

INFORME ANUAL 2021

ÁNGEL GAVILÁN

Director General de Economía y Estadística

Banco de España

Madrid, 18 de mayo de 2022



Capítulo 1

Una recuperación incompleta en un contexto incierto: de la pandemia al repunte de la inflación y el estallido de la guerra

Capítulo 2

Retos y políticas para un crecimiento sostenible y equilibrado de la economía española

Capítulo 3

El repunte global de la inflación

Capítulo 4

La economía española ante el reto climático

ÍNDICE

1. Introducción
2. Consolidación de la recuperación económica y repunte de la inflación a escala global y en el área del euro
3. Luces y sombras en la recuperación en España
4. Las políticas económicas ante un entorno incierto

MENSAJES PRINCIPALES

- La recuperación de la actividad a nivel global continúa, si bien esta es incompleta, desigual y enfrenta considerables obstáculos ...
- ... aspectos que son especialmente evidentes en la economía española
- Las perspectivas en el corto plazo, afectadas por la guerra en Ucrania, son muy inciertas ...
- ... y, entre otros aspectos, dependen de la respuesta de las políticas económicas, que han mitigado el impacto de la pandemia pero deben adaptarse a un entorno cambiante
- La economía española precisa una política fiscal selectiva y un pacto de rentas

CONTINÚA LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD, SI BIEN ESTA ES INCOMPLETA, DESIGUAL Y ENFRENTA CONSIDERABLES OBSTÁCULOS

El avance de la vacunación permitió, a lo largo de 2021, ir relajando, con algunos altibajos, las medidas de contención de la pandemia, lo que favoreció una reactivación relativamente intensa de la demanda y la recuperación económica (también impulsada por políticas económicas muy acomodaticias)

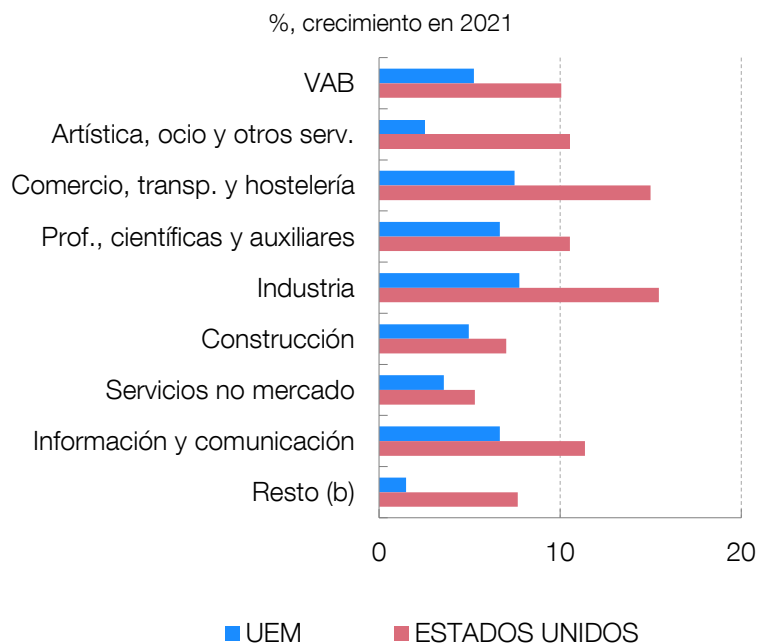
Aunque la pandemia ha ido perdiendo relevancia como un factor relevante en la evolución de la actividad, esta se ha visto lastrada de forma creciente por el repunte de los precios de las materias primas (y de la inflación en general), los cuellos de botella en la oferta y, más recientemente, la guerra en Ucrania

En general, en los últimos meses, en un escenario muy incierto, las perspectivas de crecimiento se han revisado significativamente a la baja y las de inflación al alza, especialmente en el corto plazo

