

INFORME SEMESTRAL
ESPAÑA

El histórico crecimiento económico español
es insuficiente para recuperar los datos de 2019

7 febrero 2022

Autor: David de Bedoya Azorín

trends.ufm.edu

S2 2021 ES

INDICADORES CICLO ECONÓMICO

ESPAÑA

INDICADOR

Posición liquidez SF	Préstamos totales repuntan, riesgo de deterioro carteras crediticias
Posición liquidez familias	El stock de crédito a las familias está estable
Posición liquidez empresas	Pueden crecer las necesidades de liquidez
Cantidad dinero	Repunta el crecimiento de los agregados monetarios
Actividad económica	Fuerte repunte unido a mejora de expectativas
Demanda consumo cíclico	Fuerte repunte en principales sectores
Empleo	Retorno a la ocupación en el sector privado y crecimiento público

INDICADOR

Confianza	Muy relevante incremento de la confianza de los agentes económicos
Beneficios empresariales	Contracción significativa
Precios:	Periodo inflacionario, incremento fuerte de las tensiones inflacionarias a medio plazo
Tipos de interés	Ligero repunte desde mínimos
Déficit público	Disparado
Sector exterior	El desplome del turismo amenaza la mejora del saldo por cuenta corriente, unido al encarecimiento de las materias primas
Situación general	Fase de recuperación, alta incertidumbre. El sector privado partía antes del estallido de haber realizado un notable ajuste previo. Los riesgos se concentran en el consumo (inflación), inversión (cuellos de botella) y en el sector público



Actividad económica y empleo

1. Actividad económica

a. PIB

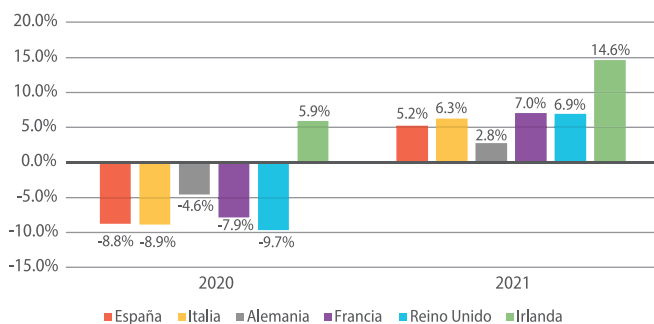
Las cifras provisionales de Contabilidad Nacional de final de año 2021 confirman que la economía española se encuentra en proceso de fuerte recuperación, tras el impacto de la pandemia provocada por la COVID-19 en el año 2020. El crecimiento interanual ha alcanzado el 5,23%, el dato más alto de los últimos 21 años en un cuarto trimestre de año. No obstante lo anterior, la economía española todavía se encuentra lejos de los volúmenes de producción de 2019 y las expectativas que el Gobierno y los principales organismos internacionales habían depositado en la recuperación del año 2021 no se han cumplido.

Las estimaciones iniciales gubernamentales, que se fueron reduciendo durante el año desde un 10% inicial hasta el último dato del Ministerio de Economía, del 6,5% no ocurrieron. La desviación fue principalmente por la combinación de una menor demanda interna respecto a lo esperado (especialmente en el segundo y tercer trimestre, como consecuencia de un menor consumo privado de lo esperado) y un sector exterior todavía muy afectado por la pandemia (especialmente, el turismo).

La comparativa contra los países de nuestro entorno deja todavía dudas para la economía española. La velocidad del crecimiento es mejor que las grandes economías europeas, especialmente a nivel intertrimestral. La economía española creció en el cuarto trimestre, en comparación con el tercero, un 2,01%, lo que compara con una caída de la economía alemana intertrimestral del -0,7%, la francesa un 0,7%. Ahora bien, los datos de crecimiento interanual españoles no sobrepasan con claridad los europeos. Teniendo en cuenta que estas economías, al igual que la mayoría de las europeas, habían registrado menores caídas en 2020, el efecto combinado implica que ya han recuperado sus niveles de producción previos a la pandemia a diferencia de España.

Gráfico 1

Crecimiento interanual PIB (%)

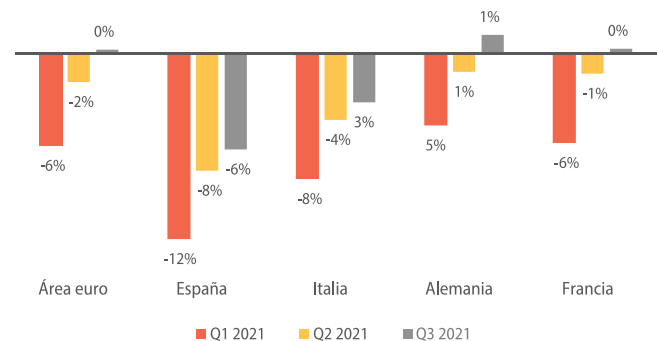


Fuente: Eurostat enero 2022. Datos de Italia, Reino Unido e Irlanda de 2021 son estimaciones publicadas en diciembre 2021.

Así, aunque la economía española ha ido recuperando el terreno perdido comparado contra otras economías a lo largo de 2021, es la que presenta unos volúmenes de producción (PIB pm) más reducidos en comparación con el último trimestre de 2019 y una intensidad de recuperación menor en el año (especialmente en el primer semestre de 2021).

Gráfico 2

Recuperación del PIB pm (100=2019)



Fuente: Eurostat enero 2022.

Ahora bien, las expectativas se mantienen fuertes para la economía española en el año 2022. Los principales organismos esperan un crecimiento superior al 5% también para el 2022 (ie. Banco de España¹ pronosticó a inicios de enero 2022 un 5,4% y el panel de Funcas² se sitúa en el 5,6%). Estas proyecciones apuntarían a una recuperación de los volúmenes pre pandémicos a lo largo de este año.

Las principales áreas de duda para cimentar la recuperación de la economía española en 2022, al margen de la evidente (la evolución de la pandemia y las restricciones aparejadas), tienen que ver con los siguientes factores de fuerte impacto en el PIB español. En primer lugar, las dinámicas del turismo internacional (no se espera recuperar el volumen de 2019 durante 2022³), seguido por los problemas de la cadena de suministro global, que están mostrando una persistencia peor a la anticipada (el 31% de las empresas confirmaron al Banco de España estar teniendo problemas con sus proveedores en el cuarto trimestre de 2021, en comparación con el 13% en 2020), la recuperación del consumo privado y el impacto de los fondos europeos (NGEU), como principales componentes de duda en oferta y demanda. Todo ello, sin mencionar la inflación de bienes de consumo, que se encuentra disparada

¹ Ver documento de [Proyecciones macroeconómicas de España 2021-2024](#) presentado por Óscar Arce, Director General de Economía y Estadística del Banco de España el 17 de diciembre de 2021.

² Ver [panel de previsiones para la economía española de Funcas](#) publicado en enero 2022.

³ El 63,8% de los empresarios del turismo opinan que el volumen de 2019 no volverá hasta 2023, según el Informe de Perspectivas que publicó el 13 de enero de 2022 la organización de empresarios del sector turístico, Exceltur.

y puede tener un fuerte impacto en la evolución del PIB (ver más adelante).

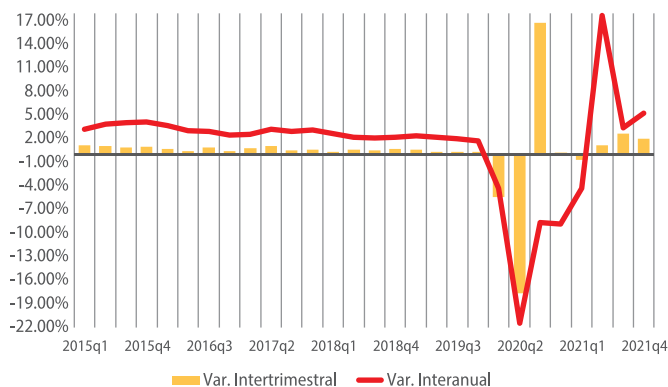
A toda esta incertidumbre hay que añadirle un comportamiento todavía volátil del PIB trimestral y las continuas revisiones del INE. En el tercer trimestre, el PIB trimestral creció un 2,6%, incrementando el crecimiento del 2T de 2021 que había crecido un 1,2%, para acabar en un 2,01% en el 4T 2021.

Es importante tomar con cautela estas cifras debido a las ya reiteradas revisiones relevantes que el INE viene realizando de los crecimientos avanzados en los trimestres anteriores. Revisiones de carácter tan relevante como las realizadas respecto al avance del segundo trimestre de 2021. Donde en nuestro anterior informe reportábamos a junio 2021 unos crecimientos intertrimestrales del 2,8% e interanuales del 19,8%, las cifras se corrigieron en el tercer trimestre, reduciéndose a 1,19% y 17,66%, respectivamente. También se ha revisado con fuerza la caída de 2020, pasando del -10,8% reportado entonces al -8,8% reportado ahora.

