

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: EVOLUCIÓN RECIENTE, PERSPECTIVAS Y RETOS DE MEDIO PLAZO

Margarita Delgado

Subgobernadora

ENCUENTRO CAJA RURAL DE ASTURIAS Y LLANA CONSULTORES

Gijón

10 de octubre de 2023



ÍNDICE

1. Evolución reciente de la economía española

- Repaso de las principales dinámicas

2. Perspectivas para la economía española en los próximos trimestres

- Proyecciones macroeconómicas 2023-2025 del Banco de España de septiembre de 2023
- El impacto de la nueva información conocida desde el cierre de las proyecciones

3. Principales elementos de riesgo en el corto plazo

- La evolución de la inflación
- Incógnitas sobre la capacidad de resistencia de hogares y empresas en los próximos trimestres
- Otras fuentes de incertidumbre

4. Algunos retos estructurales clave para los próximos años



ÍNDICE

1. Evolución reciente de la economía española

- Repaso de principales dinámicas

2. Perspectivas para la economía española en los próximos trimestres

- Proyecciones macroeconómicas 2023-2025 del Banco de España de septiembre de 2023
- El impacto de la nueva información conocida desde el cierre de las proyecciones

3. Principales elementos de riesgo en el corto plazo

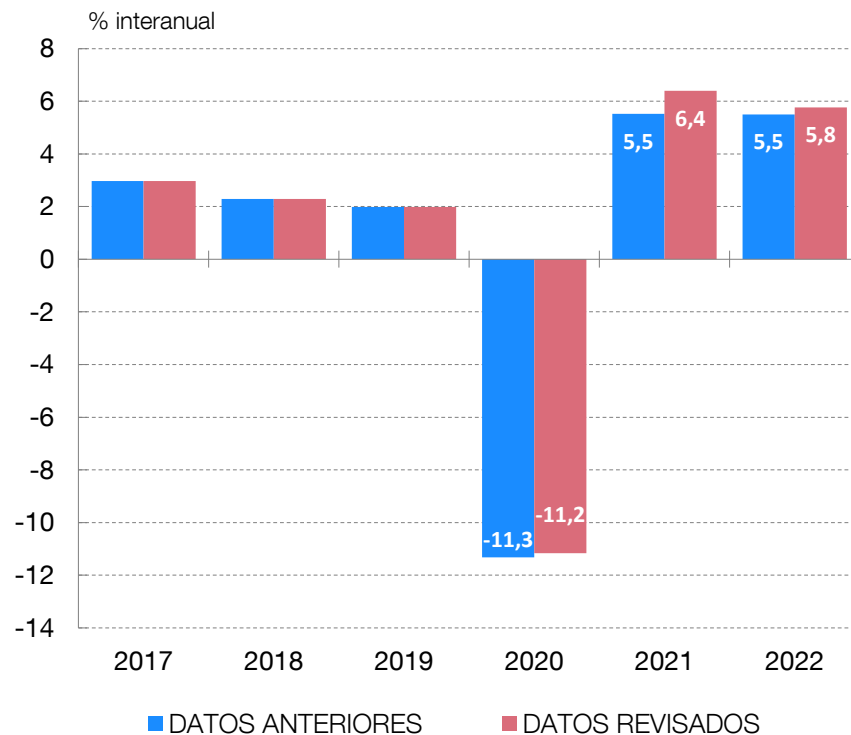
- La evolución de la inflación
- Incógnitas sobre la capacidad de resistencia de hogares y empresas en los próximos trimestres
- Otras fuentes de incertidumbre

4. Algunos retos estructurales clave para los próximos años

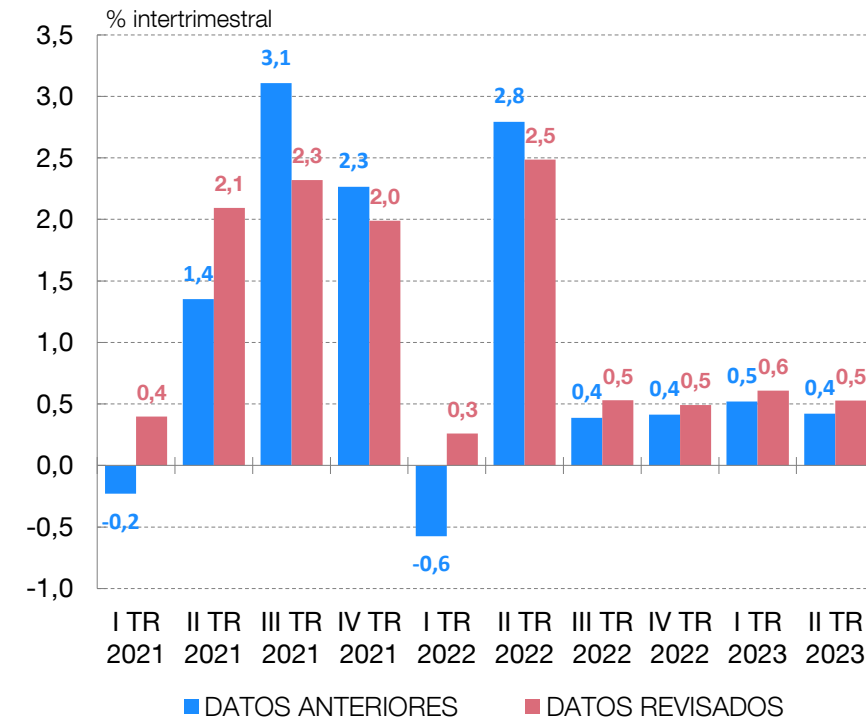


- El INE ha publicado series nuevas de Contabilidad Nacional (después del cierre de las proyecciones de septiembre)
- El nivel del PIB entre 2020 y 2022 se ha revisado al alza, en términos acumulados, en 1,3 pp
- El PIB **avanzó un 5,8% en 2022**, sobre todo por la culminación de la reapertura de la economía hasta el 2º trimestre
- El crecimiento posterior, aunque más moderado, ha sido relativamente elevado
- Más recientemente: señales de desaceleración

CRECIMIENTO DEL PIB REAL

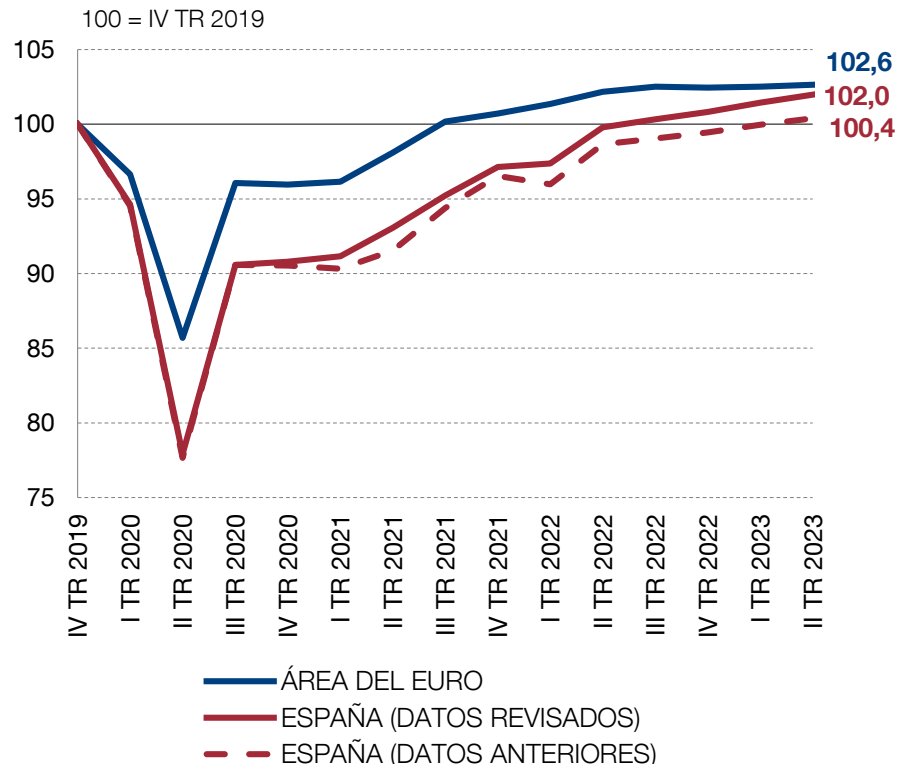


CRECIMIENTO DEL PIB REAL

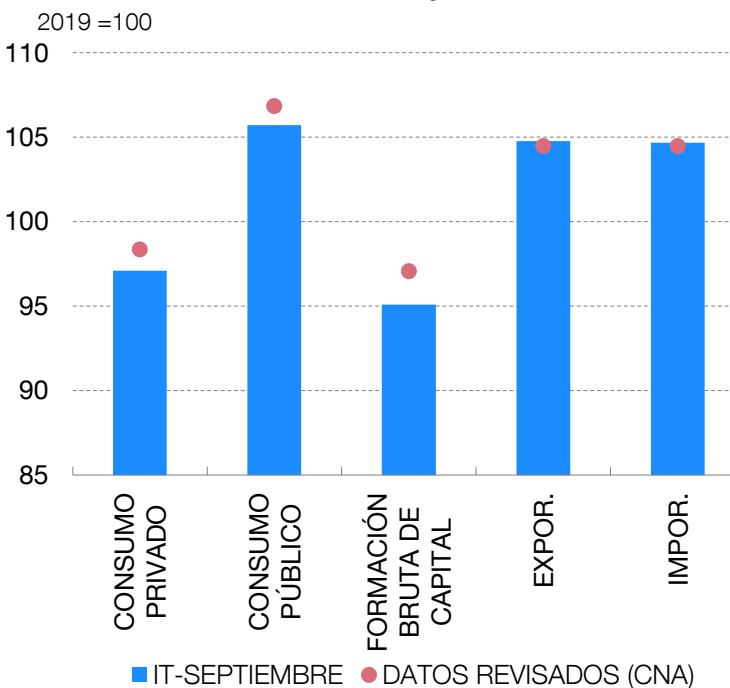


- Con las nuevas series, la economía recuperó el PIB pre-pandemia a mediados de 2022; en 2T23 superaba esa cota en 2 pp
- El grado de recuperación es heterogéneo por componentes de demanda y oferta
- Por el lado de la demanda, el consumo privado y la inversión se encuentran más rezagados
- Por ramas productivas:
 - Servicios de interacción social (turismo, hostelería): se han reactivado con el fin de la crisis sanitaria
 - Servicios menos afectados por la pandemia: comportamiento favorable sostenido durante los últimos años
 - Industria, construcción y agricultura: más retrasados (por factores como el aumento de costes)