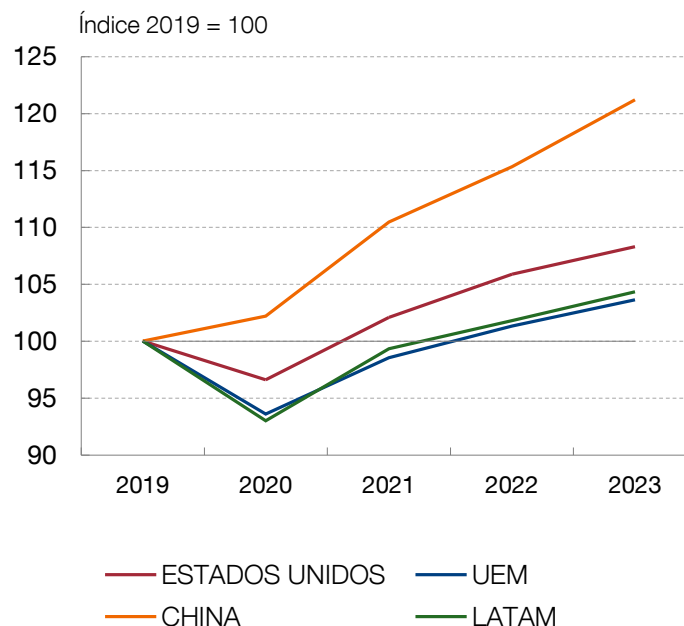
Entre las dinámicas a monitorizar en los próximos meses, destaca la evolución de las condiciones financieras globales, especialmente en los mercados emergentes, en un contexto en el que una gran mayoría de bancos centrales está avanzando en la normalización de su política monetaria

LA RECUPERACIÓN, QUE ESTÁ SIENDO MUY HETEROGÉNEA POR PAÍSES Y SECTORES, PREVISIBLEMENTE SE RALENTIZARÁ COMO CONSECUENCIA DE LA GUERRA