- Crecimiento PIB intertrimestral (4T 2021): 2,01% (2,63% 3T 2021)
- Crecimiento PIB interanual (4T 2021): 5,23% (3,39% 3T 2021)

Gráfico 3

Crecimiento del PIB

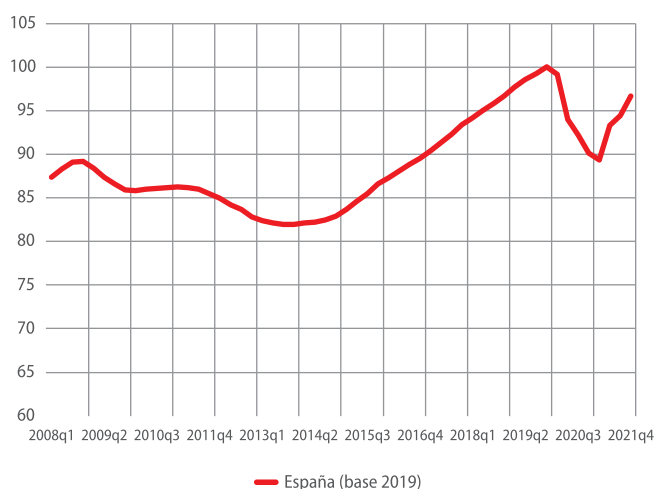


Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

Al igual que apuntamos en nuestro último informe, consideramos que una más adecuada forma de observar la evolución del PIB es en base 100 comparando con niveles de 2019⁴. Los buenos datos del segundo semestre del año han permitido que España recupere parte del terreno perdido situándose ya sólo 3 puntos por debajo del nivel de 2019 a finales de año.

Gráfico 4

PIB pm base 100 2019



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

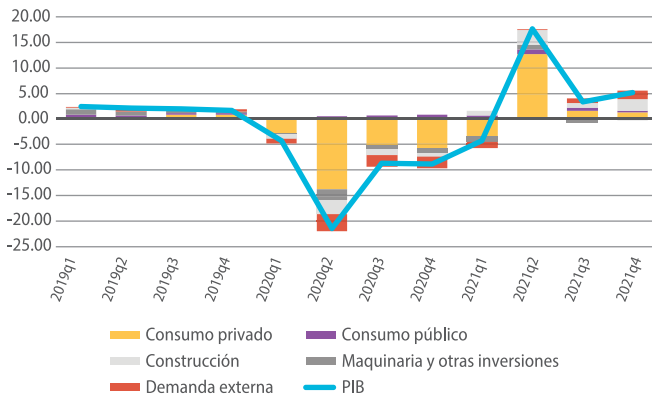
El crecimiento continúa fuertemente impulsado por la demanda interna, si bien la demanda externa ya acumula tres trimestres consecutivos aportando crecimiento. La demanda nacional contribuye con 3,6 puntos al crecimiento del PIB (vs. 2,5 puntos en el 3T 2021) y la demanda externa 1,7 puntos (vs. 0,9 puntos en el 3T). El gasto en consumo final de los hogares crece a una tasa del 2,4% y ya suma tres trimestres consecutivos de fuerte recuperación. Todavía se encuentra por debajo de 2019 y no ha revertido los 5 trimestres de caídas que experimentó entre el 1T 2020 y el 2T de 2021. Por su lado, el gasto de las Administraciones Públicas ha continuado creciendo, al 1,3% a final de año. Es importante remarcar que las Administraciones Públicas vieron crecer sus gastos un 4,7% en interanual en 2020, dato sobre el que ahora vuelven a incrementar un 1,3%, en clara divergencia con el dato de los hogares.

La inversión (formación bruta de capital) registra una variación del 9,6% (frente a una caída del -7,9% en el último trimestre del 2020). El dato continúa impulsado por la inversión en maquinaria y bienes de equipo (cuatro trimestres con fuertes crecimientos) y, aunque aporta poco al total, también llama la atención la inversión en productos de propiedad intelectual, que crece un 10,4% y acumula 3 trimestres en fuertes crecimientos. La otra cara de la moneda la refleja la inversión en vivienda. Si bien el 2T de 2021 arrojaba un crecimiento del 9,2% (por efecto base, tras la caída del 20,3% en el 2T 2020), el dato cierra 2021 con una reducción del -2,8%.

⁴ Datos en volumen (PIB pm). Fuente INE y Eurostat. Elaboración propia.

Gráfico 5

Contribución crecimiento PIB demanda (% interanual)

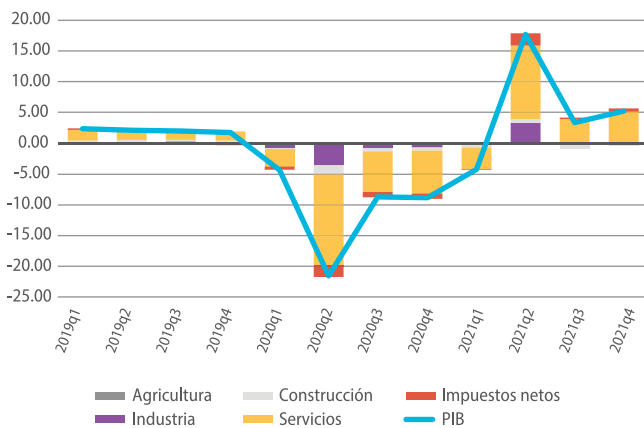


Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

Observando el PIB desde la oferta, el valor añadido bruto de las ramas industriales aumenta en 1,2% en interanual. Este incremento compensa parcialmente las fuertes caídas registradas en agricultura (-4,3%) y en construcción (-5,0%). A diferencia, el sector servicios sigue pujando con fuerza por tercer trimestre consecutivo y crece al 7,5%, gracias al comercio, transporte y hostelería (19,4%), la información y comunicaciones (7,3%) o las actividades profesionales (7,5%).

Gráfico 6

Contribución crecimiento PIB oferta (% interanual)



Fuente: INE, Contabilidad Nacional.

b. PMIs

Los Índices de Gestión de Compras proporcionan información de mayor frecuencia de la evolución de la actividad económica durante estos meses de volatilidad.

El PMI del sector manufacturas ha sido durante este semestre fiel reflejo de la reducción de expectativas en relación a la economía española que hemos comentado en el apartado anterior, quedando lejos los datos de las previsiones. Si bien

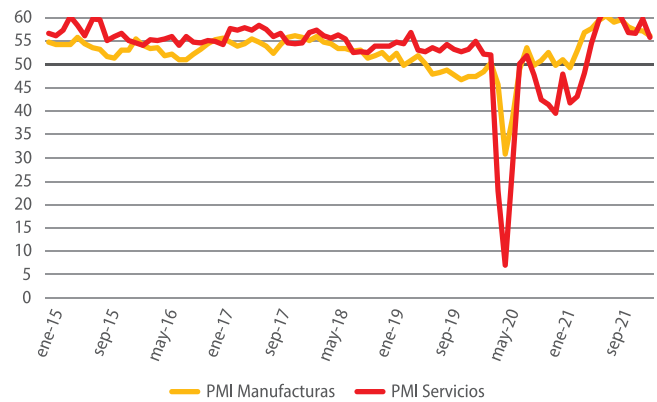
sigue en datos positivos (cierra el año en 56,2; recordemos: menos de 50 puntos indica disminución de pedidos), el dato se ha ido desinflando a lo largo del semestre, cayendo del 60,4 en junio al 58,1 en septiembre y al 56,2 final. El arranque de año 2022 será interesante de observar para confirmar si las expectativas siguen altas o se moderan parcialmente.

La dinámica ha sido más llamativa en el sector servicios, posiblemente como consecuencia (a final de año) del incremento de contagios de la pandemia y la vuelta de algunas restricciones. El dato sigue en positivo y alto, si bien se redujo de un 62,5 en junio a un 56,9 en septiembre y a un 55,8 a final de año, una corrección superior a la del sector servicios.

- PMI Manufacturero (promedio 4T 2021): 56,9 (58,9 3T 2021)
- PMI Servicios (promedio 4T 2021): 57,4 (59,6 3T 2021)

Gráfico 7

Índices de gestión de compras (PMIs)



Fuente: Ministerio de Economía.

c. Demanda de sectores cíclicos

Sectores como el del automóvil o la vivienda, cuya demanda es relativamente más sensible al crédito y a las expectativas, son un termómetro adicional de la coyuntura que debe tomarse en cuenta. Además, en las actuales circunstancias mencionaremos al sector del turismo y del comercio minorista.

El parón del año 2020 ha afectado por completo la comparabilidad de los principales indicadores cíclicos por lo que las altas tasas de crecimiento interanual son poco representativas. Ahora bien, la realidad es que el sector no se ha recuperado de la combinación de pandemia y cuellos de botella en la producción de algunos componentes, especialmente microchips⁵, así como el repunte de la inflación a partir del 2

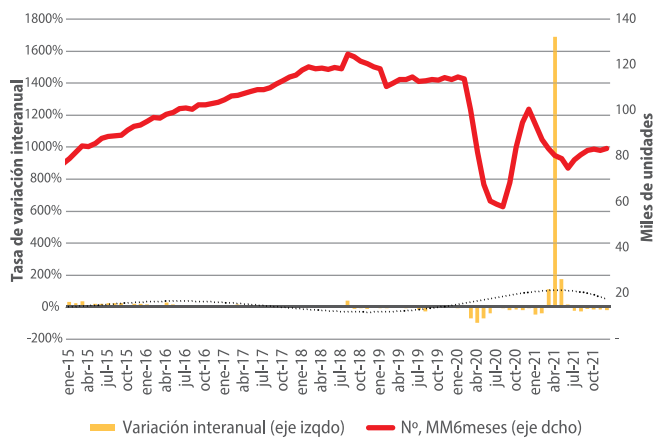
⁵ Desde la Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones apuntaban el 3 de enero de 2022 lo siguiente para hacer balance del año: "El año ha resultado ser incluso más complicado a nivel de matriculaciones que el anterior, pese a los cierres provocados por la pandemia. A la incertidumbre y la crisis económica provocada por la Covid-19, hemos sumado la [escasez de producto por la falta de semi-conductores y los cuellos de botella en la logística](#)"

trimestre de 2021. En 2021, el Ministerio de Economía reporta 950 mil matriculaciones de automóviles, por debajo de 2020 (968 mil) y muy por debajo de 2019 (1.370 mil). El Ministerio de Economía de España ha comparado esta evolución contra el promedio de la zona euro y parece que la recuperación en España está siendo significativamente más lenta.