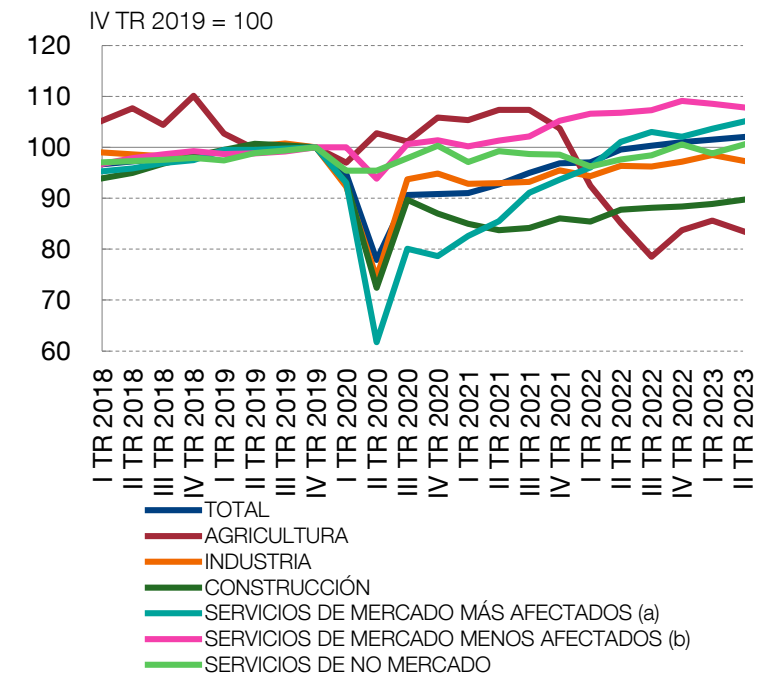
PIB REAL



PRINCIPALES COMPONENTES DEL PIB
Niveles en 2022 respecto a 2019



VALOR AÑADIDO BRUTO, POR SECTORES



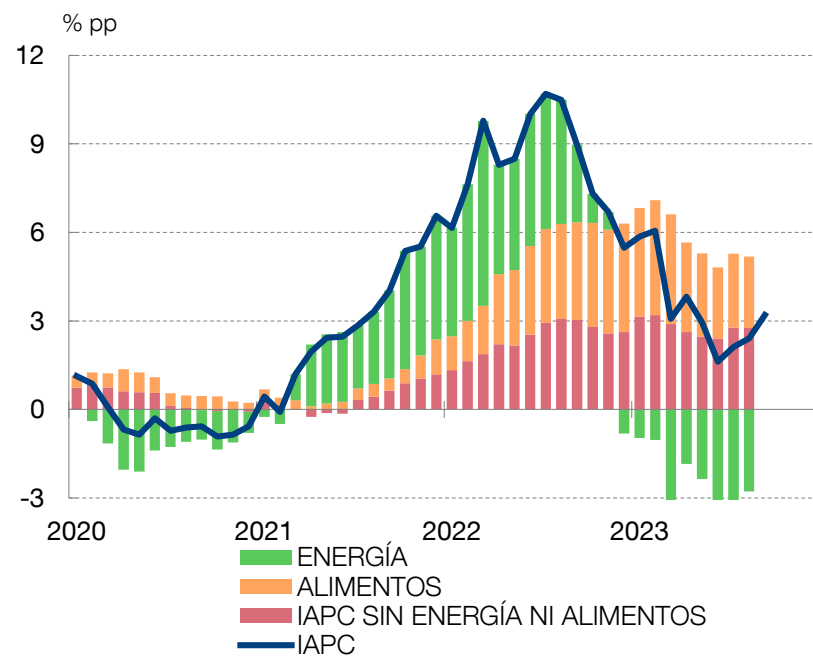
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística. Eurostat y Banco de España. Último dato observado: avance de 2022 IV TR.

(a) Comercio, transporte y hostelería, actividades profesionales, científicas y administrativas, y actividades artísticas y recreativas.

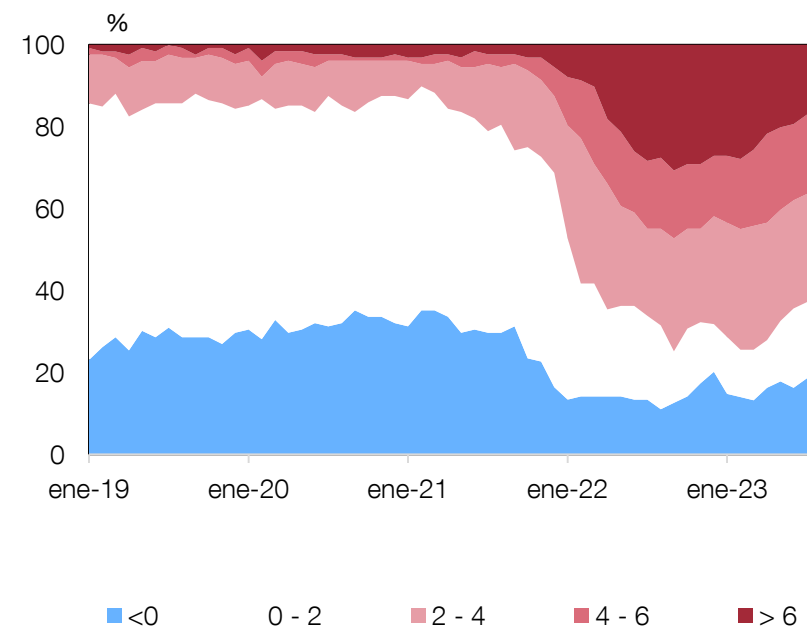
(b) Información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y actividades inmobiliarias.

- El IAPC general se desaceleró hasta el 1,6% en junio, pero ha repuntado después (hasta el 3,2% en septiembre), a causa del componente energético
- La inflación de los alimentos se ha desacelerado desde su máximo de febrero, pero todavía es elevada
- La inflación subyacente -IAPC sin energía ni alimentos- no acaba de consolidar su tendencia al descenso: tras la moderación del 1er semestre, modesto repunte en verano (hasta el 4,3% en agosto)
- Como consecuencia, se ha frenado la reducción del porcentaje de partidas con crecimiento elevado de sus precios

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



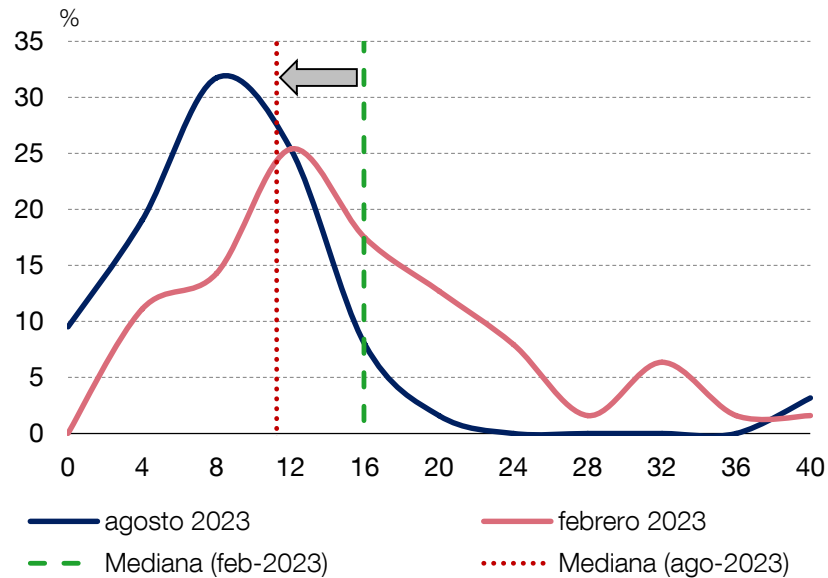
IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS: PORCENTAJE DE SUBCLASES EN CADA RANGO DE CRECIMIENTO



