

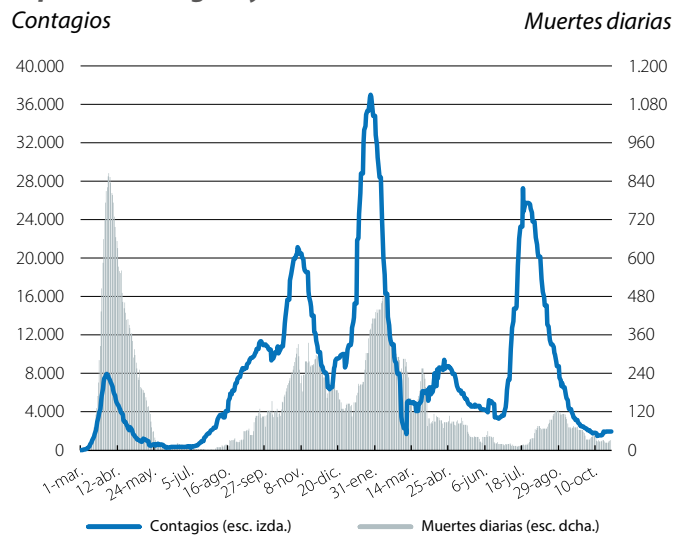
## España: aumentan los riesgos bajistas

**La pandemia se mantiene, de momento, bajo control.** Gracias al amplio despliegue de la vacuna, que alcanza cerca del 90% de la población susceptible de ser vacunada, tanto la incidencia como las tasas de ocupación de UCI por pacientes COVID se mantuvieron en cotas muy contenidas el último mes. De cara a futuro, si bien la pandemia puede dar lugar a nuevas oleadas debido a la aparición de nuevas variantes o a un contexto estacional algo más adverso, preveemos que el impacto sobre la economía será más limitado debido a que las vacunas seguirán siendo efectivas para evitar casos graves de la enfermedad. Aunque ya no se espera que sea necesario volver a implementar medidas de restricción a la actividad, la pandemia seguirá afectando la marcha de la economía por los repuntes de incertidumbre o las disrupciones que pueda conllevar sobre los flujos comerciales globales o sobre la movilidad internacional en la medida que pueda afectar más a otros países con tasas de vacunación menores.

**La recuperación del PIB fue menos intensa de lo esperado en el 3T del año.** El PIB aumentó un 2,0% intertrimestral en el 3T (2,7% interanual), un registro elevado y superior al del trimestre anterior (del 1,1%), pero inferior al previsto (3,0% según CaixaBank Research), y sitúa el PIB un 6,6% por debajo del nivel precrisis (4T 2019). El consumo privado se mostró más débil de lo esperado (-0,5% intertrimestral) si tenemos en cuenta el auge que mostró el turismo doméstico y la evolución favorable del empleo durante la temporada veraniega. En contraposición, las exportaciones aumentaron un notable 6,4% trimestral, impulsadas, principalmente, por la recuperación de las ventas al exterior del sector servicios (+24,4% trimestral). Con toda probabilidad, este último dato refleja la notable, aunque incompleta, recuperación de los flujos turísticos extranjeros durante la temporada de verano. Decimos incompleta porque, a pesar del fuerte repunte, las exportaciones de servicios aún se mantienen un 29,2% por debajo del nivel precrisis. Las importaciones, por su parte, tuvieron un comportamiento mucho más comedido y avanzaron un 0,7% intertrimestral. De este modo, el crecimiento durante el 3T provino en casi su totalidad del lado de la demanda externa, que contribuyó 1,8 p. p. al crecimiento trimestral del PIB, frente a la exigua aportación de 0,2 p. p. de la demanda interna. El dato del PIB del 3T, aunque positivo, enfría ligeramente las expectativas de una reactivación muy rápida de la economía tras el retorno, gradual, de la normalidad económica y nos lleva a tener que revisar el escenario para adecuarnos a una recuperación menos vigorosa de lo previsto inicialmente. La necesidad de esta revisión se ve acrecentada por las incertidumbres que rodean la previsión de crecimiento para el 4T 2021. Así, es posible que el impacto del fuerte repunte de la inflación sobre el consumo y el efecto de las disrupciones en las cadenas de suministros globales sobre el sector manufacturero lastren la evolución de la economía en el tramo final del año.

