones de materiales y metales que demanda.

Todos estos factores, junto con el incremento de precios de las materias primas y de la energía, están llevando la inflación a niveles máximos de las últimas décadas, principalmente en Estados Unidos, donde, además, hay tensiones salariales por falta de mano de obra. Así, el incremento de precios resta poder adquisitivo a los hogares y reduce los márgenes de las empresas, detrayendo el consumo y la inversión. Además, en la medida en que se extiende en el tiempo se traslada a los precios, afectando a las expectativas de inflación de los agentes y **acelera el endurecimiento de las políticas monetarias** por parte de los bancos centrales. Esta situación ya se está produciendo en varias economías emergentes y en algunas avanzadas.

Desde el pasado verano se han producido incrementos notables de los tipos de interés en Brasil y Rusia, algo menos intensos en países como Chequia, Chile, Hungría y Perú, y más suaves en Polonia, Colombia, México, Nueva Zelanda y recientemente el Banco de Inglaterra. Otros bancos centrales, como los de Canadá y Australia, también han dejado señales claras de que en los próximos meses tienen pensado acometer incrementos en sus tipos de interés. Mientras, **la Reserva Federal de Estados Unidos ha acelerado la reducción de su programa**



de compra de bonos, y contempla llevar a cabo tres subidas de tipos a lo largo de 2022. **Este endurecimiento de su política monetaria está llevando a una apreciación del dólar frente a otras divisas, y particularmente frente al euro**, dado que el BCE, de momento, muestra más calma e insiste en la transitoriedad de la mayor parte de los factores inflacionistas. No obstante, en su última reunión de diciembre también han anunciado una reducción progresiva de sus compras de bonos.

Los riesgos para el crecimiento aumentarían si el endurecimiento de la política monetaria tuviese que ser más brusco que el previsto, ante una inflación persistentemente elevada, que pudiera derivar en tensiones financieras en muchas economías emergentes. Además, **el incremento de tipos de interés vendrá acompañado de un aumento de la rentabilidad de los bonos, y de efectos sobre los tipos de cambio de las divisas**, complicando, también, el servicio de la deuda en los países más endeudados, particularmente para aquellos que la tienen en moneda extranjera.

1.4. El incremento de los precios de las materias primas y de la energía

La rápida recuperación de la demanda, junto con las restricciones en la producción que todavía existen en varios países, han **tensionado los precios de los alimentos y de las materias primas a lo largo de todo el año 2021**, con incrementos interanuales superiores al 50% en el caso de alimentos y por encima del 100% en los productos industriales durante el mes de mayo, cuando estas tasas eran más elevadas. **En los últimos meses estos incrementos de precios se están suavizando**, en parte porque el efecto base frente al año 2020 es menor y en parte, también, por una cierta moderación de los precios, aunque estos mantienen unos niveles históricamente elevados, muy superiores a los registrados antes de la pandemia.

Por su parte, **los precios de la energía siguen al alza, impulsados por el encarecimiento del carbón, y principalmente del gas natural**, debido a la fuerte demanda del mismo, fundamentalmente en China y en Europa. **El petróleo también está en niveles elevados con respecto a los precios de los últimos años, aunque en las últimas semanas se ha moderado algo**, ante el temor a que la variante ómicron pueda retrasar el ritmo de recuperación de la economía mundial.

Hay que señalar que **una parte del incremento de los precios de la energía**, que tendrá efectos sobre determinados metales y también sobre los precios de los alimentos, **se prevé que tenga un carácter más estructural que temporal, ya que está ligado al proceso de transición energética**, que es muy exigente en China y también será intenso en Europa y en otros países.

Frenar la tendencia histórica de incremento de los combustibles fósiles y sustituirlos por energías renovables es un desafío considerable. **China persigue reducir la producción de energía eléctrica derivada del carbón**, que es la mayor parte de la que produce actualmente, **y sustituir una proporción de la misma por energía eléctrica a partir de gas natural**. Este



proceso, que ya lo inició en 2020, se está intensificando en 2021. De hecho, su último plan quinquenal recoge principalmente objetivos ligados al medio ambiente, sin destacar objetivos económicos, como venía siendo tradicional, y dejando que estos se fijen de año en año. **Esta priorización de China para reducir su dependencia energética del carbón aumentará considerablemente la demanda de gas en el país asiático y continuará tensionando los precios.** Además, los efectos se extenderán al resto del mundo, en la medida en que es el mayor exportador mundial y sus incrementos en los costes de producción se trasladarán a todas las cadenas de valor globales.

Por su parte, **en Europa también hay una apuesta decidida por la transición energética, para reducir la utilización del carbón y aumentar el peso de las energías renovables.** La demanda de gas también es elevada, en particular en los últimos meses con la proximidad del invierno, situando los precios en valores máximos, que se ven acrecentados por las tensiones geopolíticas con Rusia y Bielorrusia. **Los precios de la energía acusan el incremento del precio del gas y del carbón y también el alza de los derechos de CO2.** Además, **la transición hacia energías renovables implicará un aumento muy notable en la demanda de determinados minerales**, como el níquel, el cobre, el cobalto o el litio entre otros, cuyo aumento en la producción puede sufrir desajustes con el previsible incremento de la demanda, generando presiones alcistas sobre los precios, que se trasladarán a otros bienes que también requieran de la utilización de estos minerales. Adicionalmente, el incremento de los precios de la energía afectará a la producción de alimentos a nivel mundial, ya que, en algunos de ellos, como el maíz, el trigo o el arroz, la energía supone, aproximadamente, la mitad de su coste de producción.

En cuanto al **petróleo**, hay que señalar que **ha tenido una senda alcista durante el año**, que se ha intensificado en octubre ligada al incremento de los precios del carbón y del gas, que empujaban a emplear el crudo como fuente para generar energía, y por la decisión de los países de la OPEP+ de incrementar el ritmo de su producción de forma moderada a pesar del notable aumento que estaba experimentando la demanda. No obstante, **en noviembre, el precio medio se ha reducido tímidamente** hasta situarse en 81,9 \$/barril, **volviendo en las últimas semanas al entorno de los 75 \$/barril**, por la fortaleza del dólar tras las señales de la Reserva Federal de que puede endurecer más rápidamente su política monetaria, por el anuncio de Estados Unidos de que pondrá en el mercado una parte de su reserva estratégica y por el miedo a que la nueva variante de la covid-19 pueda frenar la movilidad de personas y drenar dinamismo en el crecimiento económico.