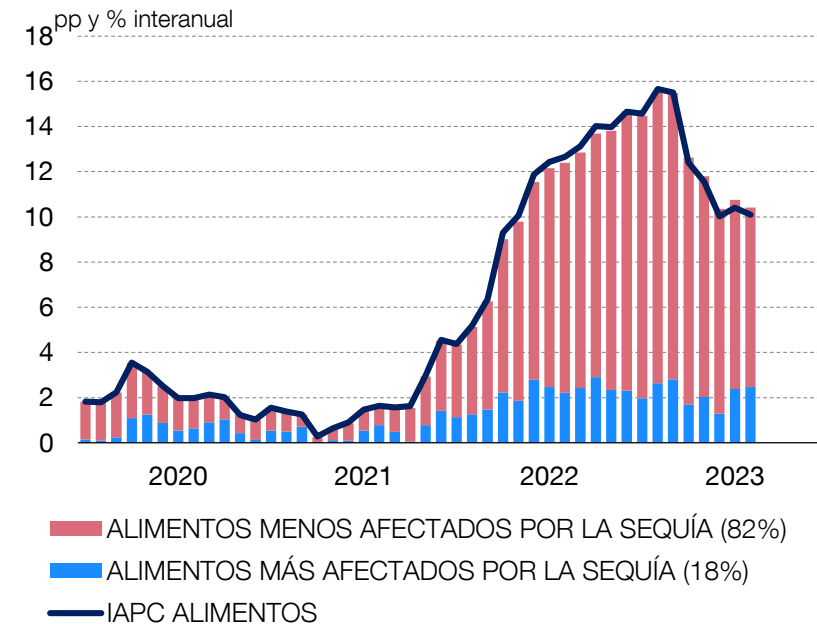
Fuente: Instituto Nacional de Estadística. Último dato observado: indicador adelantado de septiembre de 2023.

- La moderación de la inflación de los alimentos desde febrero ha sido bastante generalizada, como muestran las tasas interanuales por subclases de estos productos
- No obstante, los precios de algunos alimentos siguen creciendo a tasas elevadas, afectados por la sequía (si bien representan una proporción minoritaria)

PORCENTAJE DE SUBCLASES DEL IAPC DE ALIMENTOS POR TASAS INTERANUALES



IAPC ALIMENTOS: PARTIDAS CON MAYOR Y MENOR INTENSIDAD DE EFECTOS DE LA SEQUÍA

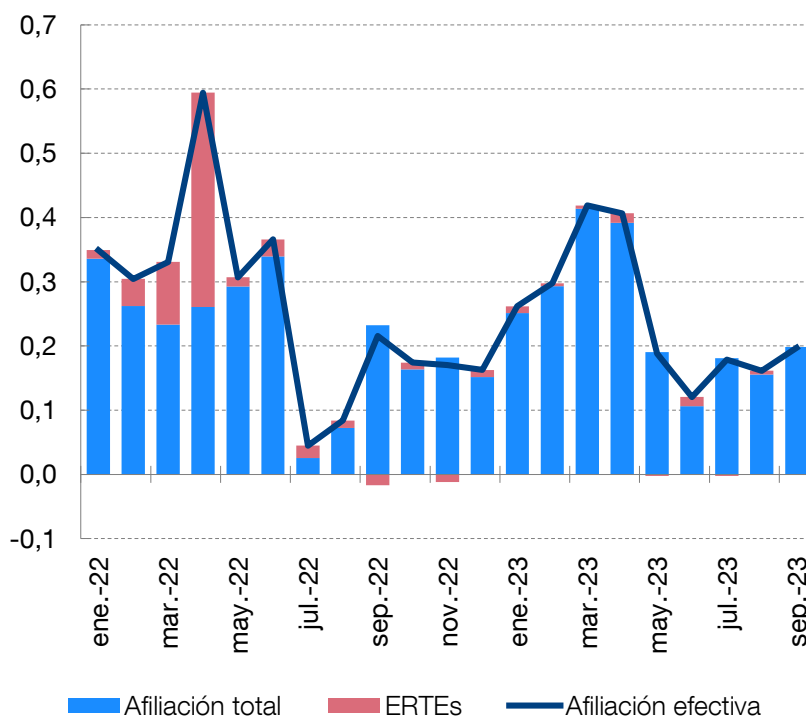


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Último dato observado: agosto 2023.

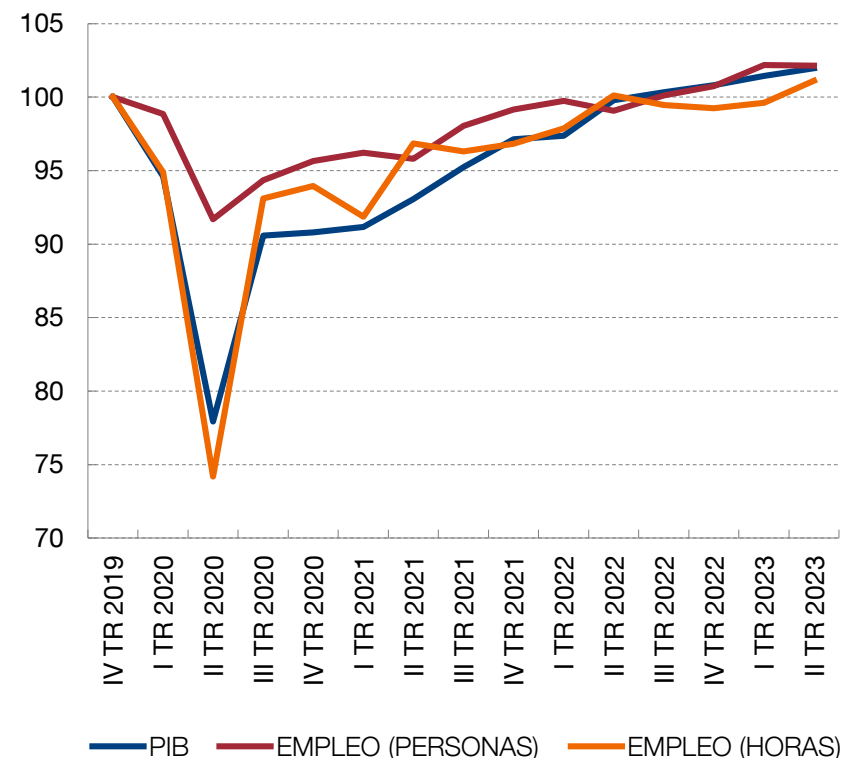
(Nota. Se considera a los alimentos más afectados por la sequía a los cereales, el arroz, los frutos secos, las hortalizas frescas, las frutas frescas, el aceite de oliva y el vino.

- El dinamismo del empleo ha seguido siendo mayor que el de la actividad, aunque las tasas de ambas variables han ido convergiendo
- La tasa de temporalidad se ha reducido significativamente (en parte, por paso a fijos discontinuos), lo que podría haber ayudado al sostenimiento del consumo en los últimos trimestres

AFILIADOS TOTALES, ERTES Y AFILIADOS EFECTIVOS (a)






EMPLEO Y PIB (IV TR 2019 = 100)



Fuentes: INE, Banco de España y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.
(a) Tasas mensuales desestacionalizadas.

- Se mantiene el tono restrictivo de la política monetaria, en respuesta a la intensidad, persistencia y generalización del episodio inflacionista actual
- Principal objetivo: mantener la estabilidad de precios a medio plazo y evitar el desanclaje de las expectativas de inflación, para garantizar un crecimiento económico sostenible en el medio y largo plazo
- Los tipos de interés acumulan subidas intensas y ya se observan sus efectos sobre la economía: la transmisión opera con desfases y sus efectos se prolongarán todavía en el tiempo

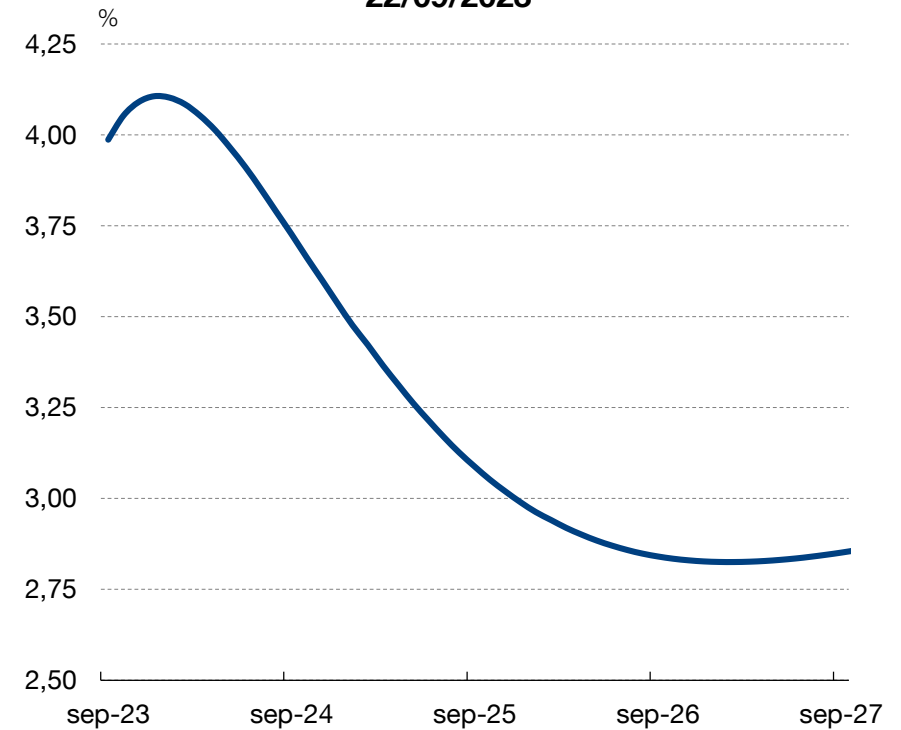
| | Ult. decisión | Subida acumulada | Nivel tipos oficiales | |
|--|---------------|------------------|-------------------------------------|---|
|  | = | 525 pb | 5.25-5.50% Fed Funds Rate |  |
|  | +25 pb | 450 pb | 4.00% Tipo Facilidad de Depósito |  |
|  BANK OF ENGLAND | = | 500 pb | 5.25% Bank rate |  |