- Crecimiento interanual matriculación automóviles (4T 2021): -14,9% (-19,4% 3T 2020)

Gráfico 8

Matriculación de automóviles



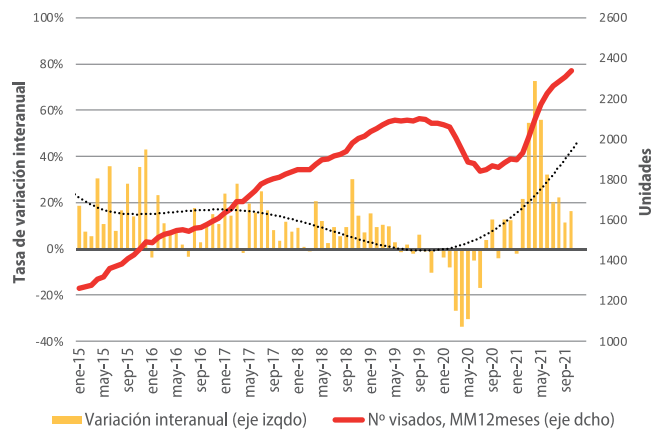
Fuente: Dirección General de Tráfico y Mº Economía. Datos CVEC. El dato de la tasa de abril de 2021 ha sido cortado del gráfico por ser poco representativo (+1.720%).

A diferencia de lo que mencionamos más arriba respecto a los datos desagregados del PIB, la actividad subyacente del sector inmobiliario continúa mostrando síntomas de recuperación en el 4T 2021, lo que podría anticipar buenos datos de inversión en construcción en los primeros meses de 2022. Los visados de dirección de obra nueva, un indicador adelantado de la actividad inmobiliaria, siguen por encima de 2019 (al igual que en el 2T 2021), con 2.274 visados concedidos de promedio trimestral en el periodo agosto-octubre 2021 (vs. 1.890 en el mismo periodo de 2019). Esta recuperación, unida a alza de la financiación hipotecaria, nos hace ser optimistas de cara al futuro más inmediato del sector.

- Crecimiento interanual visados de obra (ago-oct 2021): 15,8% (3,9% en 2020; 1,2% en 2019)

Gráfico 9

Visados de dirección de obra nueva

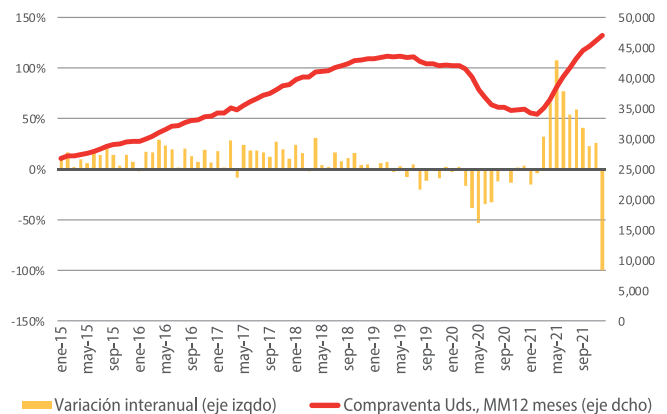


Fuente: Ministerio de Economía.

Asimismo, el dato de compraventa de viviendas también refleja alzas. En promedio, en los últimos 12 meses se han vendido unas 46.126 viviendas por mes, un 33% más que en 2020 y un 10% más que en 2019.

Gráfico 10

Compraventa de viviendas



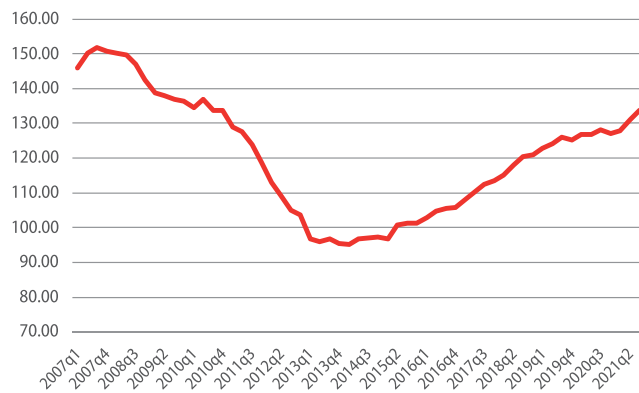
Fuente: INE, Estadística de Transmisiones de Derechos de la Propiedad.

Este dato llama todavía más la atención cuando se compara con el repunte de precios vivido en el sector. Los precios acumulan ya 6 años de subidas, aunque la moderación vivida entre 2019 y 2020, donde el incremento de precio de la vivienda pasó de tasas anuales superiores al 5% a unas tasas del 2%-3% en 2020, vuelve a crecer con fuerza hasta el 4% en el 3T 2021.

- Crecimiento interanual índice precio de la vivienda INE (3T 2021): 4,21% (3,26% 2T 2021; 1,68% 3T 2020)

Gráfico 11

Índice del precio de la vivienda (2015=100)



Fuente: INE.

La evolución del turismo continúa siendo muy mala. La 'Encuesta de ocupación hotelera' del INE de diciembre refleja una caída del 50% respecto a las pernoctaciones acumuladas a diciembre de 2019. Las cerca de 172 millones de pernoctaciones acumuladas en 2021 son superiores a las cerca de 92 millones de 2020 en más del 87%, aunque quedan lejos de 2019 (343 millones). El optimismo en el sector se fundamenta en que los datos mensuales han ido mejorando a lo largo del año, y si la caída acumulada anual es del 50%, en el último trimestre fue del 21%, dando cierto aire al sector. Como hemos apuntado en la sección del PIB, no se espera una recuperación de los datos de 2019 en 2022.

La tasa de crecimiento de las ventas al por menor, que en términos interanuales llegó a registrar en abril 2020 un descenso del 31,0%, y cerró 2020 con un -1,8% en diciembre, ha mostrado cierta recuperación a partir de marzo y sólo ha arrojado datos ligeramente negativos entre agosto y octubre (entre -0,1 y -0,7).

Gráfico 12

Ventas al por menor



Fuente: INE.

2. Empleo

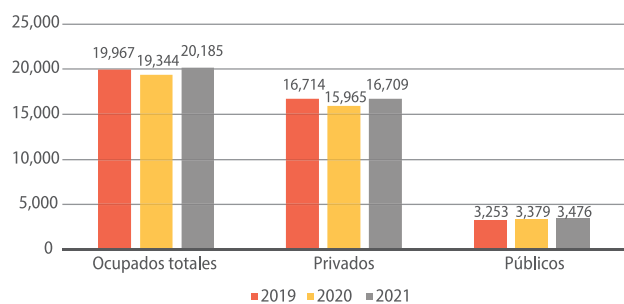
La Encuesta de Población Activa (EPA) del 4T ha supuesto una grata sorpresa para la evolución del empleo en la economía española, mostrando un incremento del número de ocupados de 153.900 personas en el 4T 2021, lo que supone un crecimiento trimestral del 1,21% (desestacionalizado). El número de ocupados asciende a 20.184.900, tras crecer en 840.700 personas (4,35%) en los últimos 12 meses y superar el dato de ocupados previo a la pandemia.

Los ocupados ausentes de su empleo han pasado de 3.810.400 en el 3T 2021 a 1.938.700 en 4T 2021 (descenso por la incidencia de vacaciones en el 3T, combinado por un incremento de bajas medicas por enfermedad de 109.600 personas y una reducción de los ERTE o paros parciales de 31.400 personas). El efecto del COVID en el teletrabajo se sigue reflejando. El 7,9% de los ocupados trabajan desde casa más de la mitad de los días y el 5,7% trabaja al menos 2 días desde casa a la semana.

La fuerte recuperación del empleo, a diferencia de lo reflejado en el informe anterior, es tanto en el sector privado como en el sector público. El empleo en el sector privado se ha incrementado en 744.300 personas en los últimos 12 meses y en 96.400 personas en el sector público en el mismo periodo. Así, si se compara contra el inicio de la pandemia, ya hay (casi) los mismos trabajadores en el sector privado que en 2019:

Gráfico 13

Ocupados totales (miles de personas)



Fuente: INE, EPA 4T 2021.

Volvemos a llamar la atención sobre el fuerte papel que ha tenido el Estado en esta recuperación del empleo. Mientras los ocupados totales de 2021 son superiores a los ocupados totales de 2019, los ocupados privados están en línea con 2019 y los públicos son superiores en más de 200 mil personas.