2. Economía española

La economía española ha continuado ganando dinamismo en la segunda mitad de 2021, si bien la recuperación está siendo menos intensa de lo esperado. Tras la revisión a la baja del PIB en el segundo trimestre (1,1% intertrimestral), que aminoraba las expectativas de crecimiento para 2021, la primera estimación para el tercer trimestre (2% intertrimestral) ha venido a confirmar esta tendencia, aunque de manera más acusada.



Algunos de los factores que están lastrando la recuperación son el menor vigor del consumo de las familias y de la inversión empresarial, la peor evolución de la demanda exterior neta y la lenta recuperación de los flujos turísticos. Todo ello en un contexto de aumento de los costes, no solo los laborales sino también de las materias primas, y notables cuellos de botella en la producción, como veremos a continuación.

En este escenario, **cabe destacar la situación del sector empresarial, que está haciendo un gran esfuerzo en contratación e inversión, al tiempo que sus costes se ven notablemente incrementados.** Como resultado de ello, en muchos casos los márgenes empresariales se están reduciendo de forma significativa, dificultando la continuidad de determinadas empresas.

2.1. La actividad pierde dinamismo en la parte final del año

Con la llegada del otoño hemos asistido a un aumento de la incidencia acumulada de coronavirus, que se sitúa en la actualidad cerca de los 500 casos por 100.000 habitantes tras haberse reducido tras el verano a menos de 50. No obstante, la situación no es tan grave como en algunos de los países de nuestro entorno, donde se han llegado a alcanzar cifras tan altas que, en ciertos casos, han requerido imponer fuertes restricciones a la movilidad. Este recrudecimiento de la situación sanitaria viene a sumarse a otros factores que estaban ralentizando la actividad, y está provocando una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para el cuarto trimestre de las economías europeas y también de la española.

En España las señales del cuarto trimestre son mixtas, pero también se observa una pérdida de dinamismo en la actividad. Indicadores como las matriculaciones, las ventas interiores o el Índice de Comercio al por Menor muestran tasas intertrimestrales negativas. Los indicadores de confianza registran cierto retroceso en las expectativas de los agentes, especialmente intensas en el caso de la confianza del consumidor, del comercio minorista y de la construcción en el mes de noviembre. También los indicadores referidos a la movilidad, como la venta de gasolinas y gasóleos, el tráfico aéreo o el indicador de movilidad de Google, tras la mejoría de los últimos meses, sufren un estancamiento.

Los últimos datos disponibles respecto al **sector turístico** muestran cómo **la entrada de turistas continúa su senda de recuperación, si bien todavía se encuentra en niveles muy alejados de los previos a la pandemia.** En octubre, la entrada de turistas internacionales se situó en 5,1 millones de turistas y, aunque todavía supone un -33% respecto a la cifra de octubre de 2019, denota una mejora con respecto a las cifras registradas en agosto y septiembre. Además, los primeros datos correspondientes al gasto con tarjetas extranjeras en noviembre indican que la recuperación habría continuado.

Los cuellos de botella en las cadenas de suministro global se están reflejando en la actividad industrial del país, sobre todo en lo que respecta a la industria del automóvil, tan importante por su peso en nuestro tejido productivo, nuestro empleo y nuestras exportaciones. Además,



las dificultades de entrega en la cadena logística o la baja demanda en los mercados principales están siendo también fuertes condicionantes en 2021. Así, durante los diez primeros meses, la fabricación de automóviles muestra una caída del -2,5% respecto a 2020 y del -26,7% en comparación con 2019. En lo que respecta a las exportaciones, hasta octubre, las exportaciones de automóviles registran un descenso del -1,6% frente a lo obtenido en 2020, año marcado por la pandemia de la covid-19, reflejando también el descenso de la demanda en los principales países de destino. Según el sector, **la situación de escasez de componentes y el consiguiente reajuste con la demanda de los centros de producción de automoción, tanto en España como en Europa, no se normalizará hasta finales de 2022 o inicios del 2023.**

La falta de equipo y/o materias primas es, en la actualidad, la principal variable limitadora de la producción, no solo en la fabricación de automóviles sino también en muchos otros sectores, como material y equipo eléctrico, productos informáticos y electrónicos, caucho y plásticos, en la industria química o en la construcción, a lo que habría que añadir los efectos derivados sobre otras actividades como los servicios. En este sentido, los PMI de manufacturas muestran un notable aumento de los plazos de entrega que no está permitiendo satisfacer la demanda, así como un incremento muy intenso de los precios de suministros que, inevitablemente, se está viendo trasladado a los precios finales, si bien de forma moderada hasta el momento. También los PMI de servicios indican una fuerte expansión de la actividad y del empleo; las empresas manifiestan un fuerte encarecimiento de sus *inputs* (suministros, transportes y materiales), además de que comienzan a observarse ciertas tensiones sobre los salarios ante el aumento de la contratación, por lo que, en la medida de lo posible, también incrementarán, de alguna forma, sus precios de venta.

En este contexto, **el cuarto trimestre podría registrar un avance algo más moderado que el tercer trimestre, con lo que el crecimiento anual del PIB en 2021 no llegaría a alcanzar ni el 5%.**

2.2. El incremento de la inflación puede condicionar el crecimiento

Uno de los principales factores de preocupación en el momento actual, además de los problemas de suministro que acabamos de comentar, es el incremento de la inflación que se está produciendo a escala global. Su importancia no debe ser subestimada, ya que condiciona las decisiones de familias y empresas, y podría tener implicaciones para la política monetaria de los bancos centrales. En concreto, el indicador adelantado para la zona euro en noviembre se eleva hasta el 4,9% y la subyacente hasta el 2,6%.

En España, la inflación ha sufrido una notable aceleración a lo largo de 2021, situándose, en noviembre, en el 5,5%. Además, el IPC sin energía se ha incrementado entre abril y noviembre desde el 0,1% hasta el 2%, situándose ya en niveles algo superiores a los observados antes de la pandemia.



El componente energético contribuyó con 3,5 p.p. a la inflación en noviembre, dando lugar a un diferencial positivo respecto del área del euro en la inflación general. Dentro de este, **es necesario señalar que el componente energético no eléctrico combina el efecto base (transitorio), provocado por el descenso de los precios del petróleo en la primavera de 2020, con el encarecimiento observado en los últimos meses**, en un clima de recuperación global. Así, **en la aceleración de la inflación desde febrero han desempeñado un papel importante los efectos base debidos a la acusada moderación en algunos componentes entre marzo y junio de 2020**, cuya contribución alcanzaría un pico de 2,1 p.p. en octubre y noviembre y se disiparía de aquí a la primavera. El precio mayorista de la electricidad se cuadruplicó entre diciembre de 2020 y noviembre de 2021, siendo las contribuciones de los encarecimientos del gas y de los derechos de emisión de CO₂ a ese aumento de alrededor del 77% y el 8%, respectivamente.