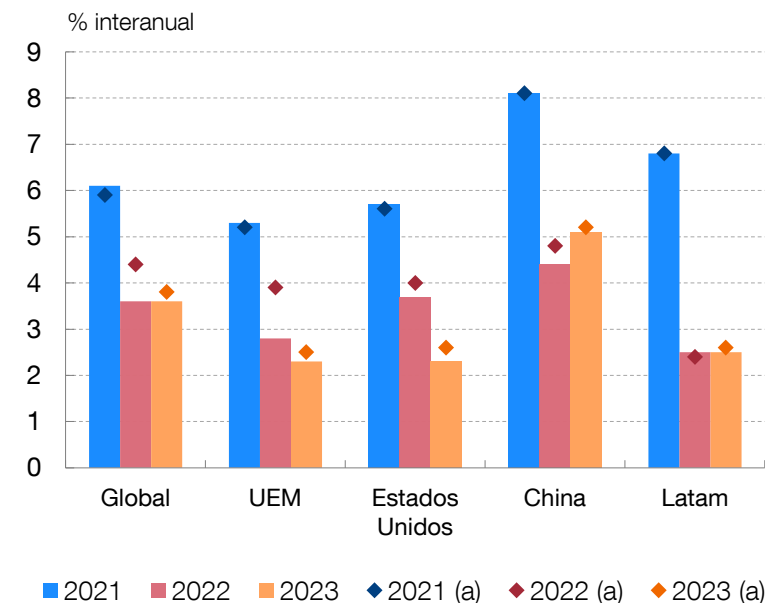
CRECIMIENTO POR SECTORES DEL VAB



NIVEL DEL PIB POR REGIONES: PREVISIONES DE ABRIL DE 2022



CRECIMIENTO DEL PIB PREVISTO POR EL FMI EN EL WEO DE ABRIL DE 2022



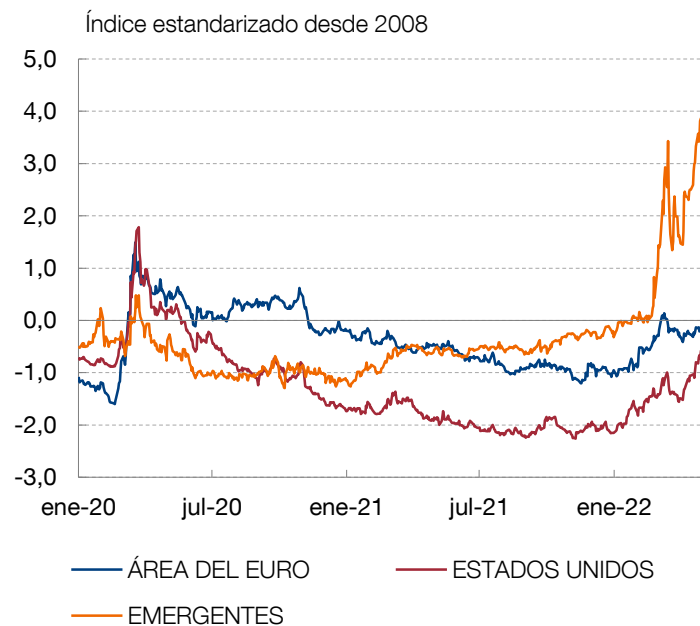
FUENTES: Eurostat, estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook de abril de 2022).

a. Previsiones del World Economic Outlook de octubre 2021.

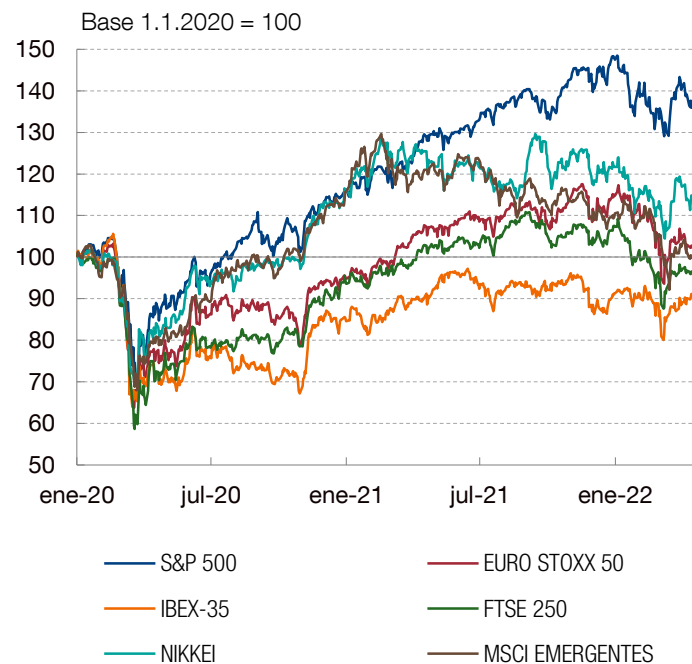
b. La categoría «Resto» incluye el sector primario y otros servicios de mercado (actividades financieras, seguros y actividades inmobiliarias).

LAS CONDICIONES FINANCIERAS GLOBALES SE HAN ENDURECIDO RECIENTEMENTE Y SE VERÁN MUY INFLUIDAS POR LAS DECISIONES FUTURAS DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES

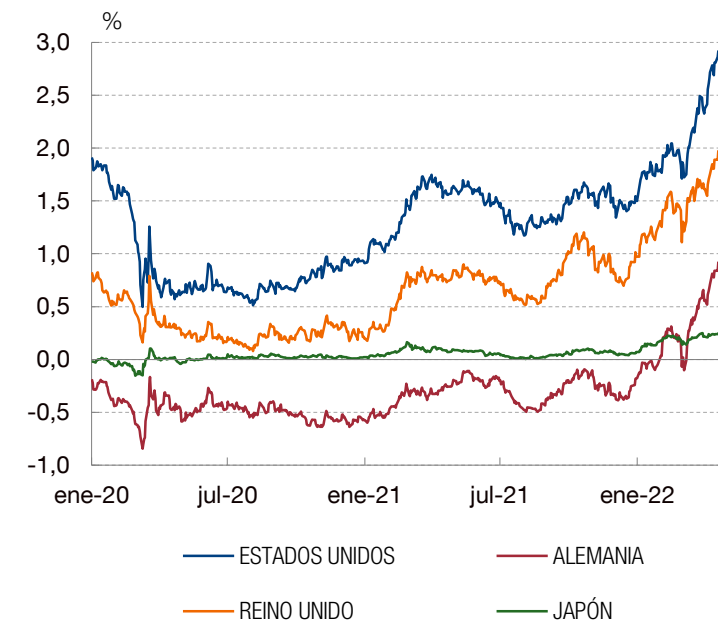
ÍNDICES GOLDMAN SACHS DE CONDICIONES FINANCIERAS



ÍNDICES DE BOLSA



TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: Refinitiv Datastream y Bloomberg Data License.

El PIB de la economía española creció un 5,1% en el conjunto de 2021. El avance del producto continuó en el primer trimestre de 2022, si bien a una tasa intertrimestral del 0,3%, sensiblemente inferior a la registrada en el último trimestre del año pasado (del 2,2%)

Con todo, en el primer trimestre de este año, el nivel de actividad en España se situó 3,4 pp por debajo del observado antes del comienzo de la pandemia, mientras que, en el conjunto del área del euro, el PIB rebasó en 0,4 pp su nivel pre-crisis

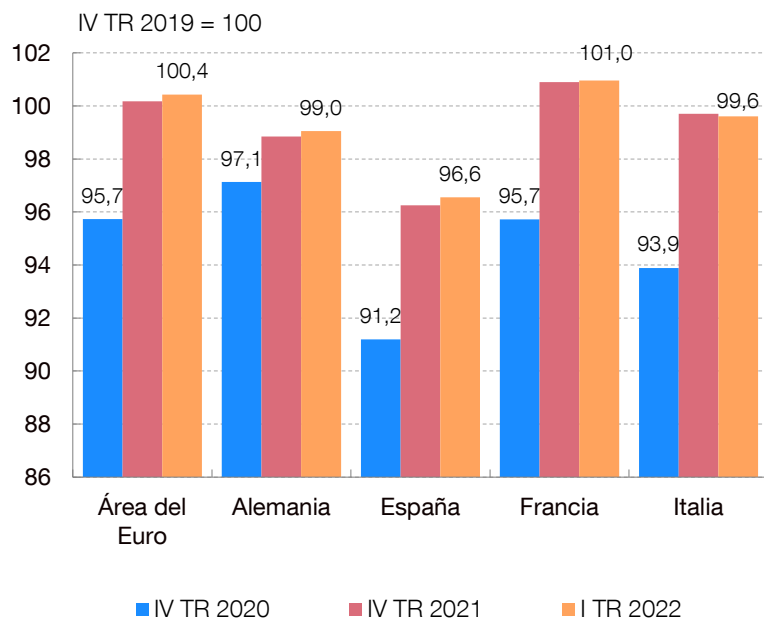
El empleo se ha recuperado con mayor vigor que el PIB, aunque también con una gran heterogeneidad sectorial (más lejos de alcanzar los niveles pre-pandemia en las ramas más afectadas por las restricciones a la movilidad, como la hostelería y el ocio)

Aunque los ingresos públicos crecieron con fuerza en 2021 y el déficit público se redujo, este aún permanece en niveles muy elevados y la ratio de deuda pública sobre PIB apenas ha disminuido