- Las comunicaciones de los bancos centrales y las expectativas de los analistas apuntan a que los tipos oficiales estarían cerca de su pico máximo en este ciclo de endurecimiento de la política monetaria
- Las expectativas de los mercados financieros apuntan a un inicio de las bajadas de tipos en el área del euro hacia mediados de 2024

UEM: TIPO ESPERADO FACILIDAD DE DEPÓSITO EN LAS REUNIONES DEL CG DEL BCE (a)



OIS €STR FORWARD INSTANTÁNEO UEM (b)
22/09/2023



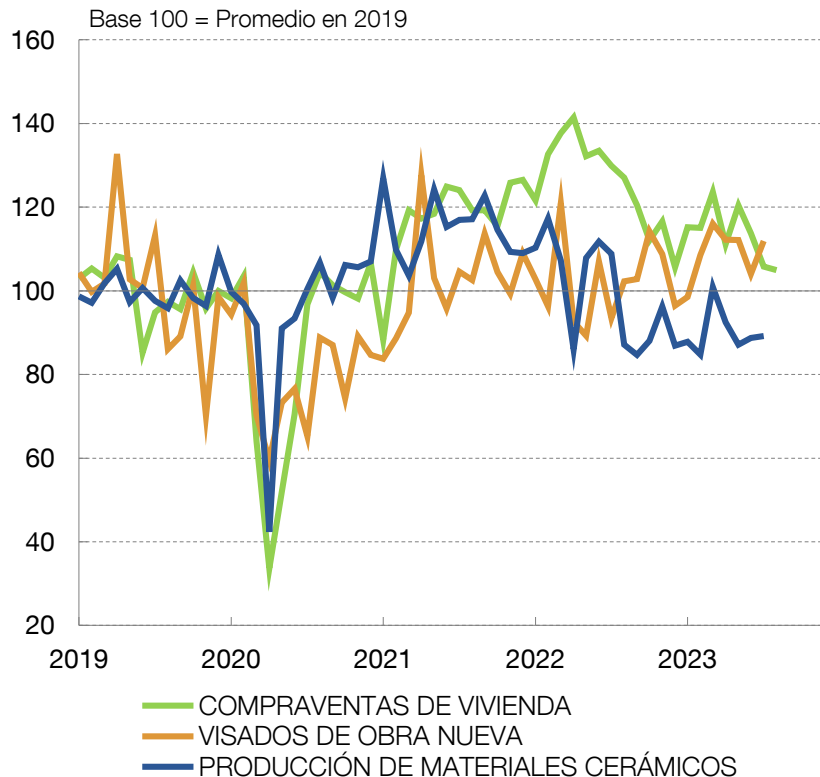
Fuentes: Bloomberg Data License y Banco de España.

(a) Bloomberg OIS model. Calculada por Bloomberg a partir de los precios de los OIS del euro.

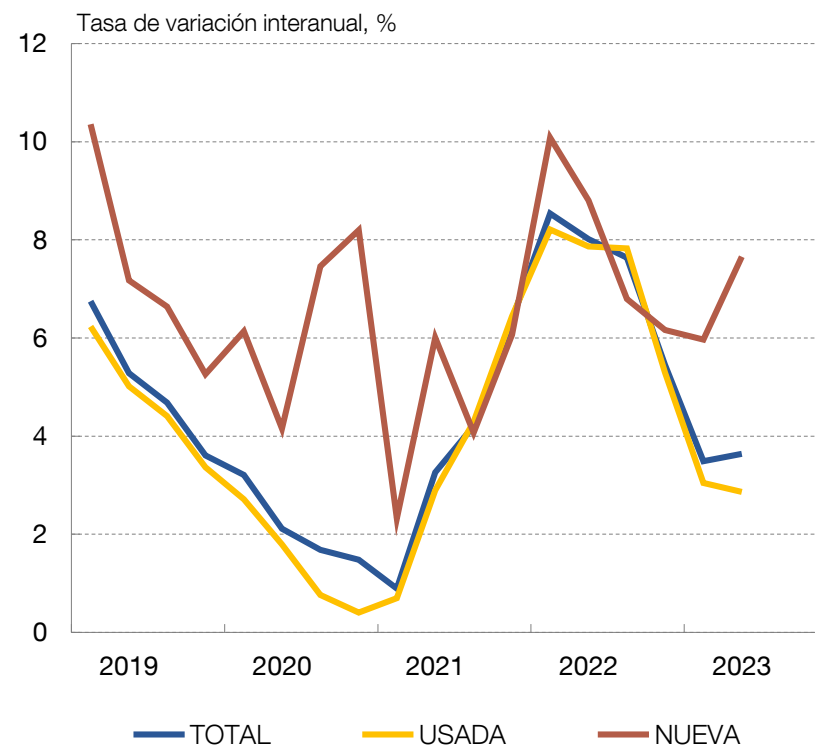
(b) Curva ajustada por el diferencial €STR - DFR.

- En el primer semestre de 2023, se aceleró el gasto público. El déficit estructural de las AAPP sigue siendo muy alto, a pesar de que el crecimiento de los ingresos es todavía elevado
- NGEU: poca información disponible (en términos de Contabilidad Nacional) para el seguimiento en tiempo real de su ejecución
- Mercado inmobiliario: el impacto del tensionamiento monetario sobre el mercado residencial (demanda y precios) está siendo hasta el momento relativamente limitado (sin que se puedan descartar efectos mayores a futuro)

COMPRAVENTAS DE VIVIENDA, VISADOS DE OBRA NUEVA Y PRODUCCIÓN DE MATERIALES CERÁMICOS (a)



PRECIOS DE LA VIVIENDA



Fuentes: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana. Último dato observado: agosto (compraventas), julio (producción de materiales cerámicos para la construcción y visados) y segundo trimestre de 2023 (precios de la vivienda).

(a) Series desestacionalizadas.

ÍNDICE

1. Evolución reciente de la economía española

- Repaso de las principales dinámicas

2. Perspectivas para la economía española en los próximos trimestres

- **Proyecciones macroeconómicas 2023-2025 del Banco de España de septiembre de 2023**
- **El impacto de la nueva información conocida desde el cierre de las proyecciones**

3. Principales elementos de riesgo en el corto plazo

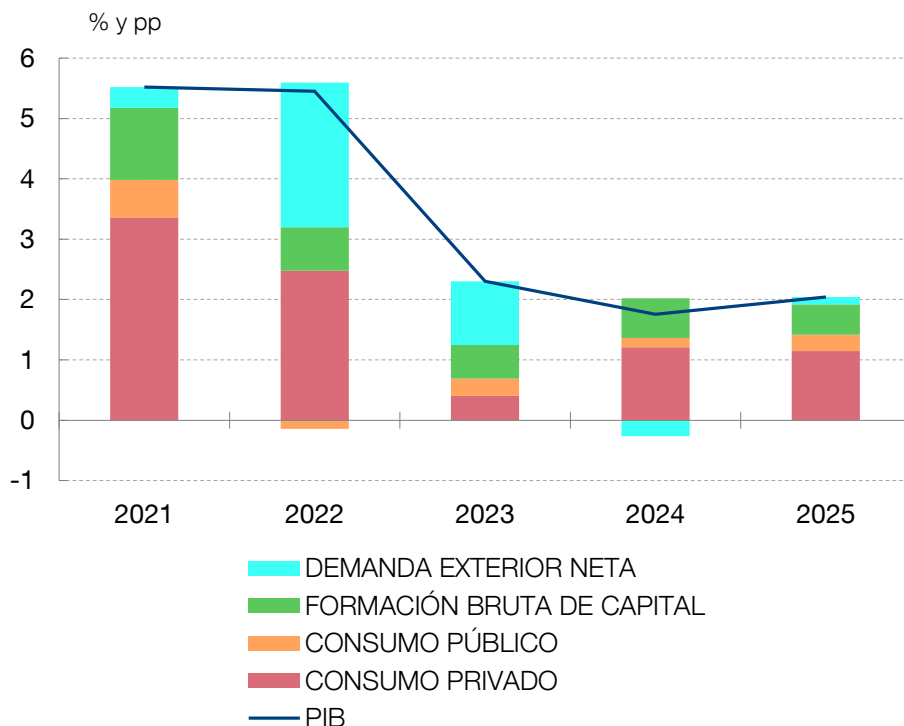
- La evolución de la inflación
- Incógnitas sobre la capacidad de resistencia de hogares y empresas en los próximos trimestres
- Otras fuentes de incertidumbre