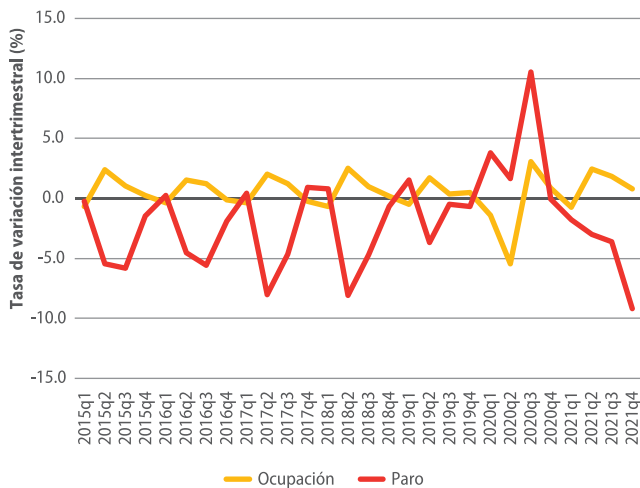
Estos buenos datos de la EPA han venido también acompañados de una mejoría de los datos de afiliados a la Seguridad Social y una reducción de la tasa de paro, que ha sido algo menor de lo esperado debido al incremento de la tasa de actividad (dato, este último, que se está interpretando con cierto optimismo desde un punto de vista de reactivación de las expectativas individuales de búsqueda de empleo)⁶.

⁶ Los datos de afiliados son la media mensual.

- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (4T 2021): 3,9% (3,8% 3T 2021; -2,0% 4T 2020)
- Tasa de variación anual afiliaciones a la SS (diciembre 2021): 4,0% (3,8% nov 2021; 3,7% oct 2021)
- Tasa de Desempleo (4T 2021): 13,3% (14,6% 3T 2021; 13,8% 4T 2019).
- Tasa de Actividad (4T 2021): 58,6% (59,1% 3T 2021; 58,2% 4T 2020).
- Variación del empleo últimos 12 meses (4T 2021): 4,35%.

Gráfico 14

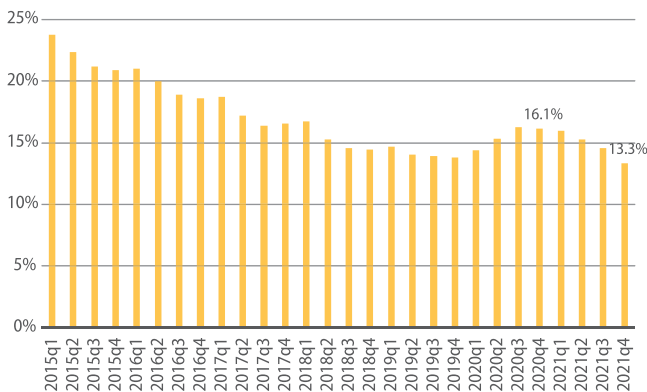
Tasas de variación del empleo



Fuente: INE. Encuesta de Población Activa. Datos desestacionalizados.

Gráfico 15

Tasa de desempleo



Fuente: INE. Encuesta de Población Activa.

El punto más interesante de debate sobre las distintas EPA que se han ido publicando a lo largo del año 2021 tiene que ver con la descorrelación existente entre la recuperación del empleo (en niveles de 2019) y del PIB (por debajo de 2019). Si bien las continuas revisiones hacen difícil concluir, parece que la productividad en España se encuentra a la baja. Algunos analistas apuntan a las siguientes causas para explicar dicha reducción de la productividad: (i) efecto composición (incremento de los ocupados en sectores de servicios u

hostelería con una aportación al PIB por empleado menor, algo con claro impacto en el 2021 según BBVA⁷); (ii) mayor peso del sector público (el crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo del sector público en España ha sido del 0,5% en 2021, que compara con superiores tasas de crecimiento del sector privado en España otros países); (iii) la caída de horas trabajadas unido a la persistente temporalidad de la contratación laboral española (-7% de caída de horas trabajadas según la EPA); y/o (iv) la readaptación del factor trabajo a nuevos puestos laborales tras el impacto de la pandemia, que implica cierta curva de aprendizaje hasta alcanzar los niveles de productividad previos.

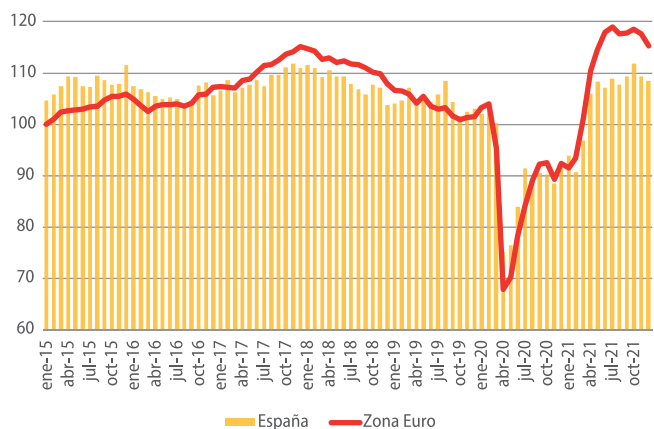
La productividad será, sin lugar a duda, un factor a tener muy presente en los próximos meses para evaluar la calidad de la recuperación de la economía española.

3. Tendencias en actividad económica y empleo

Atendiendo a la confianza de los agentes económicos tanto en España como en la zona euro invita a cierto optimismo para los meses que están por llegar. El indicador del clima económico es muy positivo para 2022.

Gráfico 16

Indicador de clima económico



Fuente: Comisión Europea. Indicador compuesto que agrega cinco indicadores de confianza sectoriales con diferentes pesos: industria, servicios, construcción, consumidores y comercio minorista.

El entorno es propicio a nivel global. La mejora de la situación económica mundial tras la significativa caída del PIB mundial en 2020 (del 3,1 %), es un hecho. Las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional anticipan un crecimiento elevado en 2021 y 2022, del 5,9% del 4,9%, respectivamente.

En definitiva, todos los datos apuntan a una recuperación relevante hacia los niveles de actividad previos a la pandemia, llamando especialmente la atención el optimismo que marcan algunos indicadores adelantados como los PMIs, los

⁷ [Análisis de Rafael Doménech para BBVA Research](#) publicado el 17 de enero de 2022 basado en un largo estudio publicado con anterioridad.

datos relacionados con la inversión y, especialmente, los datos de empleo. Es cierto que España está por debajo de dichos niveles previos, siendo de las grandes economías la que más alejada está de los mismos posiblemente por la composición del PIB patrio dependiente de turismo o automoción, dos métricas que andan todavía muy por debajo de 2019.

Como principales áreas de incertidumbre, al margen de la pandemia, remarcamos las recogidas más arriba. El rebote del turismo, la resolución de los cuellos de botella y el incremento de la productividad son decisivos de cara a los próximos meses. Como efecto positivo, se contará con el impulso de los fondos europeos para acelerar las dinámicas positivas actuales (fondos NGEU). Pero también tendremos efectos negativos presentes. Sobre todo, un entorno de inflación alta y desequilibrios exteriores potenciales (ie. situación de tensión en Ucrania entre Rusia y la OTAN), que pueden lastrar las expectativas racionales de los agentes económicos a futuro.

Dicho esto, el 2022 apunta a consolidar la recuperación y cimentar un buen año de actividad y empleo a pesar de la incertidumbre.

Inflación y precios

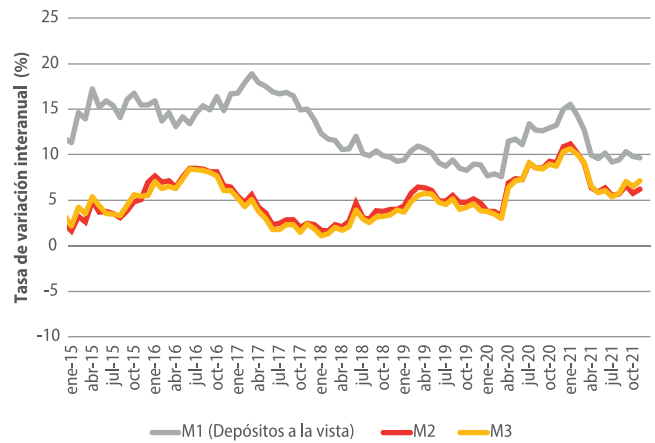
1. Agregados monetarios

La tasa de crecimiento de agregados monetarios continúa con la tónica demostrada desde la Gran Recesión, con crecimientos fuertes incluso a pesar de la pandemia. La M1 se mantiene estable por encima del 10% tras el rebote que experimentó durante la pandemia (por la reducción del consumo privado y su consiguiente impacto en el ahorro), mientras que la M2 y M3 se sitúan por encima del 5%.

- M1: Promedio variación interanual (4T 2021): 9,74% (9,65% 3T 2021; 13,72% 4T 2020).
- M2: Promedio variación interanual (4T 2021): 5,98% (5,92% 3T 2021; 9,76% 4T 2020).
- M3: Promedio variación interanual (4T 2021): 6,82% (6,09% 3T 2021; 9,35% 4T 2020).

Gráfico 17

Agregados monetarios España (excluido efectivo)

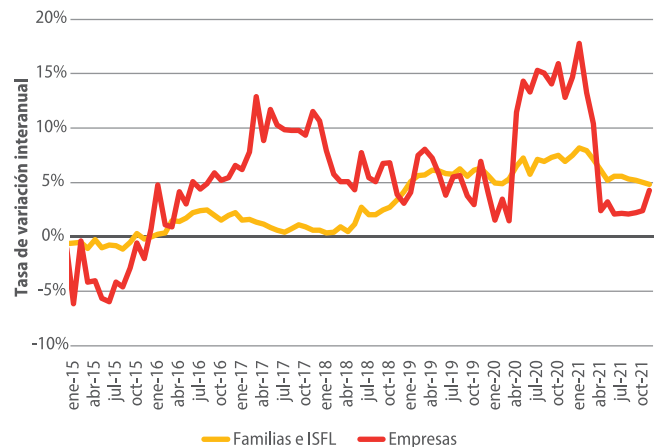


Fuente: Banco de España.