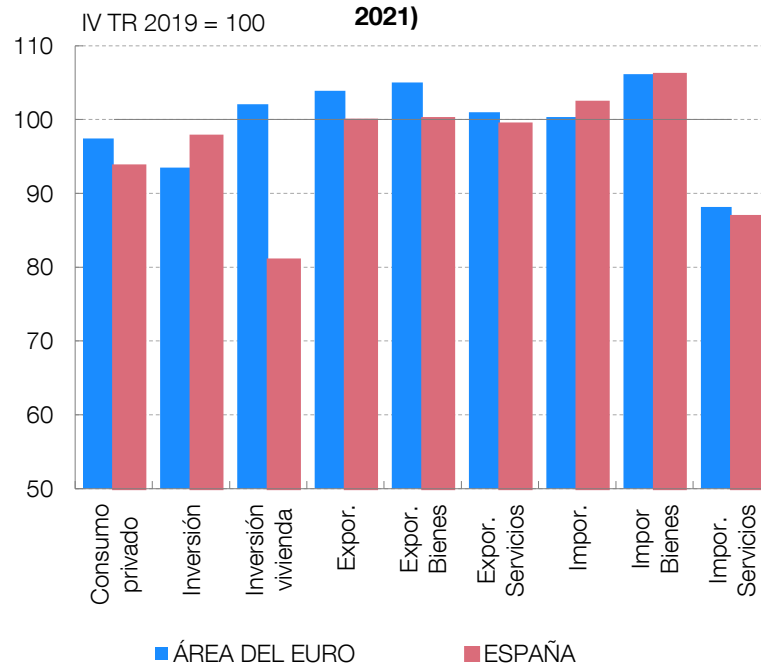
DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA, EL PEOR DESEMPEÑO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN RELACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO PUEDE ASOCIARSE A DIVERSOS FACTORES ...

- Por el lado de la demanda, el rezago relativo de España es atribuible a las exportaciones de servicios, el consumo privado y la inversión en vivienda
- Por el lado de la oferta, la brecha con la UEM refleja la especialización de la economía española en los sectores más afectados por la pandemia (en particular, en los relacionados con la actividad turística), aunque estas ramas también han registrado un comportamiento más desfavorable en España que en la UEM

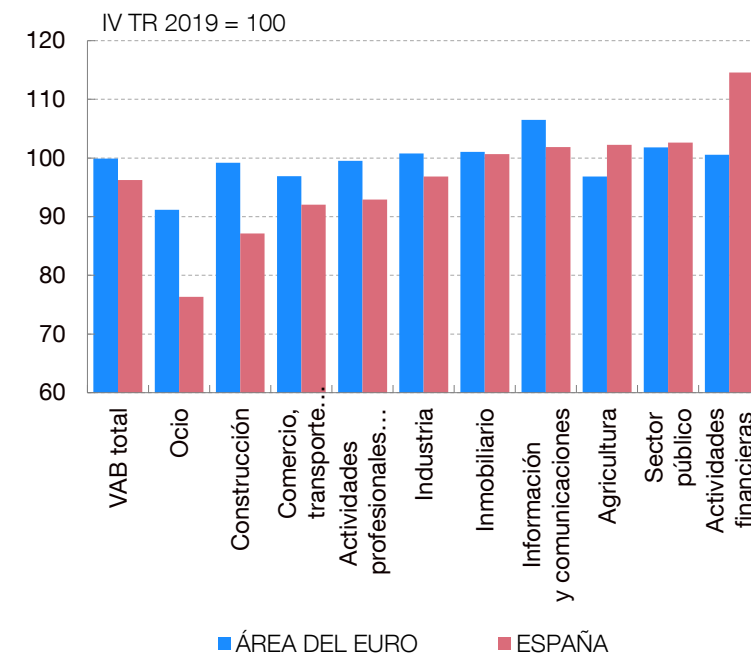
CONVERGENCIA DEL PIB RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA



CONVERGENCIA DEL PIB RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA POR COMPONENTES DE DEMANDA (IV TR 2021)