4. Algunos retos estructurales clave para los próximos años

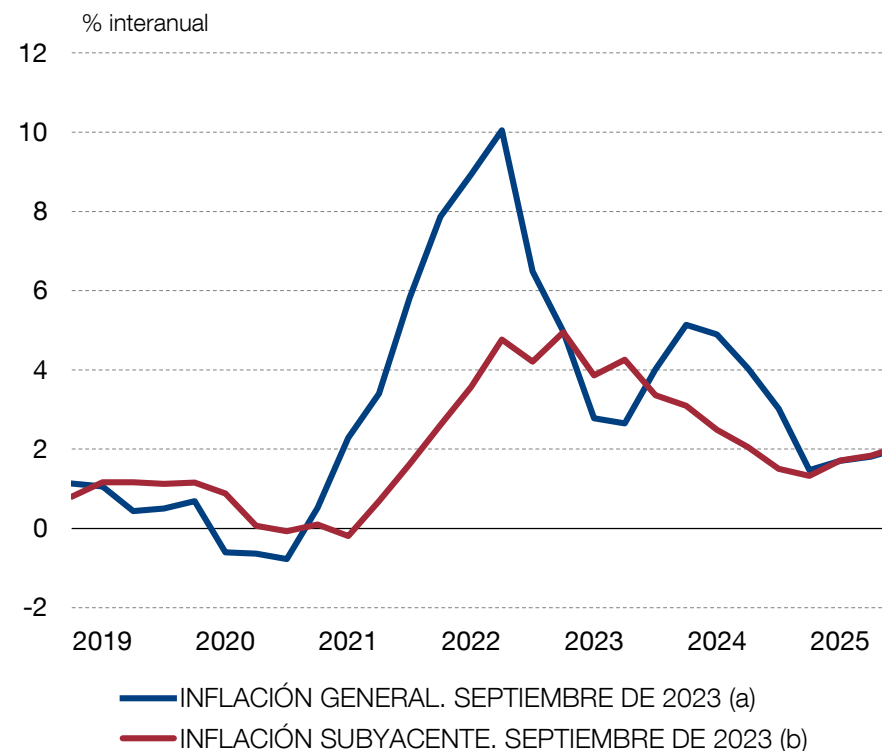


- Las proyecciones no incorporan las nuevas series de Contabilidad Nacional
- Se espera una ralentización de la actividad en el corto plazo (traslación del tensionamiento de la política monetaria, debilidad del contexto exterior, retirada a finales de 2023 de las medidas en respuesta a la crisis energética)
- Conforme transcurra 2024, y durante el resto del horizonte de proyección, la actividad irá cobrando más vigor, apoyada en la disminución paulatina de las presiones inflacionistas, la recuperación gradual de la confianza, la resistencia del mercado laboral y la intensificación prevista del despliegue de los fondos NGEU

CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES. SEPTIEMBRE DE 2023



EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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

- Se espera un crecimiento medio del **PIB** del 2,3% este año, y en el entorno del 2% en los dos años siguientes
- La **inflación** se situará algo por debajo del 2% en 2025
- El **déficit público** seguirá siendo elevado a lo largo de todo el horizonte de proyección (con un repunte en 2025, por la expiración de las medidas temporales de ingresos)

| | PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DE 2023 (a) | | | DIFERENCIAS CON LAS PROYECCIONES DE JUNIO | | |
|--|--|--------------|--------------|---|------|------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Tasa de variación anual (%), salvo indicación en contrario | | | | | | |
| PIB | 2.3 | 1.8 | 2.0 | 0.0 | -0.4 | -0.1 |
| Índice armonizado de precios de consumo (IAPC) | 3.6 | 4.3 | 1.8 | 0.4 | 0.7 | 0.0 |
| IAPC sin energía ni alimentos | 4.1 | 2.3 | 1.7 | 0.0 | 0.2 | 0.0 |
| Tasa de paro (% de la población activa). Media anual | 12.0 | 11.5 | 11.3 | -0.2 | 0.0 | 0.0 |
| Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB) | -3.7 | -3.4 | -4.1 | 0.1 | 0.0 | -0.1 |
| Deuda de las AAPP (% del PIB) | 108.8 | 106.9 | 107.9 | -0.9 | -0.5 | -0.1 |

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Fecha de cierre de las proyecciones: 8 de septiembre de 2023.

Contabilidad Nacional para 2T23 y revisión de la serie trimestral desde 2020

- Revisión de las tasas de crecimiento del PIB a la baja en 2T22 (-0,3 pp) y al alza entre 3T22 y 1T23 (0,1 pp en cada trimestre)
- Crecimiento intertrimestral 2T23 0,1 pp superior al avance de la CNTR (hasta el 0,5%)



De manera mecánica, se revisa con ello la previsión del PIB de 2023 al alza en 2 décimas

Precios de materias primas y otras dinámicas

- Mayores precios del petróleo y de los combustibles en los mercados internacionales
- Los indicadores de confianza más recientes continúan mostrando en términos generales un pulso débil



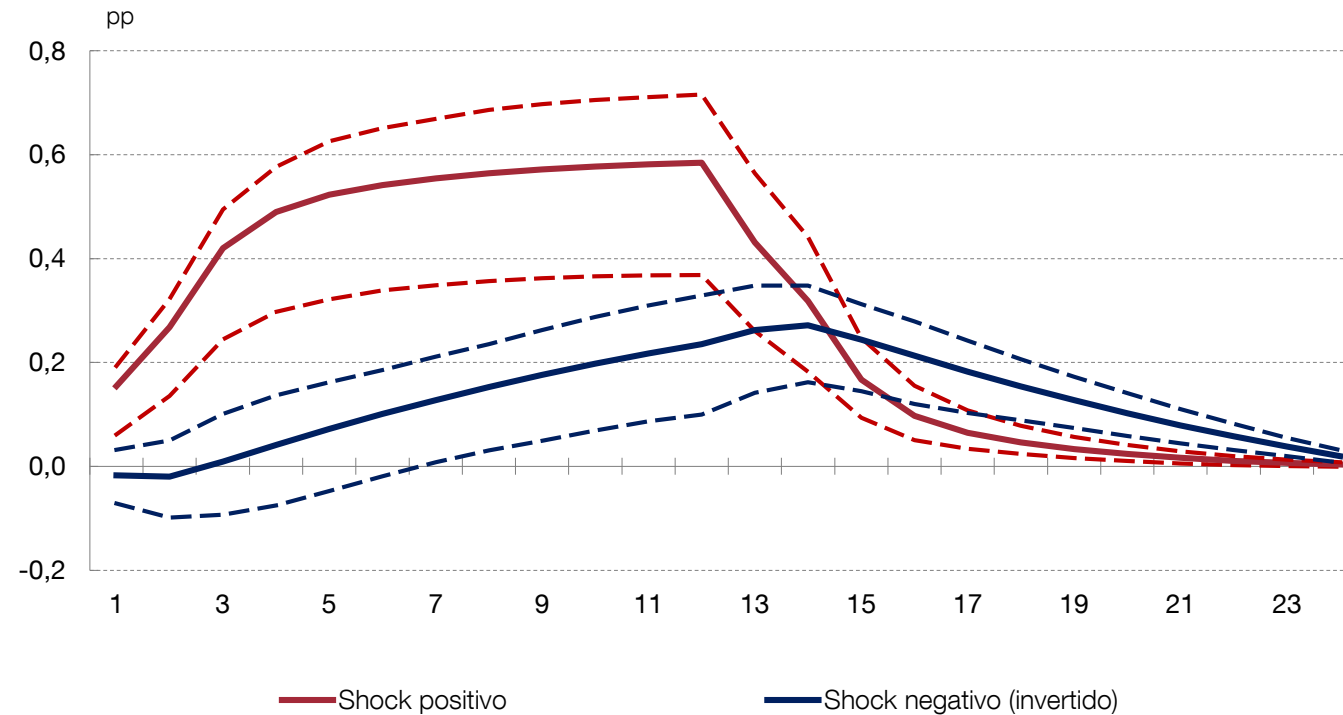
Información todavía muy parcial e incompleta sobre el último tramo del año. Las señales de los indicadores más recientes apuntan a riesgos a la baja en la actividad

ÍNDICE

1. Evolución reciente de la economía española
 - Repaso de las principales dinámicas
2. Perspectivas para la economía española en los próximos trimestres
 - Proyecciones macroeconómicas 2023-2025 del Banco de España de septiembre de 2023
 - El impacto de la nueva información conocida desde el cierre de las proyecciones
3. Principales elementos de riesgo en el corto plazo
 - La evolución de la inflación
 - Incógnitas sobre la capacidad de resistencia de hogares y empresas en los próximos trimestres
 - Otras fuentes de incertidumbre
4. Algunos retos estructurales clave para los próximos años

- El precio del petróleo ha vuelto a subir recientemente
- Y la traslación de las subidas del precio del petróleo a la inflación subyacente es más rápida e intensa que en el caso de las bajadas del precio del crudo

TRASLACIÓN ASIMÉTRICA DE UN SHOCK DE PETRÓLEO A LA INFLACIÓN SUBYACENTE (a)

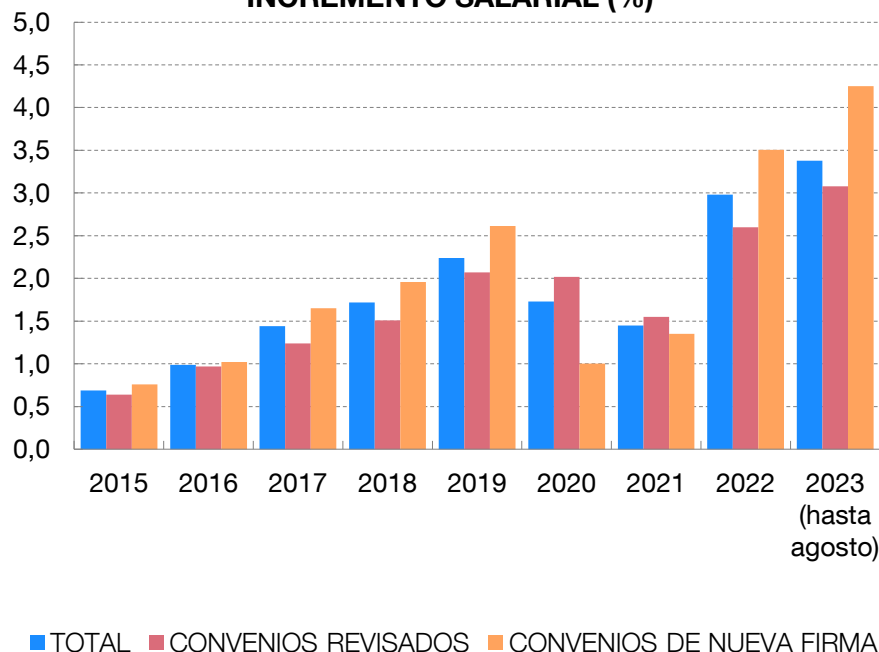


Fuente: Banco de España (trabajo en curso de próxima publicación).