Por otro lado, **el repunte del comercio internacional desde comienzos de año ha venido acompañado por incrementos muy acusados de los costes de transporte de mercancías y de algunos cuellos de botella en las cadenas de suministros internacionales**. Según la última Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE) correspondiente al cuarto trimestre, **las empresas afirman estar experimentando una presión creciente sobre los precios de sus consumos intermedios que, de momento, habrían trasladado solo muy parcialmente a sus precios de venta**. Las empresas encuestadas esperan que las tensiones de costes, tanto de *inputs* intermedios como, en menor medida, laborales, a las que se enfrentan se mantengan a lo largo del año que viene, lo que podría requerir un cierto grado de traslación de esos aumentos de costes a sus precios de venta en el próximo año.

Al analizar la inflación por partidas, se observa que los incrementos significativos se concentran en determinados bienes. Además de en los productos energéticos, se está produciendo un notable repunte de precios en bienes industriales no energéticos, fundamentalmente en bienes duraderos correspondientes a equipamiento del hogar (muebles, electrodomésticos, artículos con un elevado contenido tecnológico...). **Estos bienes pueden estar sufriendo un aumento de la demanda debido al gasto de la demanda embalsada durante la crisis, por lo que podría tener un carácter transitorio**.

Uno de los efectos más preocupantes que podría derivarse de este aumento de la inflación podría ser su traslación a los salarios (efectos de segunda ronda). Sin embargo, **hasta el momento los incrementos salariales están siendo moderados, gracias a que durante los últimos años se ha reducido considerablemente el porcentaje de convenios que incluyen cláusulas de salvaguarda**.

En el contexto actual, **los factores que están elevando la inflación se prevén transitorios y las expectativas a medio plazo se mantienen por debajo del objetivo del 2%, por lo que no se esperan subidas de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo, al menos hasta bien entrado 2023**.



2.3. Positiva evolución del mercado laboral

La evolución del mercado laboral a lo largo de 2021 ha sido muy favorable. El avance significativo del proceso de vacunación permitió el levantamiento gradual de las restricciones y una progresiva vuelta a la normalidad, lo que ha impulsado la **mejora del empleo en los últimos meses**, siendo esta incluso **más intensa que la recuperación de la actividad económica**. Este comportamiento más positivo del mercado laboral en comparación con la actividad, tanto en los trimestres que llevamos de recuperación como en 2020, en el periodo más duro de la pandemia, ha dado lugar a que se estén produciendo **notables caídas de la productividad por trabajador en los dos últimos años**, lo que, a la larga, puede perjudicar a la economía española.

No obstante, hay que realizar algunas matizaciones con respecto a la notable mejoría del mercado laboral en este año 2021. En primer lugar, **aunque el número de trabajadores en ERTE se ha reducido en los últimos meses, todavía permanece en esta situación un número significativo de empleados, unas 125.000 personas a comienzos de diciembre**. Sin embargo, este dato es provisional y podría ser revisado como consecuencia de los cambios en el sistema RED que se han tenido que realizar por la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 18/2021.

En segundo lugar, hay que destacar que **la recuperación del empleo está siendo desigual por sectores**. Mientras en algunos de ellos, como Información y comunicaciones, Administración pública, Sanidad, Educación o Construcción, los niveles de afiliación a la Seguridad Social ya superan los previos a la pandemia, en otros, como la hostelería o las actividades relacionadas con el ocio, y algunas manufacturas, como la industria textil, cuero y calzado, el sector del automóvil, o la industria del metal, los niveles de empleo todavía no han logrado recuperar los existentes con anterioridad al estallido de la pandemia.

En tercer lugar, **la notable creación de empleo registrada en este año no se está trasladando por completo a las cifras de paro**. En 2021 se está produciendo un **aumento significativo de la población activa**, favorecido por la reincorporación de personas al mercado laboral ante la mejora del panorama económico, dado que en 2020 un elevado número de desempleados fueron considerados inactivos en la Encuesta de Población Activa, ante la imposibilidad de buscar empleo activamente. **Este incremento de la población activa durante el año 2021 está frenando la reducción de la cifra de parados**, de forma que, en el tercer trimestre, la cifra de desempleados alcanza los 3,4 millones de personas según la EPA, lo que supone unas 200.000 personas más que en el mismo periodo de 2019. Mientras, la tasa de paro, situada en el 14,6% en el tercer trimestre de 2021, todavía es más elevada que la existente en el mismo periodo de 2019, que fue del 13,9%.

Y, en cuarto lugar, **existen diferencias entre la evolución de las personas ocupadas y las horas trabajadas, de forma que el empleo, en términos de personas, se está recuperando más intensamente que las horas trabajadas**. Así, en cifras de Contabilidad Nacional Trimestral, el empleo, medido por los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, en el tercer trimestre de 2021, ha alcanzado los niveles del mismo trimestre de 2019, mientras que las horas



trabajadas todavía están un 3,2% por debajo de las previas a la crisis de la covid-19 y el PIB es un 6,2% inferior al del tercer trimestre de 2019. En este sentido, hay que destacar que la jornada media trabajada por los ocupados equivalentes a tiempo completo se desplomó en el segundo trimestre de 2020, el periodo más duro del confinamiento, y después ha mostrado una tendencia creciente, aunque muy volátil y sin alcanzar todavía los niveles previos al estallido de la pandemia.

La evolución más robusta del mercado laboral en comparación con la actividad económica es un tema que está llamando la atención de los analistas económicos especialmente. Así, existen varios factores que pueden haber contribuido a este comportamiento diferenciado, entre los que se destacan dos, aunque pueden no ser los únicos. El primero de ellos es que **parte del impulso del mercado laboral se ha debido al notable dinamismo del empleo del sector público durante la crisis y, posteriormente, en la etapa de recuperación.** Mientras, **el empleo del sector privado sí acusó los efectos de la crisis ante el parón de actividad, y comenzó a reactivarse a medida que las restricciones se fueron suavizando.** El segundo de los factores que puede estar contribuyendo a la pujanza del mercado laboral es que **las empresas están realizando un enorme esfuerzo para contratar trabajadores y volver a poner en marcha sus negocios, aunque el grado de actividad no haya vuelto a los niveles previos a la crisis.** En este sentido, hay que destacar que parece que el marco laboral actual está funcionando, contribuyendo a que la creación de empleo sea relativamente intensa frente a la recuperación de la actividad, por lo que todos aquellos cambios que se implementen sobre dicho marco deben realizarse con cautela para no perjudicar la mejora del mercado laboral en esta etapa de reactivación económica.