El ahorro embolsado durante la pandemia ha sido predominantemente familiar⁸, algo que se ha observado muy bien en 2021 una vez el grueso de las medidas públicas de contención de la crisis de la pandemia se han revertido (ERTE e impulso de la financiación bancaria avalada por el ICO), lo que revirtió el crecimiento de los depósitos de las empresas no financieras. Las familias representan la mayor parte de los depósitos totales (56,8% vs. 18,4% en el caso de las empresas). Ahora bien, la ligera reducción de la tasa de crecimiento de los últimos meses está posiblemente vinculada con el aumento del consumo de los hogares que veíamos en el desagregado del PIB.

Gráfico 18

Depósitos de familias y empresas no financieras



Fuente: Banco de España.

⁸ Ver análisis de Javier García Arenas publicado en noviembre de 2021 por [Caixabank Research](#).

Al igual que afirmamos en nuestro anterior informe, consideramos que esta anomalía en el contexto de crisis económica (recordemos que España mantiene un PIB todavía inferior al de 2019) está justificada por el carácter exógeno de esta recesión y por la reacción de las políticas económicas, fiscales y monetarias, que han tratado de poner remedio a los problemas de liquidez de familias y empresas. No obstante, ya se está empezando a observar una paulatina liberación del saldo depositado adicional durante 2020 por el sector privado. La demanda embalsada acumulada en 2020 está empezando a liberarse, especialmente en los deciles de renta superior a través de incremento de consumo en servicios e inversión inmobiliaria (en este segmento).

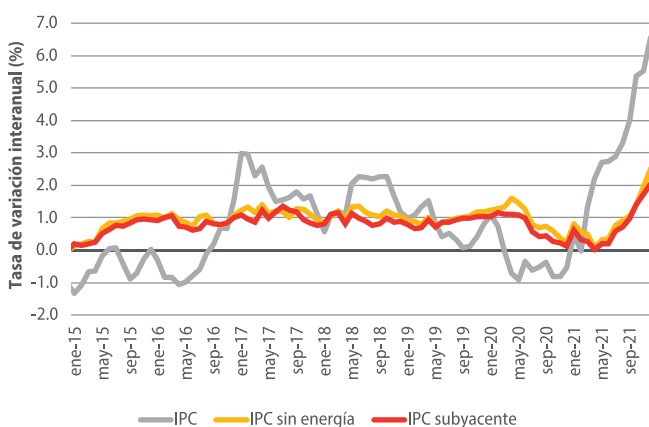
2. Índice de precios al consumidor

La tasa de inflación general de precios al consumo ha cerrado 2021 en su máximo histórico de los últimos 29 años, alcanzando un 6,5% interanual tras subir de manera incesante mes a mes en el segundo semestre del año (sin ir más lejos, el IPC añadió otro 1,2% en el mes de diciembre). Ya llamábamos la atención en nuestro anterior informe sobre las altas tasas que se podían registrar en este indicador, dado el efecto base (compara contra año de pandemia) y el efecto mix (precios de energía), pero el dato ha superado todas las previsiones realizadas hasta la fecha.

La desagregación de la variable nos muestra que las presiones inflacionistas que hasta el segundo trimestre eran fundamentalmente debido a la energía se han contagiado a la economía en general. El IPC sin energía en tasas del 2,5% (diciembre) y el subyacente en el 2,1% (diciembre).

Gráfico 19

Índice de precios al consumo



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

Como siempre hemos defendido en este informe, la evolución del IPC general está marcada por la volatilidad de los precios del petróleo. Por eso es esencial desglosar la variable e incluir medidas que no incluyan este componente energético que está fuera de control de la economía española.

En este punto es necesario traer a colación los tres grandes impactos que están detrás de esta subida general de precios de consumo: la subida de los precios del crudo (el barril de Brent cerró 2021 cerca de 84\$ y está en enero a 89\$, en máximos de los últimos 5 años), el ya mencionado cuello de botella en las cadenas de suministro globales (encareciendo productos ante la escasez de oferta) y la agresiva política monetaria ejecutada por la banca central.

Al igual que en la sección del empleo hemos advertido sobre el interesante debate que se cierne sobre la evolución de la productividad española, alrededor de los datos de IPC también se ha generado cierto debate que ha oscilado a lo largo de 2021⁹. Apuntábamos en el informe del primer semestre que los principales organismos internacionales alentaron a la banca central a mantener su política de tipos bajos y expansión de balance a pesar de unas tasas de inflación superiores al 2% ya que serían tasas “temporales”. Hoy en día, comienza a haber serias dudas entre la academia sobre el carácter temporal o permanente de dicha inflación y ya se descuenta un 2022 con subidas de IPC superiores a la referencia histórica del 2% anual.

Ante esta situación, los bancos centrales están seriamente evaluando aplicar subidas de tipos de interés¹⁰. Ahora bien, si los problemas de fondo que están causando esta situación de IPC no se enmiendan (especialmente, los cuellos de botella) puede que el efecto no sea suficiente. Al cabo, hemos vivido muchos años con políticas monetarias expansivas que han tenido escaso impacto en los precios de los bienes de consumo. Las causas tras esta disparidad entre incremento de masa monetaria y precios de bienes de consumos son variadas y complejas, incluyendo ciertas tensiones deflacionarias estructurales que mitigaban un posible impacto (por incremento del comercio global y disrupción tecnológica) y, fundamentalmente, una velocidad de rotación del dinero muy baja. Por lo tanto, al igual que la masa monetaria expandida no se tradujo ipso facto en incremento de precios de bienes de consumo, puede que la reducción provocada por una tenue subida de tipos no cause una moderación del IPC.

Posiblemente, sin solucionarse los cuellos de botella del comercio mundial la situación seguirá persistiendo, tanto en los precios de energía como en los bienes de consumo. Para ello, ya está próxima la entrega de pedidos de grandes navieras para recuperar tráfico marítimo, la conclusión de obras en algunos gasoductos importantes y, en definitiva, la recuperación de la normalidad previa a la pandemia en algunos sectores. Es posible que no sea una rehabilitación corta y que naveguemos un primer semestre de 2022 todavía con tasas elevadas de IPC.

⁹ Recomendamos para entender el debate dentro de la ortodoxia keynesiana actual el artículo de Paul Krugman publicado en diciembre de 2021 en New York Times: “[The Year of Inflation Infamy](#)”.

¹⁰ Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal de EE.UU., aseguró el 24 de enero de 2022 que había “espacio” para subir los tipos de interés en marzo de 2022 sin que ello afectase a la creación de empleo.

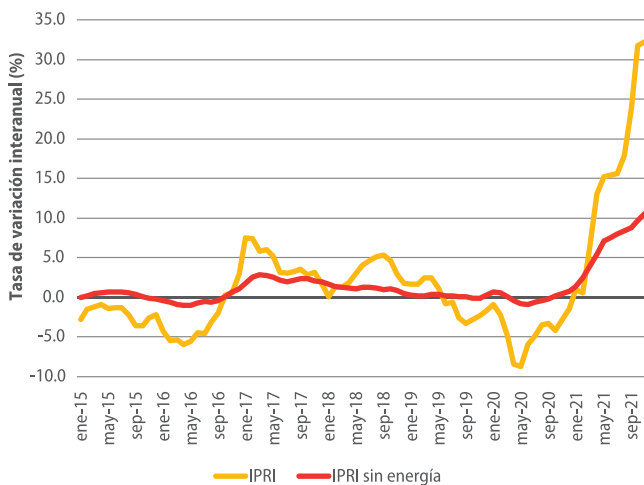
3. Índice de precios industriales

Los cuellos de botella han tenido un impacto directo en los precios industriales. El IPRI se sitúa en diciembre en el 35,9% (10,9% el subyacente). Venimos de la mayor caída desde 1975 en 2020, pero el efecto base es poca explicación para entender el fuerte rebote de los precios industriales. Nunca se habían registrado estas tasas en España tras 1995 y la situación puede continuar al alza en el primer semestre de 2022.

En este contexto, los partidarios de la mencionada teoría de inflación permanente (o contagio de la inflación industrial de 2021 a inflación de consumo en 2022) arguyen que las presiones seguirán trasladándose a la demanda para evitar que la industria manufacturera vea reducir sus márgenes. Por ello, afirmábamos antes que es previsible que el IPC continúe alto en 2022.

Gráfico 20

Índice de precios industriales



Fuente: INE y Ministerio de Economía.

Si incluimos los precios energéticos (línea amarilla), en cambio, es donde observamos lo fuertemente disparado que está el indicador. Los efectos estadísticos mencionados en el apartado anterior respecto al petróleo también podrán provocar un repunte en los próximos meses en las tasas de variación interanuales de los precios industriales.