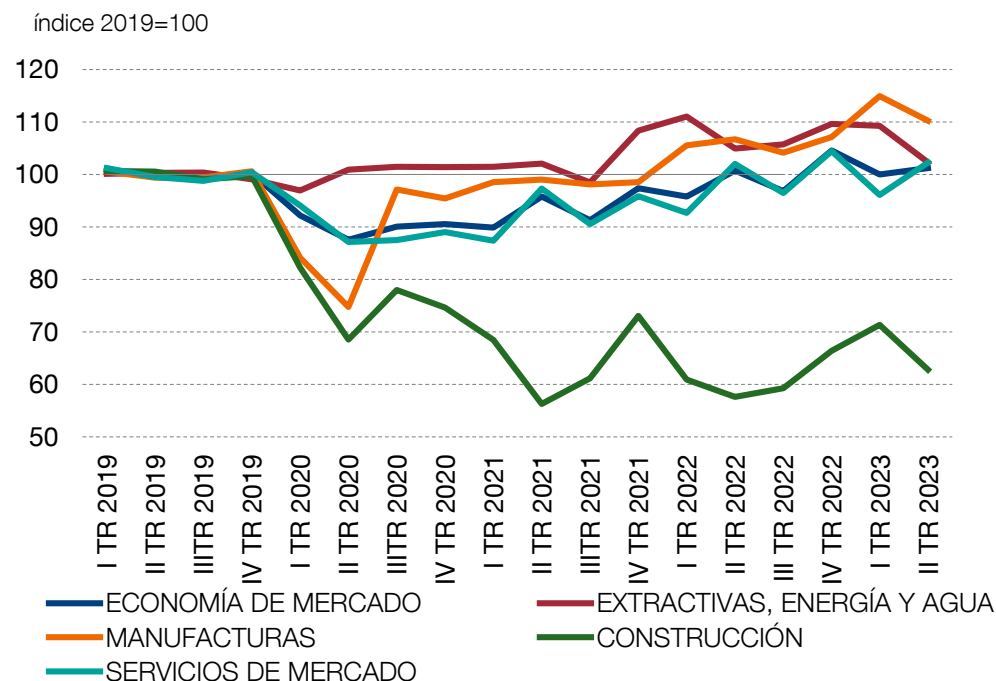
(a) La asimetría se define de tal manera que se permite que la dinámica de la inflación subyacente sea diferente durante los períodos en los que el precio del petróleo se encuentra en su punto más alto en 12 meses; cuanto mayor sea la diferencia entre el precio actual del petróleo y el precio máximo del petróleo de los últimos 12 meses, más fuerte es el efecto de la asimetría.

- Desde la perspectiva de los costes:
 - Los incrementos salariales continúan relativamente contenidos, pero la información más reciente sobre la negociación colectiva muestra un repunte de los aumentos pactados y una mayor incidencia de las cláusulas de salvaguarda
 - La Contabilidad Nacional apunta a una cierta moderación de los márgenes empresariales en los últimos trimestres, con un comportamiento heterogéneo por ramas. En la economía de mercado, el nivel de márgenes es parecido al previo a la pandemia

INCREMENTO SALARIAL (%)



ESPAÑA: RATIO EBE/VAB POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)



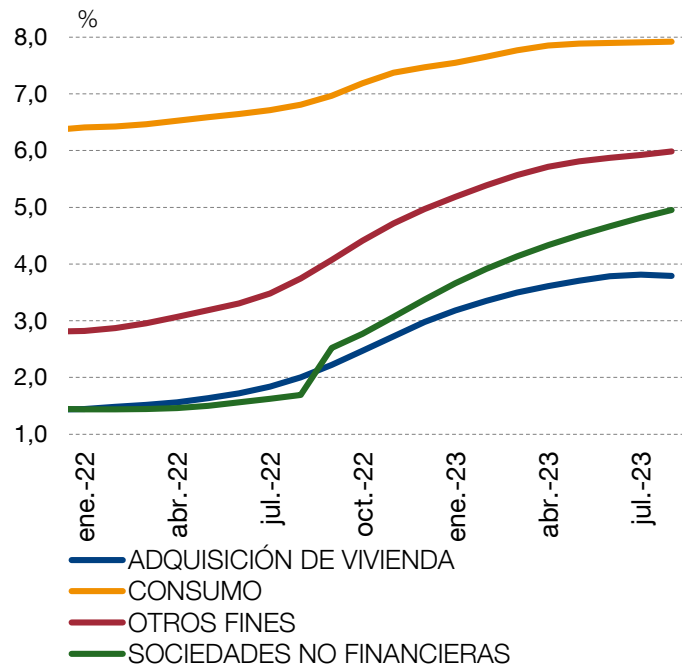
Fuentes: Ministerio de Trabajo y Economía Social. Último dato observado: agosto de 2023.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Último dato observado: 4T22.
(a) Excedente Bruto de Explotación (EBE) se calcula como el Valor Añadido Bruto (VAB) menos la remuneración de ocupados, que imputa la remuneración media de los asalariados a los trabajadores no asalariados. Esta medida del EBE incluye los impuestos netos sobre la producción y las importaciones.

- La transmisión de la política monetaria ha moderado los flujos netos de financiación captada por los hogares y las empresas en España, debido al aumento de los tipos de interés y al endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos

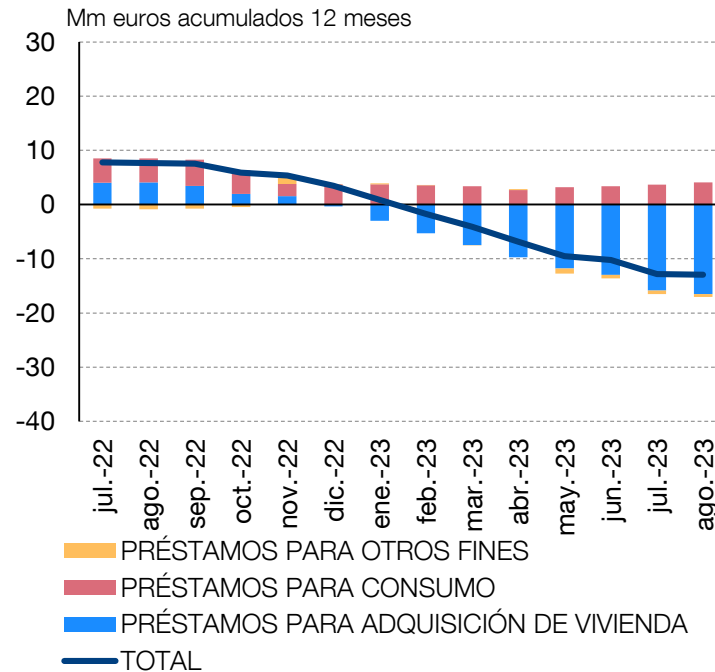
COSTE DE LA FINANCIACIÓN

NUEVOS PRÉSTAMOS BANCARIOS (a)

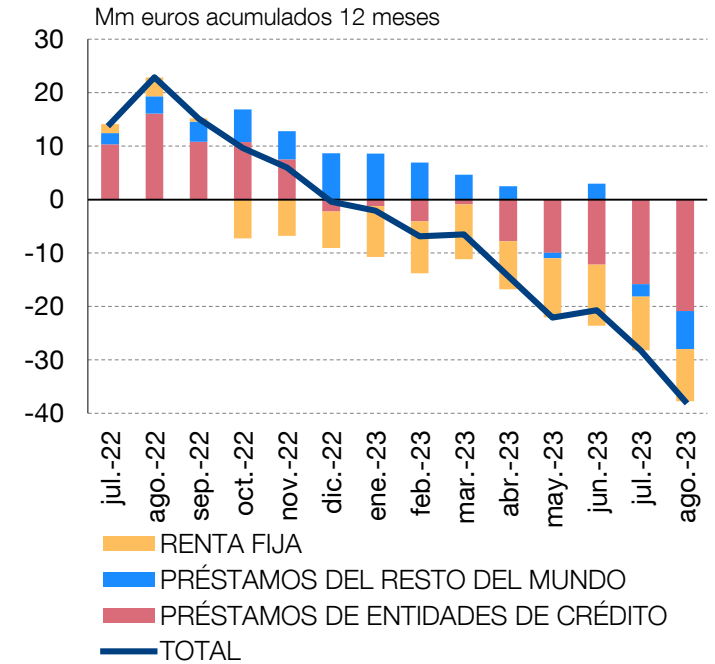


FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

HOGARES (b)



SOCIEDADES NO FINANCIERAS (b)



Fuente: Banco de España.