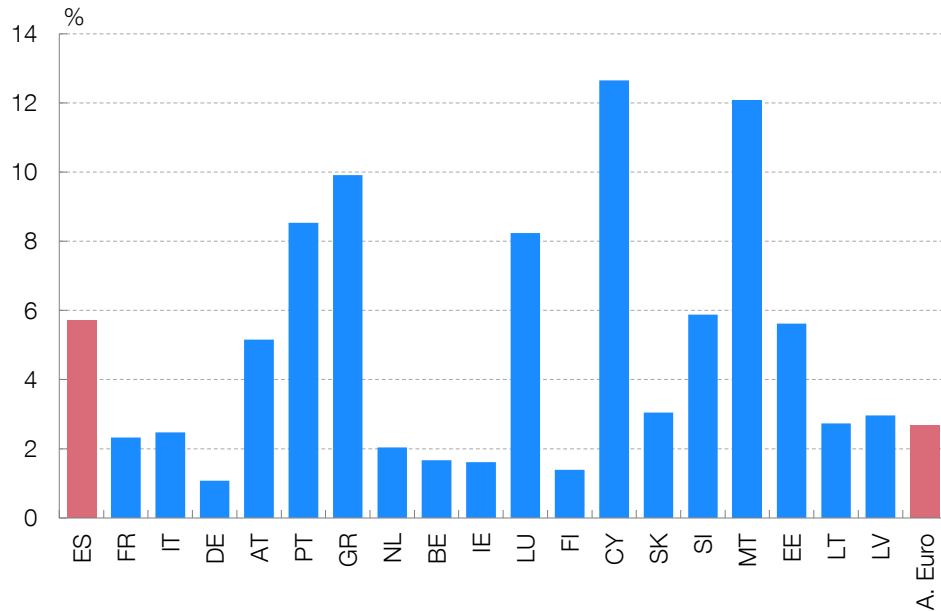
CONVERGENCIA RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA EN TÉRMINOS DEL VAB REAL (IV TR 2021)



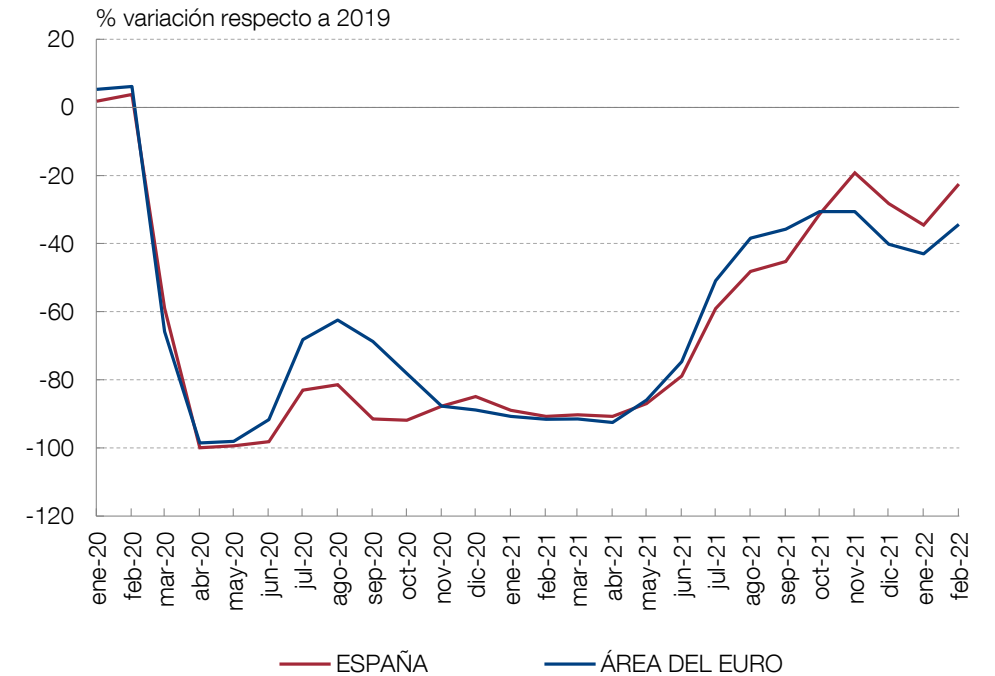
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

- Aunque cabe destacar que las exportaciones de servicios turísticos experimentaron una fuerte reactivación en la segunda mitad de 2021, tendencia que se ha prolongado al inicio de este año

PESO RELATIVO DE LAS EXPORTACIONES TURÍSTICAS SOBRE EL PIB (2019)