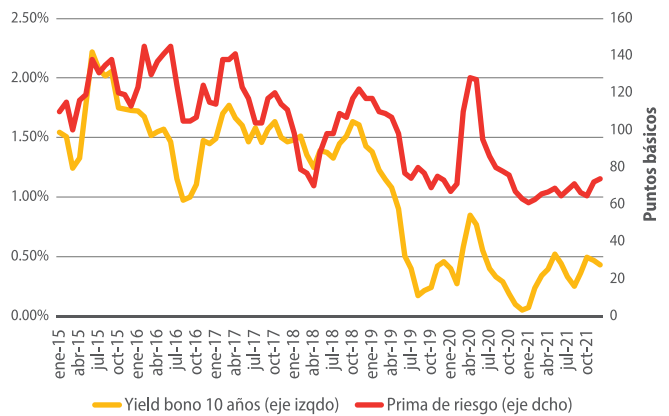
4. Precios de activos financieros

La potencia de la respuesta de la banca central en 2020 y la persistencia de los mensajes de apoyo a los programas de déficits públicos y gasto a desplegar en los próximos años, unido este apoyo verbal con las compras de bonos, ha mantenido los tipos de interés de la deuda española por debajo del 0,5% durante prácticamente todo el 2021. Por su lado, la prima de riesgo también está en mínimos (por debajo de 80 puntos) toda vez que el bono alemán ha mostrado un comportamiento parejo y se ha mantenido estable en tipos negativos. Esta anomalía, dado el deterioro absoluto y relativo

que venimos advirtiendo desde hace tiempo de las finanzas públicas en España y en Europa, parece no estar siendo corregida por los mercados.

Gráfico 21

Yield del bono español y prima con Alemania



Fuente: Ministerio de Economía. Nota: Los datos son un promedio del mes.

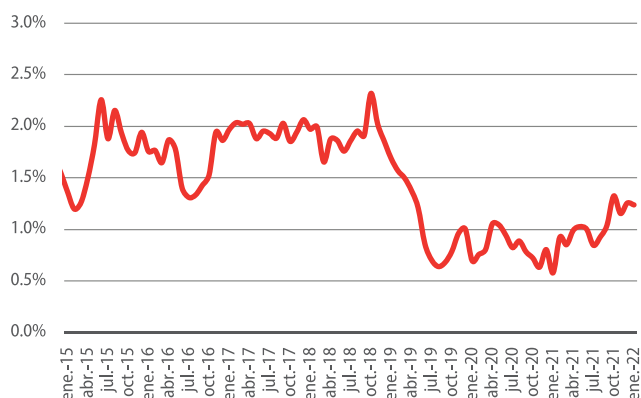
Desde el final de la crisis de deuda pública de la zona euro¹¹, hemos convivido en Europa con indicadores macroeconómicos aparentemente contradictorios. Así, cifras de deuda pública sobre PIB históricamente elevadas unidas a déficits persistentes no han impedido que los Estados se financien a tipos de interés históricamente bajos (inferiores al 2%). En nuestra opinión, este efecto empujó a los inversores a lo largo de la curva de la liquidez, incrementando el apetito por el riesgo a medida que la oferta monetaria crecía¹². Un reflejo de esta dinámica de los últimos años sería el acortamiento entre la rentabilidad de la deuda a largo y a corto plazo. Esta dinámica parece haber cambiado en los últimos meses, incrementándose el spread de cerca de 0,6 puntos a cerca de 1,2 puntos. La subida de dicho spread en los últimos meses puede que esté recogiendo el efecto de la incertidumbre de la recuperación económica (mayor deuda), aunque posiblemente se explique por los anuncios de la Reserva Federal de subida de tipos y las expectativas de alta inflación, empujando a los inversores de nuevo a activos que tradicionalmente se han denominado de menor riesgo (por tener un plazo de vencimiento menor).

¹¹ Sin ánimo de ser exactos en la datación de dicho final, podría fijarse como fecha de referencia (al menos, a efectos monetarios) el día 26 de julio de 2012. En esta fecha, el por entonces Gobernador del Banco Central Europeo, Mario Draghi, comprometió su palabra y el balance del banco central para asegurar la financiación pública en los mercados de capitales con su ya famoso "whatever it takes".

¹² Un incremento en el agregado monetario M3 que se filtró, buscando tasas de interés superiores a las ya deprimidas ofrecidas por la deuda pública en instrumentos de renta variable, derivados o activos menos líquidos.

Gráfico 22

Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo

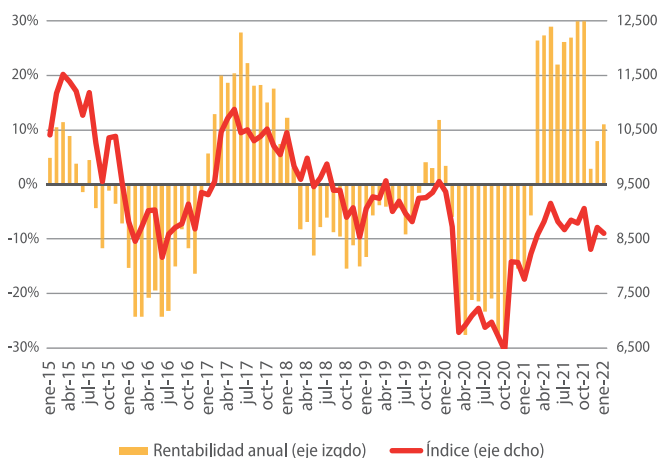


Fuente: Investing. Spread calculado con los datos de rendimiento de deuda pública española a 10 años menos los rendimientos de la deuda a 3 meses.

A pesar de todo ello, la bolsa española sigue de farolillo rojo mundial. No ha recuperado todavía el principal indicador español el nivel previo a la pandemia y con las caídas de final de año (asociadas a ese incremento de spread y, en última instancia, al posible cambio de política monetaria) se ha alejado más del objetivo. Si 2019 veía al Ibex-35 cerrar en 9.549 puntos, en 2021 ha cerrado en 8.713 puntos tras caer desde los 9.057 puntos registrados en octubre 2021 (el máximo post pandemia). La rentabilidad del índice anual (sin dividendos) ha sido del 7,9%, tras haber caído un 15,4% en 2020. Es cierto que el valor está un 31% por encima del mínimo marcado en la pandemia (los 6.716 puntos de septiembre 2020), pero todavía lejos de 2019.

Gráfico 23

IBEX 35



Fuente: Investing.com. Nota: Datos mensuales a cierre de mes (último dato enero). No incluye dividendos.

5. Tendencias en la evolución de precios

En nuestro informe anterior concluíamos el análisis de inflación de la siguiente manera: “la aceleración de inflación de costes industriales y de materias primas, junto con una no descartada subida salarial a aprobar por el gobierno español durante 2021, podría consolidar esta presión inflacionaria durante el año 2022 también en cuanto al IPC”. Es cierto que el impacto de la subida salarial es posiblemente menor, toda vez que el SMI no subió de manera relevante y que el efecto expansivo del IPC en los salarios españoles es comedido (una amplia mayoría de los trabajadores no tiene el salario vinculado al IPC), pero la situación de costes industriales, materias primas (energía) y política monetaria sí han supuesto un gran caldo de cultivo para alcanzar las tasas de 2021.

El carácter temporal o permanente de la inflación, como hemos afirmado, dependerá de la subsanación de los problemas de oferta que la han traído. Los desajustes en el comercio global provocados por los súbitos cambios de demanda que suponen las restricciones están todavía en proceso de adaptación y corrección, lo que antoja difícil una reducción de las tasas en el corto plazo a pesar del esfuerzo de la banca central. Por ello, sí anticipamos que la inflación de bienes de consumo sí continuará en tasas elevadas durante el primer semestre del 2022 y puede que sólo se comience a corregir a partir del 3T de 2022 (en un escenario optimista).

Crédito

1. Préstamos totales del sector financiero

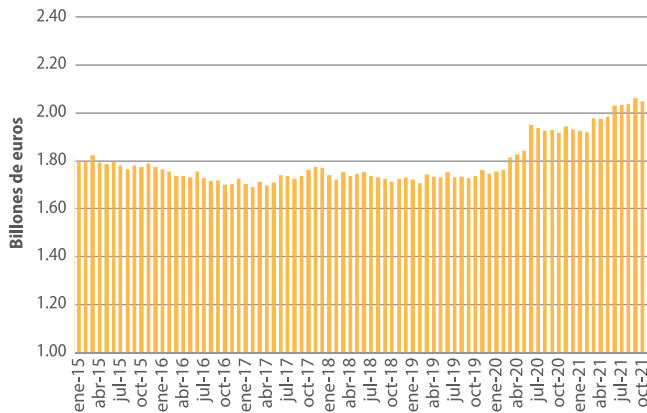
Los préstamos del sector financiero, que vieron cierta reducción a finales de 2020, han continuado al alza durante todo 2021 hasta alcanzar su máximo histórico en la cifra de 2,1 billones de euros. El crecimiento interanual ha sido del 8,6%, lo que llama poderosamente la atención tras unos crecimientos del 10% de 2020 (la mayor tasa desde 2008).

Los programas de apoyo al endeudamiento que se han venido impulsando para favorecer a los agentes privados, tales como la extensión de plazos hipotecarios (como política comercial de los bancos) o la refinanciación avalada a través del ICO impulsada por el Estado han servido como cobertura ante la caída de ingresos sufrida por muchas empresas no financieras.