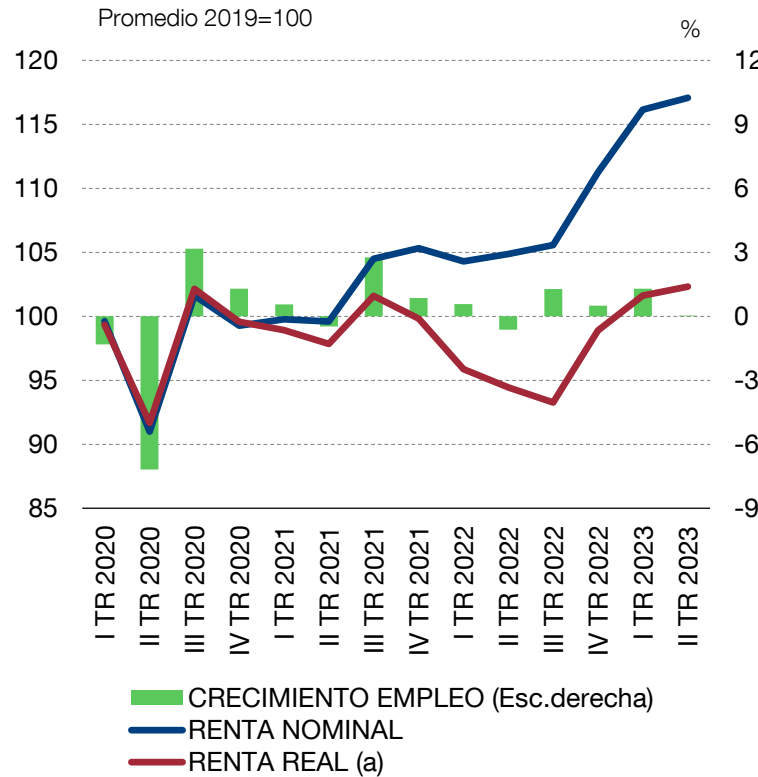
a. TEDR ciclo-tendencia (ajustados de componente estacional e irregular).

b. Flujos netos mensuales ajustados de estacionalidad. Los préstamos bancarios están ajustados por ventas de cartera y titulización.

- Los **hogares** recuperarán poder adquisitivo al compás de la menor inflación, en un contexto de fortaleza del empleo
- La carga financiera sigue aumentando y se observa un leve repunte de los préstamos en vigilancia especial
- Los hogares con menor renta son más vulnerables al repunte de la inflación y al aumento del coste de la deuda

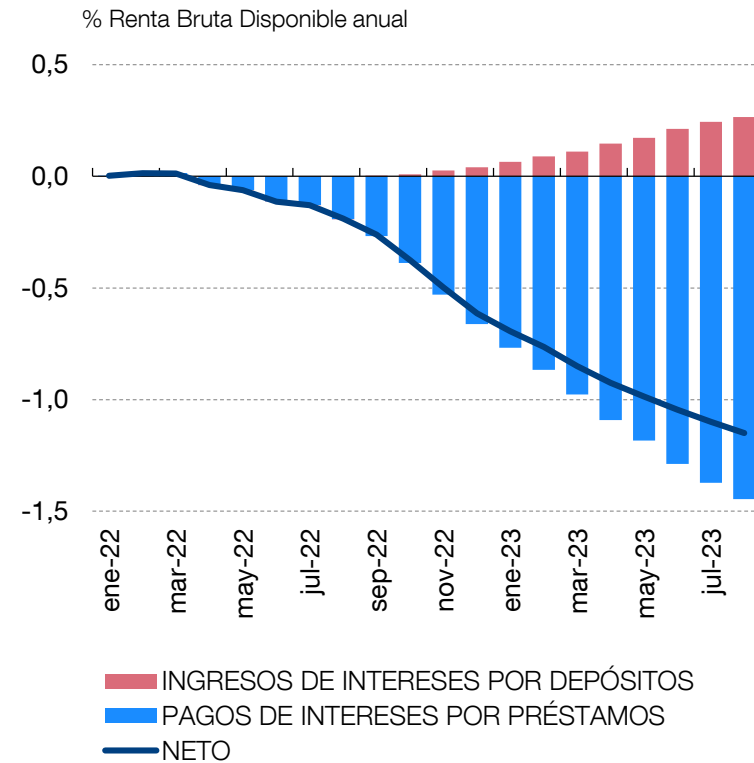
SECTOR HOGARES AGREGADO

EMPLEO Y RENTA BRUTA DISPONIBLE Trimestral, desestacionalizada



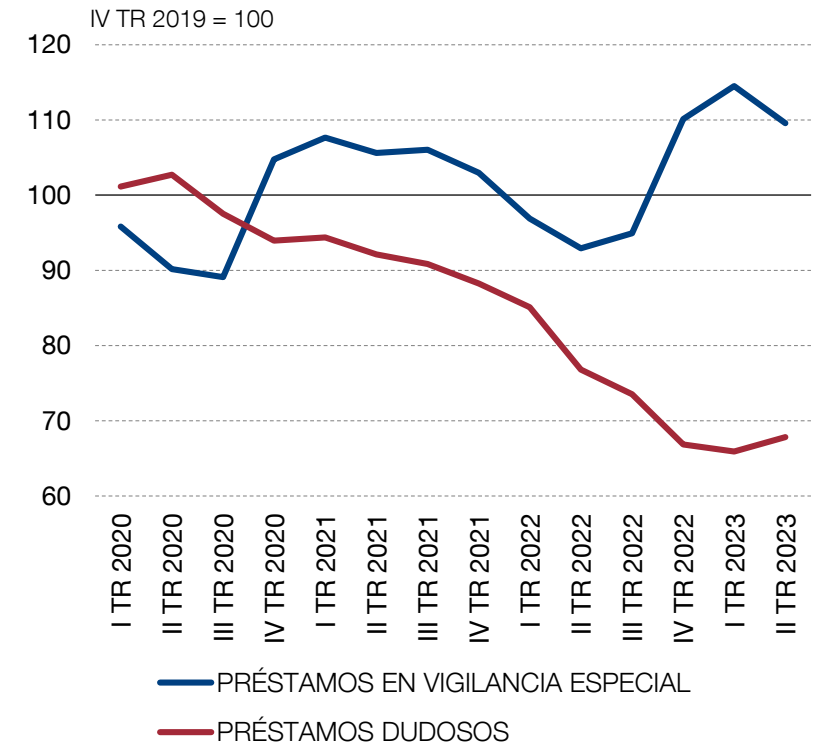
CANAL RENTA A NIVEL AGREGADO

VARIACIÓN DE LOS FLUJOS POR INTERESES DESDE DIC-2021 (b)



PRÉSTAMOS PROBLEMÁTICOS

DUDOSOS Y EN VIGILANCIA ESPECIAL (c)



Fuentes: INE y Banco de España.

a. Deflactando la renta nominal a partir del IPC ajustado por estacionalidad.

b. Se aplica el tipo de interés bancario correspondiente sobre el saldo vivo de préstamos y depósitos. La RBD se anualiza acumulando cuatro trimestres.

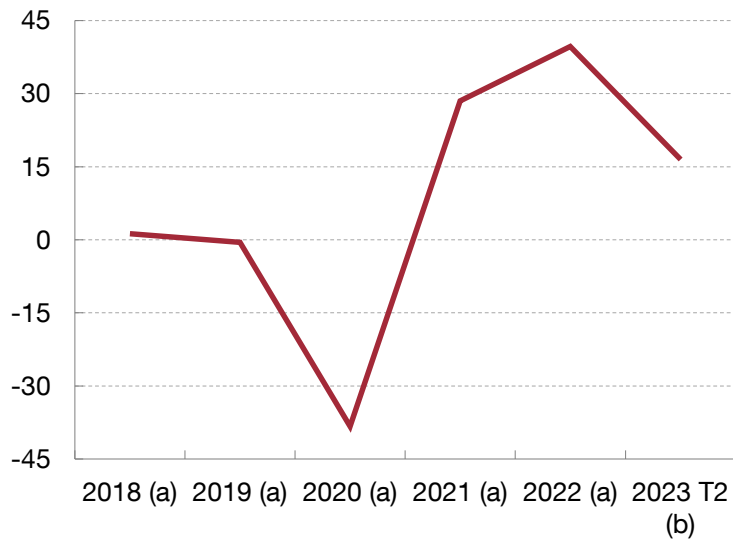
c. Excluye empresarios individuales.