La información más reciente relativa al mercado laboral, del mes de noviembre, arroja unos resultados muy positivos. El paro registrado volvió a descender en noviembre, acumulando, así, nueve meses de caídas, y eludiendo, de esta forma, la estacionalidad habitualmente desfavorable en los meses posteriores al periodo estival. En concreto, se produjo una disminución de 74.381 desempleados, siendo este el mayor descenso en la serie histórica del mes de noviembre. En consecuencia, la cifra total de desempleados se sitúa en 3.182.687 personas, algo por debajo de los niveles de hace dos años, antes de la crisis.

La afiliación a la Seguridad Social también presentó una evolución muy favorable en noviembre, al aumentar en 61.768 personas, lo que **supone el mayor incremento en la serie histórica de este mes,** en un periodo que suele ser tradicionalmente negativo para el empleo. En esta ocasión, el sector privado ha sido el principal impulsor de la afiliación, con 53.433 nuevos trabajadores, frente al incremento de 8.335 personas que se ha producido en el sector público.

La afiliación a la Seguridad Social ya supera, en noviembre, los registros prepandemia. En concreto, el número de afiliados sobrepasa en 375.479 personas la cifra de hace dos años. Descontando los 125.632 trabajadores que se encuentran en ERTE a fecha de 1 de diciembre, la afiliación efectiva es superior a la de noviembre de 2019 en un 1,3%, lo que supone 249.847 personas. Ahora bien, **la situación difiere según sea el sector público o el privado. En el sector**



público, el empleo continúa con su tendencia creciente, de forma que en estos momentos hay 211.799 trabajadores más que hace dos años, lo que supone un incremento notable, del 8,2%. En cambio, **en el sector privado, los afiliados superan solo en un 1% los registros de hace dos años**, con 163.680 trabajadores más que en noviembre de 2019. Descontando las cifras aún provisionales de trabajadores en ERTE, el empleo efectivo en el sector privado ha alcanzado, por primera vez desde que comenzó la crisis, los niveles de afiliación previos a la pandemia. Sin embargo, no hay que olvidar que todavía hay 106.180 autónomos que perciben prestaciones extraordinarias.

El mercado laboral emprende la recta final del año 2021 con un comportamiento muy favorable, marcado por una notable creación de empleo. Sin embargo, el hecho de que todavía tengamos más de tres millones de parados, que permanezcan más de 100.000 personas en ERTE a comienzos de diciembre y que la recuperación de la actividad esté siendo menos intensa de lo esperado, obliga a **mantener una nota de cautela sobre la evolución futura del mercado de trabajo, en un entorno de incertidumbres de diversa índole y riesgos a la baja para el crecimiento económico para el próximo año**, como se verá a continuación.

2.4. Buenas perspectivas para la economía española, aunque con riesgos e incertidumbres

La economía española va a continuar su proceso de recuperación en 2022, pero su dinamismo se ha moderado sustancialmente en la recta final de 2021, condicionando el escenario previsto para el próximo año. En el IEE estimamos un crecimiento por debajo del 5% en 2021, en concreto del 4,6%, mientras que en 2022 el incremento del PIB sería del 5,2%. Los organismos internacionales y nacionales están revisando a la baja las perspectivas de crecimiento de la economía española en línea con nuestras previsiones para ambos ejercicios. Así, la Comisión Europea prevé un crecimiento del 4,6% para 2021 y del 5,5% en 2022, tasas muy similares a las de la OCDE (4,5% y 5,5%). El panel de Funcas correspondiente a noviembre también apunta en esta dirección, con un avance del 4,8% para este año y del 5,7% en 2022. Todas estas previsiones dibujan un escenario menos optimista que el Gobierno, que ha elaborado sus Presupuestos Generales del Estado para 2022 sobre la base de un crecimiento del 7%, tras estimar un 6,5% de 2021 (Cuadro 2).



CUADRO 2

Previsiones económicas para España**(Actualización diciembre 2021). Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIB	3,0	3,0	2,3	2,1	-10,8	4,6	5,2
Gasto en consumo privado	2,6	3,0	1,8	0,9	-12,2	4,3	5,3
Gasto en consumo público	1,0	1,0	2,3	2,0	3,3	3,1	2,2
Formación Bruta de Capital Fijo	2,4	6,8	6,3	4,5	-9,5	3,3	7,2
Construcción	1,6	6,7	9,5	7,1	-9,6	-3,2	7,1
Bienes de equipo y act. cultivados	1,9	9,2	4,6	3,7	-12,1	13,9	8,0
Demanda interna (*)	2,0	3,1	2,9	1,6	-8,6	4,1	4,8
Exportaciones	5,4	5,5	1,7	2,5	-20,1	12,7	10,5
Importaciones	2,6	6,8	3,9	1,2	-15,2	11,4	9,5
Deflactor del PIB	0,3	1,3	1,3	1,3	1,0	1,4	2,0
IPC (media anual)	-0,2	2,0	1,7	0,7	-0,3	2,9	2,2
IPC subyacente (media anual)	0,8	1,1	0,9	0,9	0,7	0,6	1,5
Empleo (CNTR) (**)	2,8	2,9	2,2	2,6	-7,6	5,8	4,0
Tasa de Paro (EPA) (% población activa)	19,6	17,2	15,3	14,1	15,5	15,2	14,4
Productividad	0,2	0,1	0,1	-0,5	-3,5	-1,2	1,2
Remuneración por asalariado	-0,6	0,7	1,8	2,6	1,3	-0,4	1,9
Coste laboral unitario (CLU)	-0,8	0,6	1,7	3,1	5,0	0,9	0,7
Balanza por Cuenta corriente (% PIB)	3,2	2,8	1,9	2,0	0,7	1,0	1,5
Déficit público (% PIB)	-4,3	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-8,6	-6,2

(*) Aportación al crecimiento.

(**) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Fuente: Instituto de Estudios Económicos.



Los factores que van a impulsar el crecimiento en 2022 son de diferente naturaleza, entre los que destacan los **fondos europeos** y su impacto positivo en la inversión empresarial; el **tono expansivo de las políticas fiscal y monetaria**; el **ahorro embalsado de los hogares**, que se puede manifestar tanto en el consumo privado como en la inversión en vivienda; y la **recuperación del turismo**, aunque, quizás, a un ritmo más lento de lo anticipado hace unos meses.