PERNOCTACIONES EXTRANJERAS EN ALOJAMIENTOS TURÍSTICOS

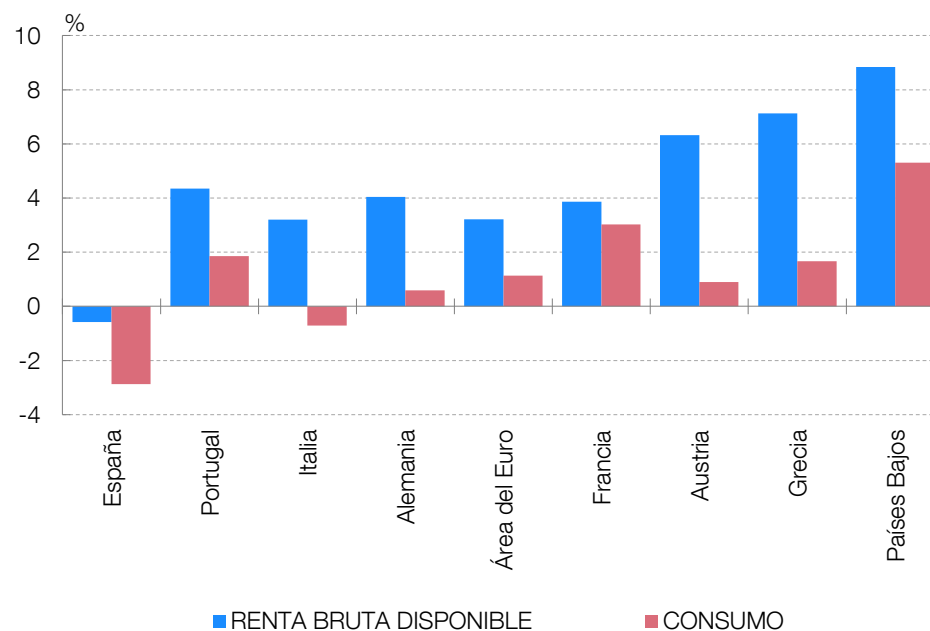


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

... Y LA PEOR EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO ...

- Entre otros factores, este hecho guardaría relación con la evolución menos favorable de la renta disponible de los hogares en España
- Esta, a su vez, estaría vinculada, entre otros factores, con el peor comportamiento relativo del empleo en nuestro país (al cierre de 2021, el empleo en términos de horas trabajadas se encontraba en España un 3,6% por debajo de su nivel previo a la pandemia, mientras que en el área del euro esta brecha era de un 1,8%)

VARIACIÓN DEL CONSUMO NOMINAL Y DE LA RENTA DISPONIBLE DE LOS HOGARES ENTRE IV TR 2021 Y IV TR 2019 (a)



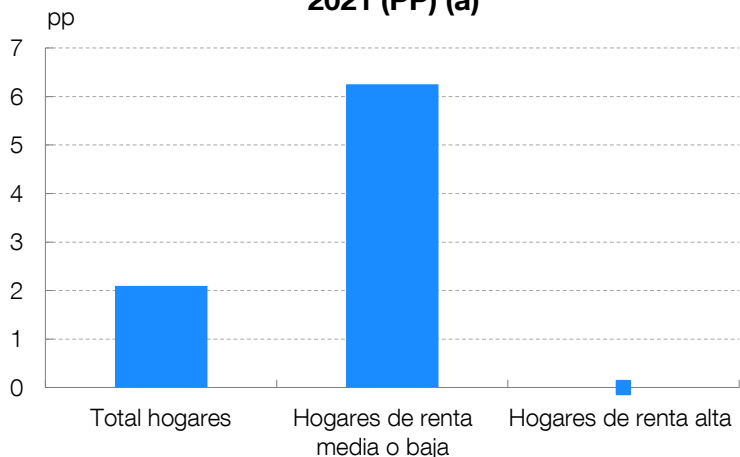
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a. Los últimos datos de renta bruta disponible se refieren al III TR 2021 en el caso de Francia, Grecia y Países Bajos.