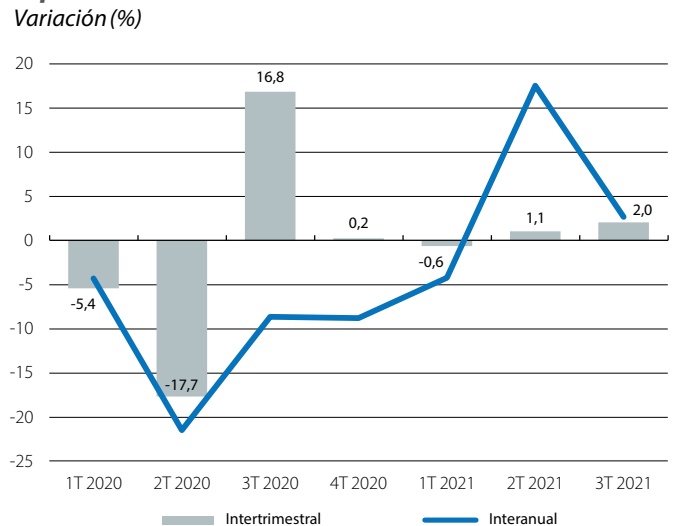
**El dinamismo se modera en los primeros compases del 4T.** En octubre, el índice PMI del sector manufacturero retrocedió 0,7 puntos hasta situarse en los 57,4 puntos. Aunque el indicador se mantiene ampliamente por encima del umbral de ausencia de cambios (50 puntos), una lectura con más detalle deja translucir una mayor preocupación por parte de las empresas acerca de las dificultades para atender al aumento de la demanda debido

### España: contagios y fallecidos diarios COVID



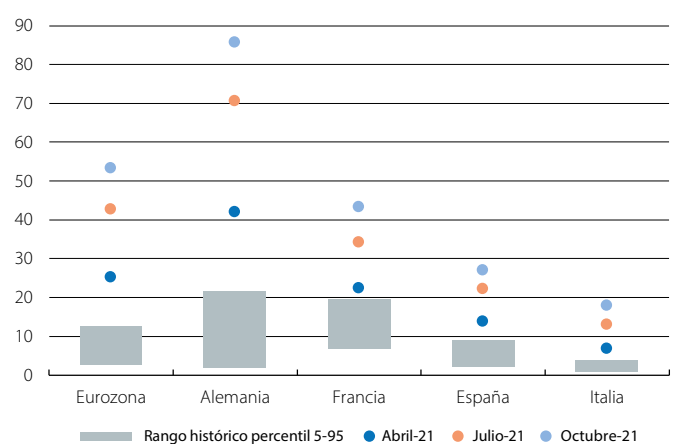
**Nota:** Se muestran promedios de 7 días de contagios y muertes. Datos por fecha de notificación.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Sanidad.

### España: PIB



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### Factores limitativos en la producción de manufacturas: escasez de material o de equipo (% de empresas)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

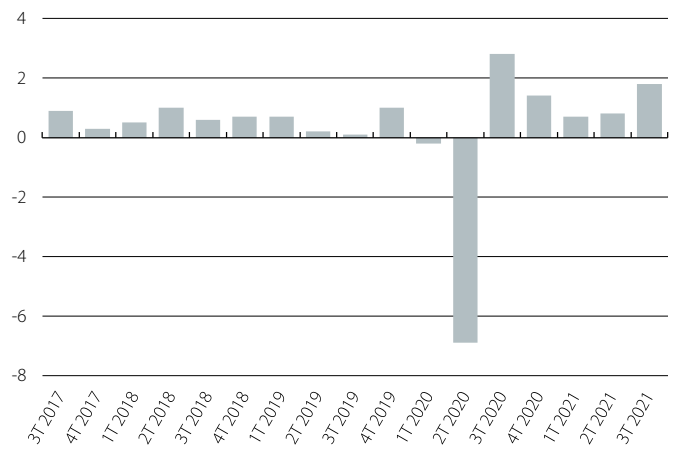
a las disrupciones en las cadenas de suministros. Esta preocupación se hace evidente según la encuesta trimestral del sector industrial que publicó la Comisión Europea: un 27% de las empresas mencionaron que un factor que limitaba su capacidad de producción es la escasez de materiales y/o de equipo: un dato elevado si tenemos en cuenta que, según los datos históricos, habitualmente tan solo entre un 2% y un 7% de las empresas en España mencionan este factor como un factor limitativo. Por su parte, el índice PMI para el sector servicios se situó en los 56,6 puntos, un registro similar al del mes anterior (56,9 puntos) y que apunta a un ritmo elevado de expansión. Con todo, del mismo modo que en el sector manufacturero, las preocupaciones acerca del aumento de costes derivados de los problemas en las cadenas de suministros también flexionaron al alza.

**Fuerte recuperación del empleo en el verano.** Según los resultados de la EPA del 3T 2021, el mercado laboral mostró un intenso dinamismo durante el verano con un aumento de los ocupados de 359.000 personas, superando así los 20 millones, algo que no sucedía desde 2008, y cifra superior a la de antes de la pandemia (19,97 millones en el 4T 2019). Se trata de la segunda mayor creación de empleo en un 3T, después del fuerte aumento del año pasado tras el desconfinamiento. A su vez, el paro bajó en 127.000 personas en el trimestre, hasta los 3,42 millones, y la tasa de paro descendió al 14,6% desde el 15,3%, aunque se mantiene por encima del nivel prepandemia (13,8% en el 4T 2019). Asimismo, resultó llamativo el fuerte aumento de la población activa (+232.200), hasta 23,45 millones, cifra que supera el nivel prepandemia (23,16 millones), y que podría apuntar a una mejora de las perspectivas laborales. Sin este fuerte aumento de los activos, la tasa de paro se hubiera reducido en mayor medida.