El foco sobre la recuperación y sus elevadas tasas de crecimiento ha cambiado tras el verano, poniéndose el acento en las nuevas fuentes de incertidumbre, cuyos riesgos asociados han cobrado un protagonismo creciente en la recta final de 2021, sesgando a la baja el escenario previsto para este año y también para 2022.

El primero de estos riesgos es la propia evolución de la pandemia. A pesar del avance de la vacunación en España, las nuevas variantes están provocando un aumento de la incidencia y de las hospitalizaciones, que puede dar lugar a nuevas restricciones. Aunque el impacto en nuestro país es menor que el de otras olas, en Europa podría no ser así, ya que se está produciendo una evolución menos favorable de la pandemia, con la imposición de nuevas limitaciones. Todo ello puede afectar al turismo internacional, a nuestras exportaciones y también al suministro de componentes y otros productos.

Desde el punto de vista económico, uno de los principales riesgos es la inflación, que está alcanzando cotas no vistas en muchos años, superando incluso el 5% en los últimos meses del año 2021. Este repunte, que la mayoría de los bancos centrales considera transitorio, se explica por la confluencia de varios factores. El primero es la **subida del precio de las materias primas**, tal y como se expone en el primer apartado de este informe, y, sobre todo, de las energéticas, como el gas y el petróleo. Este aumento ha influido en los precios energéticos de nuestro país, al ser el gas una de las principales fuentes de suministro para producir energía, y al tener una alta dependencia del precio del crudo. También hay que tener en cuenta el precio de los fletes, que, si bien está remitiendo, sigue en niveles muy altos, así como los problemas de suministro de algunos componentes. **Las repercusiones de una alta inflación son múltiples, entre las que sobresalen las siguientes: se produce una pérdida de poder adquisitivo de la renta familiar; repercute en el gasto público, al aumentar en mayor medida el gasto ligado al IPC, como las pensiones; los tipos de interés reales son negativos, lo que perjudica al ahorrador; y ocasiona una merma de la competitividad de la economía española vía precios, lo que reduce nuestra capacidad exportadora.**

Al aumento de precios hay que añadir las restricciones a la producción. Las dificultades de suministros y los problemas en el transporte marítimo están provocando cuellos de botella en muchas ramas industriales, causando retrasos e incluso paralizaciones de la actividad en algunos sectores. **Según el Banco de España, las disrupciones en las cadenas globales de suministro podrían provocar una reducción de la tasa de crecimiento del PIB español, que podría ser de entre dos y tres décimas en 2021, y de entre cinco y nueve décimas en 2022, siendo el sector de automoción el más afectado.**



Además del retraso de la puesta en marcha de los fondos europeos, hay que destacar la incertidumbre asociada a la velocidad de ejecución de estos proyectos y al efecto multiplicador sobre la actividad. Incluso existen algunas dudas a la hora de estimar su posible impacto sobre el PIB potencial. El propio Gobierno reconoce que el impacto de los fondos en el PIB potencial de la economía española no va a ser muy relevante, dado que en el Plan Presupuestario 2022 se estima un avance del mismo del 1,5% para ese ejercicio, tras un crecimiento del 1,1% en 2021.

La inseguridad jurídica asociada a los cambios regulatorios que se están produciendo en nuestro país es muy elevada y afecta al sector empresarial en buena parte. Se están implementando (y anunciando) una serie de medidas tanto en el ámbito laboral (salario mínimo, reforma laboral, reforma de las pensiones) como en el fiscal (nuevos impuestos o subida de los mismos) **que llevan implícito un aumento de los costes y una pérdida de competitividad para las empresas españolas. Este tipo de modificaciones en el marco regulatorio no favorecen ni el asentamiento de empresas, ni la mayor inversión por parte de estas, ni la creación de nuevos negocios, así como la atracción del talento humano.** Y estas implicaciones inciden, tanto en el corto como en el medio y largo plazo, sobre el crecimiento de la economía y la creación de empleo.

Tampoco se pueden pasar por alto **las secuelas que va a dejar la crisis, en términos de destrucción de tejido productivo o de aumento de la tasa de paro estructural. Incluso existen incertidumbres, derivadas del propio comportamiento de los agentes económicos,** respecto, por ejemplo, a un cambio en los hábitos del consumo de los hogares no solo en bienes sino también de servicios; o en la utilización del ahorro acumulado durante la pandemia.

Otro riesgo que se debe considerar es la situación de nuestras finanzas públicas, con un desequilibrio fiscal que supera el -8% del PIB en 2021 y una deuda pública que se está consolidando en el entorno del 121% del PIB. Estos niveles de deuda pública elevan nuestra vulnerabilidad financiera, lo que puede suponer un serio obstáculo para consolidar la recuperación económica, no solo a corto plazo, si hay cambio en el tono de la política monetaria, sino a futuro, por la carga de la deuda. Para reconducir los elevados niveles de deuda y déficits públicos, subir los impuestos no es la solución, dado que una fiscalidad con menores impuestos favorece la creación de empresas y una mayor inversión y, además, en España, ya se ha aumentado la presión fiscal en los últimos años. El foco para reconducir la magnitud del desequilibrio fiscal debe ponerse en la gestión del gasto, en línea con los trabajos de la AIReF, que muestran el margen que existe para incrementar la eficiencia en muchas políticas públicas. En paralelo, es necesario diseñar una estrategia fiscal a medio plazo concreta y creíble sobre los objetivos que se quieren alcanzar y las medidas que se van a implementar.

El conjunto de los riesgos enunciados nos lleva a **un escenario de crecimiento con mayor inflación y con un nivel de deuda pública en máximos históricos.** Así, a diferencia de la recuperación que se inició en 2014, esta etapa de reactivación se caracteriza por un crecimiento más rápido e intenso, pero que va acompañada de unos mayores costes de producción para



las empresas y de cambios regulatorios de calado que pueden introducir una mayor dosis de incertidumbre. Los niveles de deuda pública alcanzados, en máximos históricos, constituyen un factor de preocupación de cara a la sostenibilidad del nuevo ciclo expansivo.