- Las **empresas** mantienen una situación financiera sólida
- Los beneficios de las empresas prolongan su fortaleza (aunque moderan su crecimiento)
- El coste medio de la deuda aumenta a medida que se renueva, lo que hace que se incremente la carga financiera (cuyo nivel sigue siendo reducido, no obstante, en proporción de la renta)
- Hasta ahora, no se observan señales de deterioro de la calidad crediticia de las empresas

RENTA Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANES TRIMESTRAL (CBT)

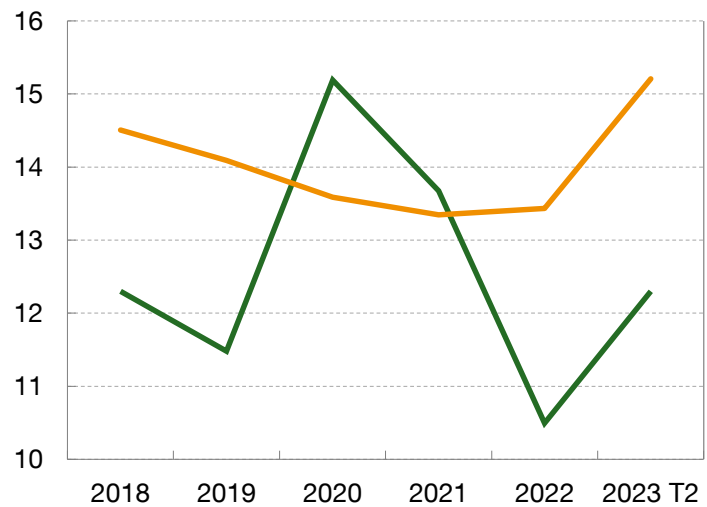
RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN

% Variación interanual



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y COSTE MEDIO DE LA FINANCIACIÓN

%

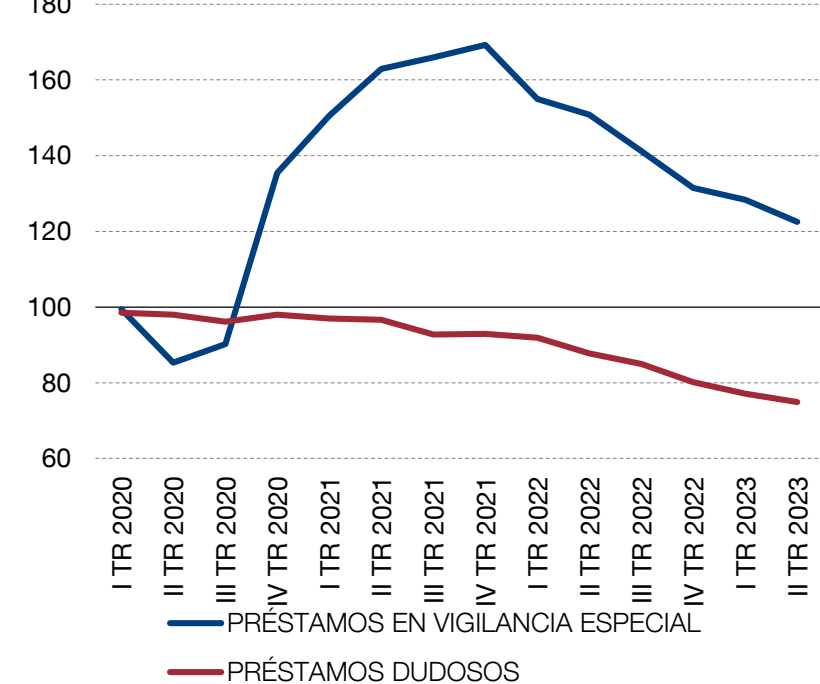


— CARGA FINANCIERA (c)
— COSTE MEDIO DE LA FINANCIACIÓN (esc. dcha.)

PRÉSTAMOS PROBLEMÁTICOS

DUDOSOS Y EN VIGILANCIA ESPECIAL (d)

IV TR 2019 = 100



Fuente: Banco de España.

a. Media de cuatro trimestres de la CBT.

b. Datos hasta el segundo trimestre de 2023 sobre igual período de 2022 (CBT).

c. $(\text{Intereses por financiación recibida}) / (\text{REB} + \text{ingresos financieros})$. Flujos acumulados de cuatro trimestres.

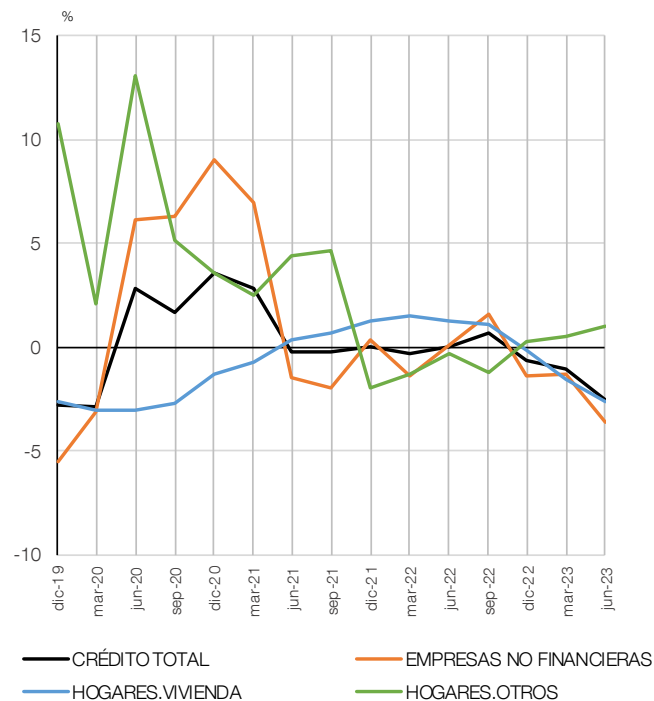
d. Sociedades no financieras y empresarios individuales.

- El crédito a las empresas no financieras (*) y hogares ha caído en los últimos doce meses un 2,6%. El descenso se ha producido tanto en el crédito a las empresas no financieras (3,6%) como en el crédito a los hogares para la compra de vivienda (2,6%). Por el contrario, el resto de crédito para hogares ha aumentado un 1%
- También los depósitos al sector privado residente presentan una tasa de variación interanual negativa (1,3%), siendo el descenso más intenso en las empresas no financieras (3,7%) que en los hogares (0,5%)

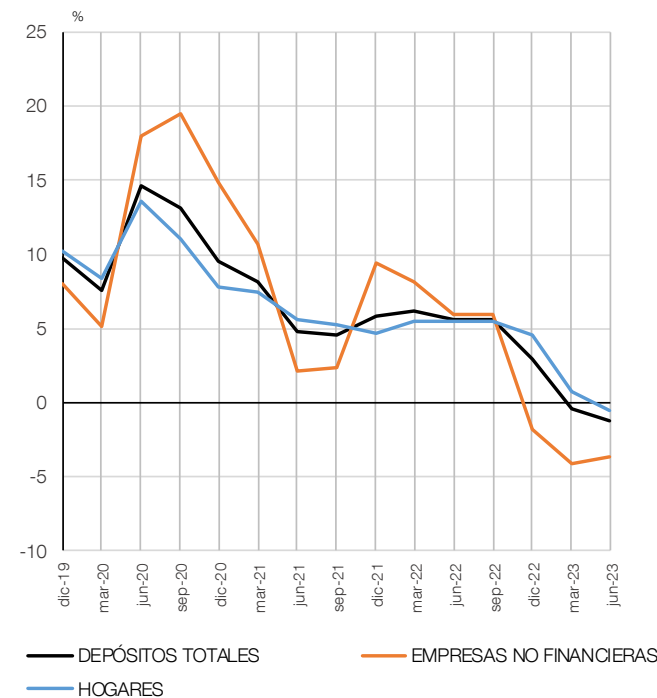
GRÁFICO 1

CRÉDITO Y DEPÓSITOS. SECTOR PRIVADO RESIDENTE. NEGOCIOS EN ESPAÑA. TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL

CRÉDITO



DEPÓSITOS



(*) El crédito a empresas no financieras incluye el correspondiente a los empresarios individuales.

Tensiones geopolíticas

Precios de la energía y de los alimentos

Crecimiento económico global [EEUU, Alemania y, especialmente China]

Mercados financieros [¿Episodios disruptivos?]

Coordinación de las políticas monetarias y fiscales

NGEU [Despliegue e impacto estructural]

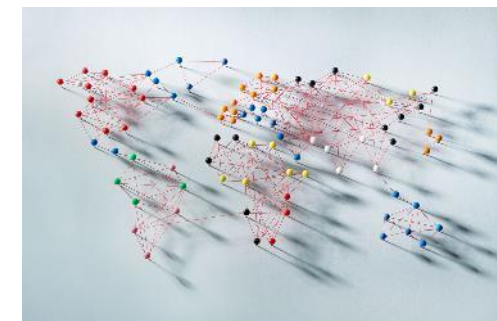
ÍNDICE

1. Evolución reciente de la economía española
 - Repaso de las principales dinámicas
2. Perspectivas para la economía española en los próximos trimestres
 - Proyecciones macroeconómicas 2023-2025 del Banco de España de septiembre de 2023
 - El impacto de la nueva información conocida desde el cierre de las proyecciones
3. Principales elementos de riesgo en el corto plazo
 - La evolución de la inflación
 - Incógnitas sobre la capacidad de resistencia de hogares y empresas en los próximos trimestres
 - Otras fuentes de incertidumbre
4. **Algunos retos estructurales clave para los próximos años**

Adaptación de la economía a los retos de la digitalización y sostenibilidad



Nuevo entorno económico mundial (de)-globalización



Formación en capital humano que fomente innovación, empleo y tejido empresarial competitivo



Sostenibilidad de las cuentas públicas en contexto de envejecimiento de la población

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