- Crecimiento interanual del total de préstamos (4T 2021): 8,6% (6,9% 3T 2021; 10,8% 4T 2020)

Gráfico 24

Total préstamos y créditos sector financiero



Fuente: Banco de España.

a. Activos de dudoso cobro

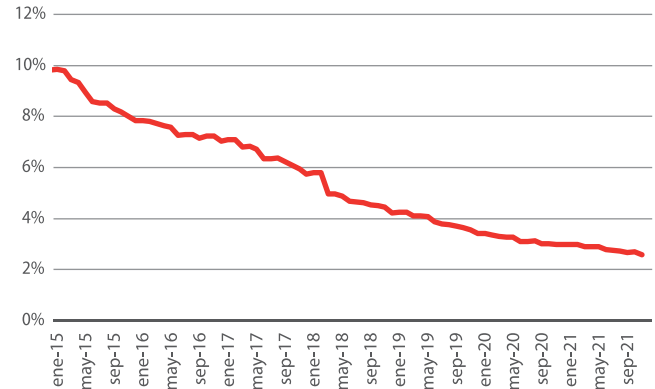
La banca española está saneada si se atiende a los parámetros que el regulador observa de cerca, que son el porcentaje de activos de dudoso cobro y los ratios de capital. Los datos muestran que los créditos de dudoso cobro del sector financiero, que venían cayendo a fuertes tasas en los últimos años, han continuado su caída durante todo 2021. Los créditos de dudoso cobro se redujeron en un 5,89% a noviembre 2021, tras haberse reducido un 7% en noviembre 2020. En este sentido, el Banco de España, en el evento "Spain investors day" organizado por el Gobernador Pablo Hernández de Cos el pasado 12 de enero de 2022, apuesta por un mantenimiento de condiciones de financiación favorables dado el mencionado carácter saneado de la banca y el impacto de las distintas medidas de apoyo brindadas desde los organismos públicos.

La reducción de la morosidad está, en efecto, unida a una mayor amortiguación de posibles impagos por las sucesivas carencias aprobadas en las amortizaciones de deuda de los créditos avalados por el ICO (cuyos primeros repagos fuertes comenzarán entre abril y mayo de 2022 si no hay más prórrogas). El Estado, para evitar un posible recrudecimiento de las condiciones de financiación, ya ha articulado nuevos mecanismos para continuar dando oxígeno a la economía (ie. con la financiación "blanda" de COFIDES), lo que supone continuar con la mutualización de deudas que nos podría llevar, en caso de crisis de balances similares a las de 2008, a un grave impacto en las arcas públicas.

- Crecimiento interanual créditos dudosos (noviembre 2021): -5,9% (-7,0% noviembre 2020)
- Porcentaje de créditos dudosos respecto al total (noviembre 2021): 2,6% (3,0 % noviembre 2020)

Gráfico 25

Créditos de dudoso cobro sobre total créditos del sector financiero



Fuente: Banco de España.

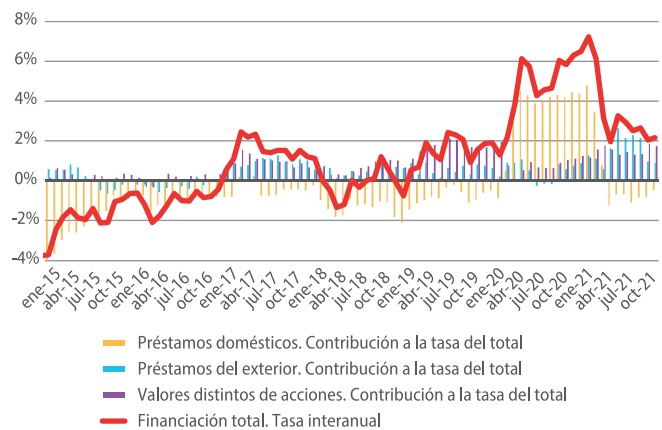
2. Financiación a empresas no financieras

La financiación a las empresas no financieras ha continuado creciendo, registrando subidas del 2,2% en noviembre 2021, manteniendo una tasa de crecimiento constante en 2021 (de entre el 2% y 3% desde abril).

- Crecimiento interanual de la financiación a empresas (noviembre 2021): 2,2% (5,8% noviembre 2020)

Gráfico 26

Evolución de la financiación a empresas según procedencia



Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del periodo / saldo al principio del periodo.

En la situación actual es particularmente interesante echar la vista atrás para ver el punto en el que nos encontramos respecto a la historia reciente. Por eso es un momento oportuno para actualizar el gráfico histórico de la tasa de crecimiento de la financiación total a las empresas no financieras.

Gráfico 27

Financiación total a las empresas no financieras



Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

Es importante señalar que estas tasas de crecimiento de la financiación a empresas, en positivo desde 2017, no tienen nada que ver con las experimentadas entre 1995 y 2009. Sin ir más lejos, la financiación total a empresas no financieras reportada por el Banco de España se sitúa a finales de 2021 por debajo de 1 billón de euros, lejos del máximo superior a 1,2 billones del periodo 2008-2010 (consecuencia del apalancamiento intrínseco del sector de la construcción unido al efecto de la burbuja). Es ciertamente anómalo el crecimiento vivido desde 2020 en un contexto de recesión, complejo de entender si no fuera por el impacto de las ayudas públicas para amortiguar la crisis derivada de las restricciones.

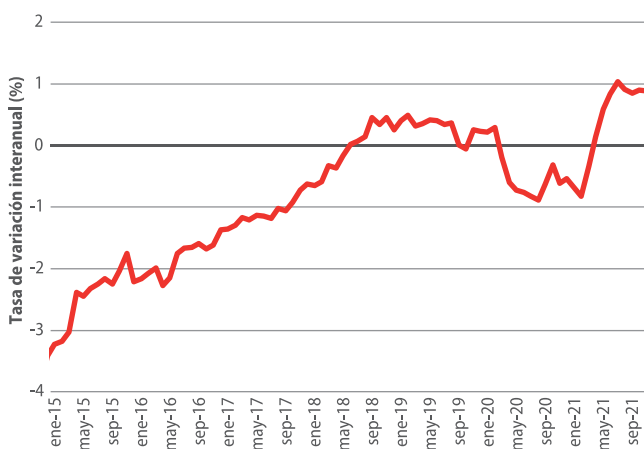
3. Crédito a familias

El crédito a las familias (e ISFLSH, aunque esta partida es residual) ya crece por encima de los niveles de 2019 tras las caídas del stock de crédito registrada en 2020.

- Crecimiento interanual crédito a las familias (noviembre 2021): 0,9% (-0,6% noviembre 2020)

Gráfico 28

Evolución del crédito a familias



Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

Echando la vista atrás, la financiación a los hogares se encuentra estancada desde el año 2016 en cifras cercanas a los 700 mil millones de euros, fluctuando al ritmo de las variaciones de la financiación para compra de vivienda (cerca de 500 mil millones sobre los 700 mil totales). Así, en noviembre de 2021, la financiación total fue de 708 mil millones, de los que 515 mil millones es para compra de vivienda. El crecimiento histórico, así como el stock total, está lejos de los máximos previos a la Gran Recesión.

Gráfico 29

Financiación total a los hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España. Tasas de variación interanual calculadas como flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

a. Distribución del crédito a las familias

La principal reducción de stock de crédito a familias en 2020 la sufrió el crédito al consumo, que fue de la mano a las tasas de crecimiento de consumo privado de la economía nacional. Asimismo, en 2021, ha sido el principal componente de crecimiento, alcanzando tasas interanuales de crecimiento superiores al 3% desde el mes de mayo, para cerrar en un 4,8% en noviembre. Por su lado, los préstamos para compra de vivienda han tenido una evolución más comedida, entre el 0,7% y el 0,9% entre junio y noviembre de 2021. Como comentábamos antes, la evolución del crédito a los hogares viene principalmente determinada por el componente de vivienda, que pesa alrededor del 73% del total.

- Crecimiento interanual stock crédito a vivienda (noviembre 2021): 0,7% (-1,3% noviembre 2020)
- Crecimiento interanual nuevas hipotecas inmobiliarias 3 últimos meses, capital prestado (sep-nov 2021): 38,8% (-6,3% sep-nov 2020)
- Crecimiento interanual stock crédito al consumo (noviembre 2021): 4,8% (-1,2% noviembre 2020)

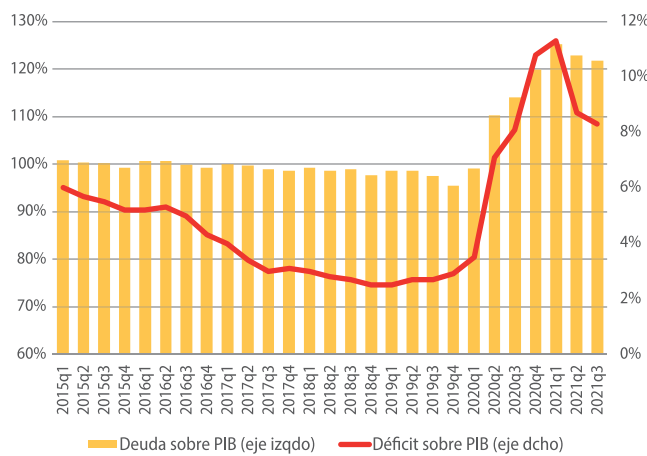
fuerte descompensación durante 2021. En el tercer trimestre de 2021, el déficit cerró con un 8,3%.