Hay que señalar que **la recuperación de la economía española continúa con buenas perspectivas para los años 2021 y 2022**, aunque con más riesgos e incertidumbres de los que se contemplaban hace unos meses. **Tras la posible evolución de la pandemia, la inflación y las limitaciones a la producción son los principales riesgos económicos para que el crecimiento sea menos vigoroso**, sobre todo si estos efectos se prolongan en el tiempo, **a los que se debe añadir la incertidumbre regulatoria que afecta de lleno al ámbito empresarial y la propia evolución de la pandemia**, que no da tregua. No obstante, el impulso de los fondos europeos a la inversión, del ahorro embalsado al consumo de los hogares y la recuperación del turismo mantendrán crecimientos dinámicos.

3. Una reflexión sobre la inflación y la necesidad de evitar su enquistamiento en la economía española

Tras registrarse un largo periodo de tasas reducidas de variación de los precios en la mayor parte de las economías avanzadas, la reciente recuperación de la actividad económica internacional se ha caracterizado por ir acompañada de un repunte inflacionista. En promedio, los precios de consumo de estos países presentaron aumentos cercanos al 0,5% a comienzos de año y fueron progresando durante este periodo hasta situarse en tasas cercanas al 4% a finales de 2021.

Aunque la amplitud de este rango de variación de los precios es elevada entre estas economías, pueden observarse componentes comunes en su tendencia. **Destacan fundamentalmente el comportamiento de los precios en la economía norteamericana**, que alcanzaron, en noviembre, el 6,8% en su tasa de variación interanual del índice general y el 4,9% en la correspondiente a la inflación subyacente y en el **Reino Unido**, donde estos indicadores se situaron en el 5,1% y en el 4%, respectivamente, durante el mismo periodo. **Por su parte, los países pertenecientes a la UEM presentaron una tendencia similar, si bien su evolución ha sido más moderada**. La inflación general en la zona del euro aumentó hasta el 4,9% y la subyacente hasta el 2,6% en noviembre.

Esta tendencia al alza de los precios experimentada por las economías avanzadas **comenzó manifestándose sobre un conjunto más o menos reducido de componentes relacionados con la energía y se ha ido transmitiendo durante 2021**, en mayor o menor medida, hacia el **resto de las partidas** (alimentación, bienes industriales no energéticos y servicios). Si bien estos registros han superado las previsiones a corto plazo estimadas por distintas instituciones, **de no persistir los factores que sustentan su reciente dinamismo, es previsible que la inflación presente una cierta desaceleración durante los dos próximos años**, dadas las estimaciones que se han presentado sobre el grado de holgura de la producción con respecto sus niveles de



pleno empleo, así como la relación existente entre el aumento de los precios y de los costes laborales. Junto a lo anterior, **los indicadores financieros que muestran la evolución de las expectativas sobre la evolución de los precios en el medio y largo plazo**, tras apuntar un cierto recorrido al alza, **no dan muestras de un desacople de estas expectativas de inflación con respecto al objetivo marcado** por las autoridades monetarias.

España, al igual que el resto de las economías de su entorno, **ha experimentado a lo largo del último año una tendencia creciente en la variación de los precios**, si bien este proceso parece haber tenido una mayor incidencia en nuestra economía sobre el índice general que en la **inflación subyacente**. El crecimiento interanual del IAPC ha pasado del -0,1% en febrero al 5,5% en noviembre. Por su parte, la variación de la subyacente se situó en el 1,7%, superando en algo más de medio punto porcentual a los niveles promedio de inflación que presentaba este componente de los precios durante el periodo previo a la pandemia.

Este repunte de la variación de los precios refleja una combinación de múltiples factores, si bien se han de destacar dos que están estrechamente **relacionados con el encarecimiento del componente energético**. Por una parte, durante 2021 se está constatando un **efecto base en el crecimiento de los precios relacionados con la energía** y, en particular, con la variación del precio del petróleo y sus derivados que se produjo durante el periodo de la pandemia. Adicionalmente, **a este efecto base se le une el encarecimiento de otros productos energéticos, como son el gas y la electricidad, que se han visto afectados por cuestiones geopolíticas, la acumulación de reservas y por el precio de los derechos de emisión de CO2**. Estos factores supondrían, al menos, la mitad de la variación de los precios durante este periodo y es previsible que reduzcan sensiblemente su contribución al crecimiento del índice general durante 2022.

Junto al encarecimiento de los productos energéticos, **la inflación se ha visto condicionada por efectos base que también ha afectado al precio de los servicios, en particular los relacionados con el turismo** (paquetes turísticos, hoteles, restauración) **y por otros efectos derivados de las restricciones de la producción y del comercio internacional ocasionados por la pandemia y que han terminado por afectar a determinados productos industriales no energéticos**, como componentes de equipo, semiconductores y otro tipo de bienes intermedios.

Esta restricción de suministros está afectando a la actividad de las cadenas de producción globales y limitan, asimismo, la oferta de bienes consumo duradero. De igual forma, el elevado grado de internacionalización y el consiguiente deterioro por la pandemia de alguno de los eslabones podrían haber amplificado la elevación de los precios, al generarse un sobrecoste por la necesaria y urgente relocalización y centralización de parte de estos procesos en países con una menor disposición inicial de los necesarios insumos para su producción.

Por último, **esta cierta rigidez de la oferta se ha combinado, de forma simultánea, con una reactivación súbita de la demanda que se ha visto fortalecida por el impulso procedente de políticas monetarias y fiscales** con un marcado carácter expansivo, así como por el



desembalse, tras la reapertura de la economía, **del gasto y del ahorro acumulados durante el periodo de la pandemia**.

Pese al carácter eminentemente transitorio y con un origen externo de la evolución de los precios de la economía española durante el periodo analizado, el repunte de la inflación podría generar alzas adicionales y más prolongadas si se materializasen en efectos indirectos y de segunda vuelta. Sobre los primeros, un encarecimiento adicional de materias primas y de la energía, junto con una prolongación no prevista de la escasez de suministros, comprimiría aún más los márgenes, ya que la fuerte competencia en los mercados les impide, en muchas ocasiones, trasladar a precios estos mayores costes.

Adicionalmente, **en un escenario de recuperación donde se producen episodios más intensos y prolongados de aumentos de los precios podrían surgir efectos de segunda vuelta.** Estos se originarían, fundamentalmente, por la conformación de las expectativas de las empresas y los consumidores sobre la evolución de los precios en el medio y largo plazo, y su incidencia sobre los costes laborales y los tipos de interés. Si estos agentes toman en consideración que la evolución futura de los precios se ha desviado del objetivo marcado por las autoridades, incorporarán en sus decisiones de gasto e inversión dichos parámetros, presionando adicionalmente la evolución presente de la inflación.