**La inflación se mantiene al alza empujada por los precios de la energía.** La crisis energética sigue dominando las dinámicas de la inflación. En octubre la inflación subió hasta el 5,5% (4,0% en septiembre), el nivel más alto desde octubre de 1992, y, aunque aún no se conoce el detalle de la evolución de los componentes de la inflación, el INE apunta a las fuertes subidas de los precios de la electricidad y de los carburantes y combustibles, frente a los descensos observados en octubre del año pasado. Así, en septiembre, mes del que disponemos del detalle por componentes, la electricidad contribuyó 1,6 p. p. al aumento de la inflación, y todo parece apuntar a que esta contribución se acrecentará en octubre. Por su parte, la inflación subyacente aumentó en 0,4 p. p. hasta el 1,4%, un aumento significativo que puede ser indicativo de que las empresas, cuyos márgenes se están viendo presionados debido al aumento de los precios de la energía así como de los insumos derivado de los problemas en las cadenas de suministro globales, están empezando a trasladar el mayor coste de producción a los consumidores.

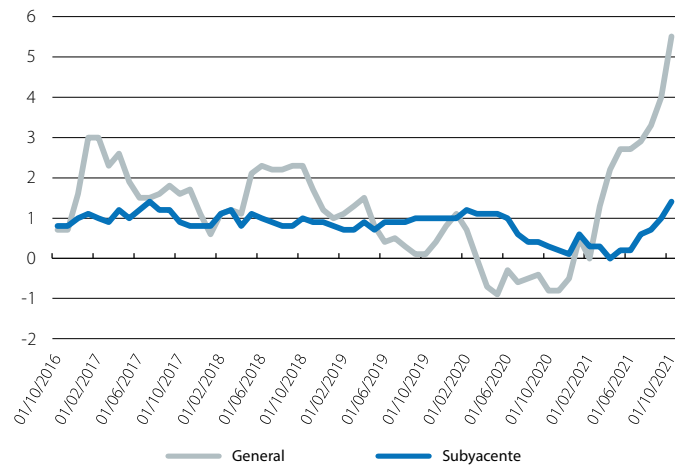
**El Gobierno presenta el Plan Presupuestario a la Comisión Europea.** En términos de déficit público, el Plan presentado prevé un déficit del 5,0% en 2022, lo que representa una reducción de 3,4 p. p. respecto al déficit previsto por el Gobierno en 2021, gracias, principalmente, a la recuperación económica. Se estima que los ingresos públicos consolidados del conjunto de las Administraciones públicas aumenten un 4,6% interanual (7,1% respecto a 2019) gracias al avance de la recaudación tributaria y las cotizaciones sociales. Por el lado de los gastos, se prevé una caída del gasto público en 2022 del 2,2% (el aumento en relación con 2019 es del 12,0%). Asimismo, se revalorizarán las pensiones con la inflación promedio de diciembre de 2020 a noviembre de 2021.

**España: empleo\***  
Variación intertrimestral (%)



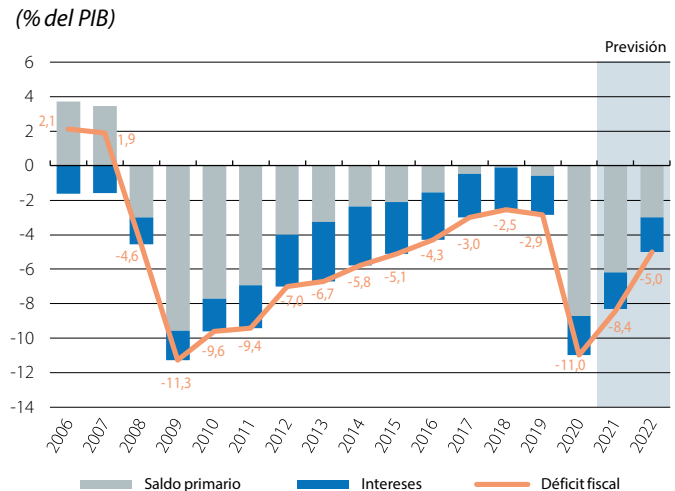
Nota: \* Serie desestacionalizada.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

**España: IPC**  
Variación interanual (%)



Nota: El último dato se refiere al indicador adelantado.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: proyección del déficit fiscal según el plan presupuestario 2022**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.