Es cierto que la cifra total de desajuste en las finanzas públicas (sin incluir Corporaciones Locales) ha registrado una tasa del 5,4%, mejorando el dato de 2020 por el mencionado rebote de los ingresos. Los datos del Ministerio de Hacienda de noviembre detallan que el déficit es de 65.677 millones de euros, lo que supone un descenso del 9,2% respecto a los 72.365 millones de noviembre 2020. El resultado es gracias al rebote de los ingresos no financieros (18,0%), frente al comportamiento de los gastos, que continúan creciendo a un menor ritmo del 9,6%

En su nota de prensa de 23 de diciembre de 2021, el Ministerio de Hacienda se excusaba en el impacto en ingresos y gastos de la emergencia sanitaria toda vez que las Comunidades Autónomas cifraban en 5.676 millones el gasto socio-sanitario asociado a la COVID-19, un 0,47% del PIB.

Gráfico 32

Deuda y déficit sobre PIB



Fuente: Banco de España.

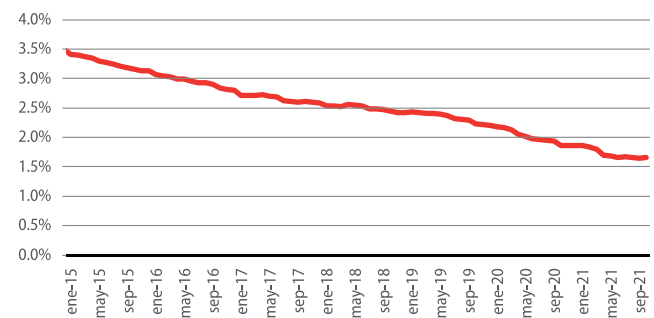
Toda esta situación justifica el notable incremento de la deuda pública que hemos visto desde los mínimos quinquenales del 4T de 2019 (95,5% del PIB). En el 3T de 2021, la deuda pública se sitúa en el 121,8% del PIB. Los 1,43 billones de deuda pública de septiembre ya registran un crecimiento del 21% en relación con la cifra de septiembre 2019 (1,18 billones). El incremento sólo ha mejorado en porcentaje sobre el PIB, cayendo desde un 125,2% en el 1T 2021 al mencionado 121,8% actual.

- Déficit acumulado sobre PIB excluyendo Corporaciones Locales (noviembre 2021): 5,4% (14,6% noviembre 2020)
- Déficit últimos 12 meses sobre PIB (3T 2021): 8,3% (8,7% 2T 2021; 8,1% 3T 2020)
- Deuda sobre PIB (3T 2021): 121,8% (122,8% 2T 2021; 114,0% 3T 2020)

Pese a este grave deterioro de las finanzas públicas, el tipo de interés medio total de la deuda del Estado ha continuado su imparable descenso, en línea con la evolución de los mercados de renta fija soberana que comentábamos más arriba. Así, el tipo de interés ha descendido hasta el 1,64% en diciembre 2021, que compara con el 1,86% del mismo mes del año anterior o 2,20% en diciembre 2019.

Gráfico 33

Tipo de interés medio total de la deuda en circulación del Estado



Fuente: Tesoro Público.

La única nota de posible preocupación sobre esta caída de coste podría venir si hubiera una fuerte corrección de la política monetaria del Banco Central Europeo. Las subidas de tipos de interés esperadas desde la Reserva Federal parece que serán poco significativas y el impacto en la financiación promedio del Estado español parece remoto como consecuencia de un cambio de política desde Estados Unidos. Es una situación con la que el Estado español espera convivir a medio plazo y, si bien añade fragilidad, no parece generar preocupación entre las administraciones públicas actuales.

Son ya varios los organismos que solicitan moderación de gasto (este mismo informe en el primer semestre de 2021, gobiernos europeos como el holandés o el alemán o instituciones españolas como la AIREF). Organismos que reclaman la necesidad de reducir con fuerza el déficit ante la alta inflación (con impacto directo en empleo público y pensiones), el envejecimiento poblacional y la mencionada mutualización de deudas. Una ligera subida de tipos de interés con unos volúmenes de deuda superiores al 120% del PIB pueden poner en un brete al Estado de no enmendarse con velocidad el apalancamiento actual.

Sector exterior

1. Balanza por cuenta corriente

El superávit por cuenta corriente ha iniciado una fuerte recuperación de la mano de la paulatina apertura de los mercados de exportación y del incremento del turismo. En términos acumulados, el saldo por cuenta corriente a octubre de 2021 es un 64% superior al dato de octubre 2020 aunque

todavía un 59% inferior a octubre 2019. El fuerte crecimiento del superávit por cuenta corriente que vino en la recuperación de la crisis económica de 2008 se mantiene y se espera que los buenos datos pre pandemia se recuperen a lo largo de 2023 (cuando se reactiven los indicadores de turismo).

Gráfico 34

Saldo de la cuenta corriente

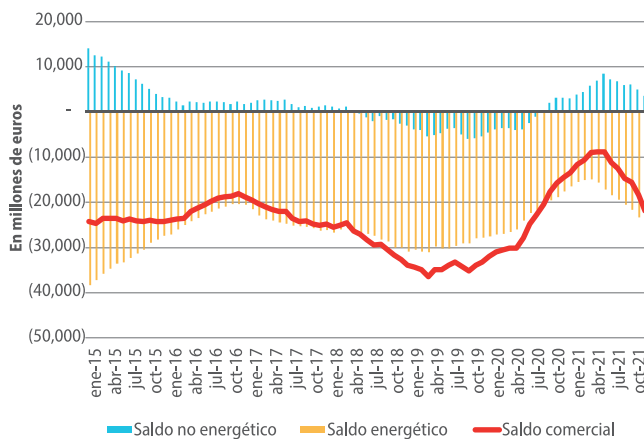


Fuente: Banco de España. Los datos son la suma de los últimos 12 meses.

Como nota negativa, el déficit comercial ha vuelto a incrementarse hasta los 21,9 mil millones de euros, aupado por el fuerte crecimiento del saldo energético negativo (25,5 mil millones en noviembre 2021) compensado por el saldo no energético (3,6 mil millones). La tendencia no es favorable como consecuencia del entorno inflacionario, ya que tanto el saldo energético como el no energético han empeorado en los últimos tres meses (de 20,5 mil millones negativos el energético en agosto 2021 a los 25,5 mil mencionados y de 5,9 mil millones el no energético a los 3,6 mil millones mencionados). Ya advertimos en nuestro informe anterior del posible impacto de la tendencia de precios en el saldo comercial que tristemente se ha confirmado.

Gráfico 35

Descomposición del saldo comercial



Fuente: Ministerio de Economía. Los datos son la suma de los últimos 12 meses.

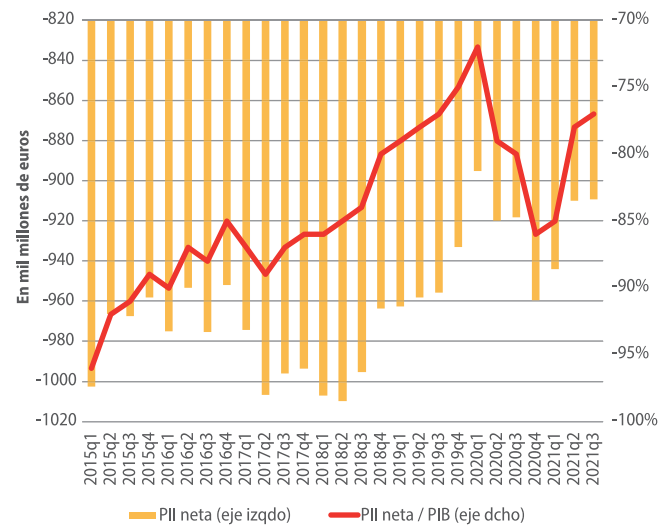
2. Posición financiera internacional

La reactivación económica ha contribuido a mejorar la posición deudora de la economía española situándose en el 3T 2021 en el 77% del PIB, mejorando respecto al cierre de 2020 (85% del PIB). La economía española sigue siendo frágil en cuanto a dependencia externa de financiación a episodios de inestabilidad financiera internacional y, por tanto, muy dependiente de la política del BCE.

- Posición financiera internacional neta/PIB (3T 2021): -77% (-78% 2T 2021; -80% 3T 2020)

Gráfico 36

Posición de inversión internacional neta (PIIN)



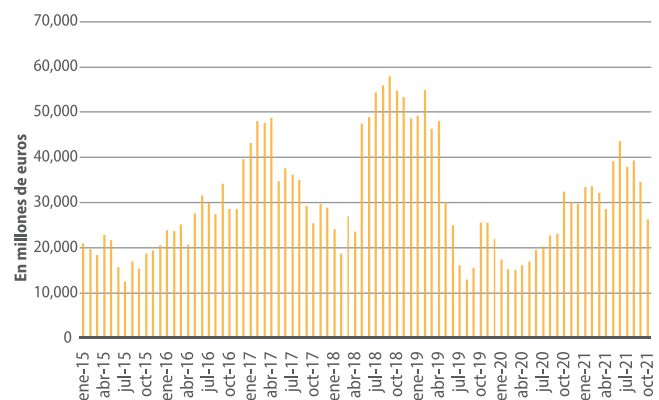
Fuente: Banco de España. Datos trimestrales.

3. Balanza financiera

En términos acumulados de 12 meses, en octubre de 2021, la capacidad de financiación fue de 26.269 millones (vs. 32.418 millones a octubre 2020). La reducción está relacionada con la reducción de la balanza por cuenta corriente mencionada arriba.

Gráfico 37

Entradas netas por inversión directa en España



Fuente: Banco de España. Datos acumulados 12 últimos meses.

UFM MARKET  TRENDS