No pocas veces, las empresas sufren costes añadidos adicionales, en la medida en que, a través de la negociación colectiva, los trabajadores les intentan trasladar sus pérdidas de poder adquisitivo. Asimismo, el nivel nominal de los tipos de interés se ve muy condicionado por las expectativas de inflación (efecto Fischer). Como consecuencia, **una mayor inflación y aumento de expectativas o incertidumbres acerca de la misma acabaría, tarde o temprano, elevando el coste de capital.** La conjugación de estos dos efectos, a su vez, **contraería la inversión empresarial**, que, a su vez, en el largo plazo es el **principal determinante de las posibilidades de crecimiento** de una economía y generaría, adicionalmente, una mayor espi-
ral inflacionista.

Se ha de destacar que **las principales instituciones internacionales y las autoridades monetarias, en particular el BCE, hasta el momento limitan la contribución de los efectos indirectos al crecimiento esperado de los precios y descartan una repercusión negativa de efectos de segunda vuelta en las principales economías avanzadas**, sin que se hayan visualizado cambios significativos de las expectativas sobre la inflación por parte de los agentes. **Ahora bien, consideran que estos factores generan incertidumbre en los mercados e incorporan, en cierta medida, a la inflación como un factor de riesgo a la baja para el crecimiento económico de los próximos ejercicios dentro de sus previsiones.**

Entre los escenarios centrales sobre la evolución de la inflación **en España no se contempla, al igual que en la UEM, una repercusión importante de estos efectos indirectos y de segunda vuelta que propiciarían un persistente incremento de los precios.** A finales de año el número de partidas que mostraban tasas de variación negativas, o por debajo del 1%, eran



muy superiores a aquellas que mostraban crecimientos superiores al 2%, tanto en el IAPC general como en el de la subyacente. Entre las primeras se encuentran, fundamentalmente, bienes industriales no energéticos y también servicios.

Por otra parte, **los aumentos salariales pactados en la negociación colectiva permanecen por debajo del 2%**, siendo menos del 20% el porcentaje de convenios que contienen cláusulas de salvaguarda que incorporarían actualización salarial con respecto los registros de la inflación a finales de año. Sobre esta cuestión, **en la economía española**, al igual que en el resto de las principales economías europeas, **existe una relación estable y positiva entre la evolución de los costes laborales y la de la inflación**. Por lo tanto, **se ha de ser especialmente prudente con las subidas salariales en este momento para no agravar el problema de la inflación**.

Por último, se ha de destacar que, evaluando la evolución de las expectativas de inflación a corto y medio plazo a través de los *swaps* de inflación, pese a haberse registrado cierta tendencia al alza desde el 2020 y un aumento de la volatilidad de estas medidas, **en España tanto el *swap* de inflación 2 años en 2 años como el de 5 años en 5 años se sitúan en el 2,4%, cerca de los registros del objetivo de estabilidad en precios marcado**.

En este sentido, **y como conclusión preliminar, no es previsible que se materialicen efectos de demanda, ni de alzas de costes laborales ni de desacoplamiento de las expectativas de los agentes conforme objetivos de medio y largo plazo de la inflación que puedan suponer un riesgo para la estabilidad en los precios y el crecimiento económico**. Ahora bien, la economía española, como parte de la UEM, tiene limitadas sus herramientas de política económica para mitigar un alza diferencial de los precios con respecto a sus principales socios comerciales. **Este menor recurso de instrumentos de política económica** por parte de las autoridades nacionales, tales como el tipo de cambio o el tipo de interés, **puede generar incertidumbre sobre cómo compensar en el corto plazo los efectos negativos de un choque sobre los precios**.

Esto es especialmente relevante puesto que nuestra economía presenta algunos desequilibrios macroeconómicos específicos, como son un elevado **déficit público estructural y una persistente y alta tasa de desempleo**, junto con **una baja productividad**. Además, **nuestra economía registra una mayor dependencia de determinados insumos energéticos de importación y una mayor presión fiscal** que las economías avanzadas de nuestro entorno.

De cualquier modo, **es deber de las autoridades y de los principales agentes económicos y sociales generar una mayor concienciación sobre los efectos negativos que supondría tomar decisiones que promuevan una presión adicional sobre los precios. Una mayor inflación y aumento de expectativas o incertidumbres acerca de la misma acaba, tarde o temprano, elevando el coste de capital**. Esto, a su vez, contrae la inversión empresarial, que, a su vez, en el largo plazo es el principal determinante de las posibilidades de crecimiento de una economía. Por otra parte, los agentes económicos intentan protegerse de la inflación, desviando sus recursos a los activos que mejor les protegen de la misma, como puedan ser, en general, las



inversiones en bienes reales, pero no necesariamente a sus usos más productivos, como es la inversión empresarial.

De igual forma, las **familias también se ven constreñidas por los mayores precios, que erosionan su renta disponible y reducen su poder adquisitivo**. No en vano, en los últimos meses estamos asistiendo a una estabilización en la demanda de bienes de consumo que bien podría ser consecuencia de este proceso. **La inflación provoca un incremento en la carga fiscal de los hogares**, al no deflactarse las escalas marginales de tipos de los impuestos directos. Esta «progresividad en frío» supone que, aun con una renta real mermada por la inflación, se termine pagando, en última instancia, un mayor nivel de impuestos, agravando ese proceso de destrucción de renta disponible.

Por último, **en un contexto de tipos de interés nominales tan reducidos, la existencia de inflación implica la presencia de tipos reales significativamente negativos, con las consiguientes pérdidas para los ahorradores**. Este fenómeno, que se denomina represión financiera, no es, ni mucho menos, menor, y, de hecho, tiene importantes efectos distributivos en tanto que implica una transferencia continua de riqueza y renta de los acreedores a los deudores.



Publicaciones del Instituto de Estudios Económicos

2021

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 75. Una coyuntura condicionada transitoriamente por la inflación.

COLECCIÓN INFORMES. Diciembre. Competitividad fiscal 2021. La competitividad fiscal como referencia obligada para la próxima reforma tributaria.

Informe IEE-CEIM. Noviembre. El tamaño y el crecimiento empresarial en la Comunidad de Madrid como factor de competitividad regional.

OPINIÓN DEL IEE. Noviembre. Los Presupuestos Generales del Estado para 2022.

COLECCIÓN ESTUDIOS. Octubre. El Programa de Pago a Proveedores como instrumento de inyección de liquidez a la empresa.

COLECCIÓN INFORMES. Septiembre. Empresa, igualdad de oportunidades y progreso social. Indicador IEE de Igualdad de Oportunidades.

COYUNTURA ECONÓMICA. Julio. N.º 74. La recuperación de la economía española necesita de un clima favorable a la empresa.

PUNTO DE VISTA. Junio. La situación actual y perspectivas de las inversiones energéticas y el sector eléctrico en América Latina.

REVISTA DEL IEE. Mayo. N.º 2/2021. La libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica 2021.

INFORME DE OPINIÓN. Abril. La competitividad fiscal de las comunidades autónomas. Condición necesaria para el desarrollo económico.

COLECCIÓN INFORMES. Marzo. La propiedad privada en España. La necesidad de reconocer los derechos de propiedad en materia de vivienda. Índice de Derecho de Propiedad 2020.

PUNTO DE VISTA. Enero. La situación actual de la economía en América Latina. Su incidencia sobre las empresas españolas.

REVISTA DEL IEE. Enero. N.º 1/2021. Adaptabilidad y flexibilidad para la recuperación económica.

2020

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 73. Más allá de los fondos europeos: la economía española necesita el impulso de las reformas estructurales.

INFORME IEE-FIAB. Diciembre. Impacto de la crisis del COVID-19 en la industria de alimentación y bebidas española.

INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Los Presupuestos Generales del Estado para 2021.

INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Una propuesta de mejora para los incentivos fiscales a la I+D+i.

INFORME IEE-CEIM. Noviembre. La tributación del ahorro y su incidencia en la reactivación económica desde la perspectiva de la competitividad regional.

COLECCIÓN INFORMES. Octubre. Competitividad fiscal 2020. ¿Por qué no se pueden subir más los impuestos en España?

INFORME IEE-ASCOM. Octubre. Estudio sobre la función de Compliance en las empresas españolas.

INFORME DE OPINIÓN. Agosto. El marco fiscal de los planes de pensiones. La necesidad de fomentar el ahorro para la jubilación.

COLECCIÓN INFORMES. Julio. Libertad económica y libertad de empresa en España. Índice de Libertad Económica España 2020.

COYUNTURA ECONÓMICA. Julio. N.º 72. Crisis de la COVID-19 en la economía española: la recuperación no es posible sin confianza empresarial.

INFORME DE OPINIÓN. Junio. Impacto económico de las medidas adoptadas en el contexto de la presente crisis. Los casos de la financiación privada avalada y los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo.

INFORME DE OPINIÓN. Febrero. Eficiencia del gasto público. Medición y propuestas de mejora.

PUNTO DE VISTA. Enero. El Capitalismo. Cambio, evolución y progreso.

2019

COLECCIÓN INFORMES. Diciembre. La deuda pública en España. Implicaciones sobre la política económica.

COYUNTURA ECONÓMICA. Diciembre. N.º 71. Una política económica ortodoxa para revertir la desaceleración y reducir la incertidumbre.

INFORME DE OPINIÓN. Noviembre. Las buenas prácticas regulatorias.

COLECCIÓN INFORMES. Noviembre. La propiedad privada en España. Índice de Derecho de Propiedad 2019.

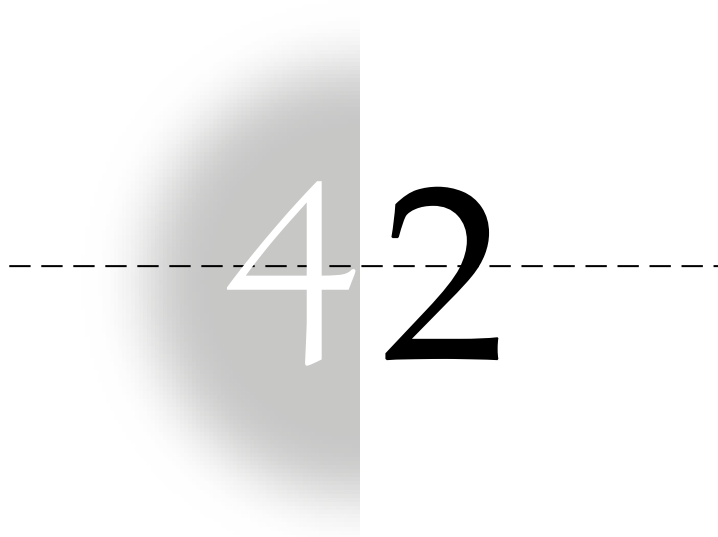
COLECCIÓN INFORMES. Octubre. Índice de Competitividad Fiscal 2019.

COYUNTURA ECONÓMICA. Junio. N.º 70. A mayor inestabilidad política, más incertidumbre económica.

INFORME DE OPINIÓN. Febrero. Los Presupuestos Generales del Estado para el 2019.



INSTITUTO
DE ESTUDIOS
ECONÓMICOS



años
*por la economía
de mercado*

La economía mundial está perdiendo dinamismo en los últimos meses, al tiempo que están aumentando los desequilibrios, si bien la recuperación continúa siendo sólida. El ritmo de vacunación, que es muy desigual entre regiones, junto con la aparición de nuevas variantes de la covid-19, aumentan la incertidumbre y los riesgos sobre la evolución del crecimiento a escala global. La inflación y los problemas en la oferta y en la producción son las mayores preocupaciones económicas en el entorno internacional, que además pueden tener un carácter menos transitorio de lo estimado meses atrás.

La recuperación de la economía española continúa con buenas perspectivas para los años 2021 y 2022, aunque con más riesgos e incertidumbres de los que se contemplaban hace unos meses. Tras la posible evolución de la pandemia, la inflación y las limitaciones a la producción son los principales riesgos económicos para que el crecimiento sea menos vigoroso, sobre todo si estos efectos se prolongan en el tiempo, a los que se debe añadir la incertidumbre regulatoria que afecta de lleno al ámbito empresarial y la propia evolución de la pandemia, que no da tregua. No obstante, el impulso de los fondos europeos a la inversión, del ahorro embalsado al consumo de los hogares y la recuperación del turismo mantendrán crecimientos dinámicos.

Por otro lado, la incertidumbre sobre la consolidación de un proceso inflacionista se sustenta por el efecto que la reciente evolución de la inflación tenga sobre las expectativas sobre los precios a largo plazo de los agentes. Este es uno de los principales riesgos que podría materializarse sobre la economía española en el corto plazo y poner en compromiso la consolidación de la recuperación de la actividad y del empleo.



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Tel.: 917 820 580

iee@ieemadrid.com

www.ieemadrid.es