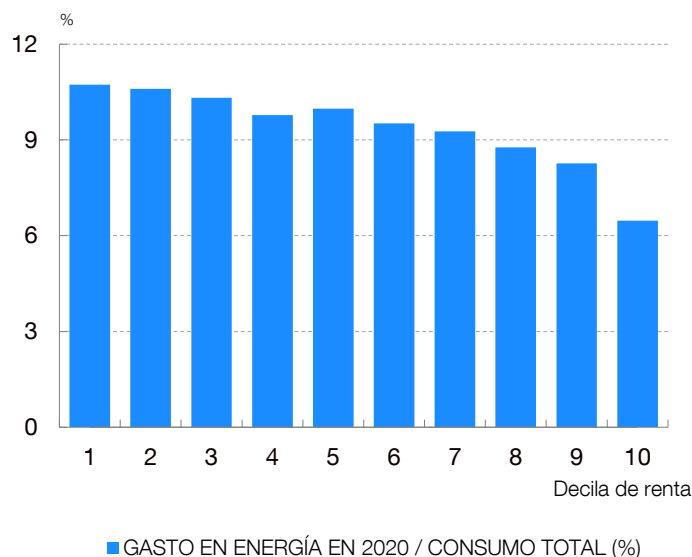
... YA QUE LOS HOGARES APENAS HAN USADO LA BOLSA DE AHORRO ACUMULADA DESDE EL COMIENZO DE LA PANDEMIA Y MANTIENEN UNA TASA DE AHORRO AÚN MUY ELEVADA

- En 2021, los hogares de mayor renta, los que más ahorraron en el primer año de la pandemia, no habrían llegado a recurrir a este ahorro. Por el contrario, los hogares de menor renta, que habían acumulado en 2020 un exceso de ahorro algo más modesto, sí liberaron una parte de esos fondos. Ello pudo deberse a que el repunte de los precios energéticos afecta más a este grupo de hogares
- En todo caso, la tasa de ahorro permaneció en 2021 muy por encima de los niveles previos a la pandemia

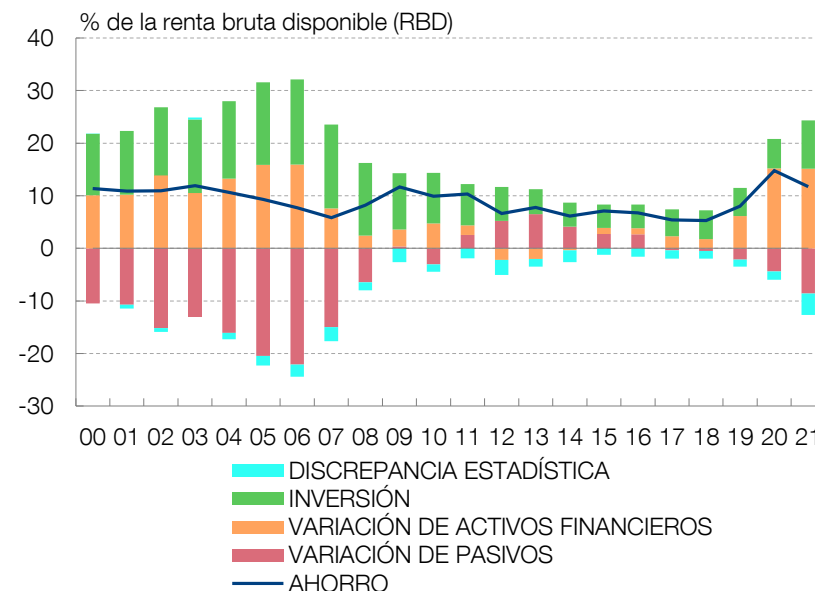
IMPACTO MARGINAL DE DISPONER DE BOLSA DE AHORRO SOBRE LA PROBABILIDAD DE HABER REPORTADO UN INCREMENTO EN EL GASTO EN 2021 (PP) (a)



GASTO MEDIO EN ENERGÍA POR DECILA DE RENTA



DESTINO DEL AHORRO BRUTO DE LOS HOGARES (b)

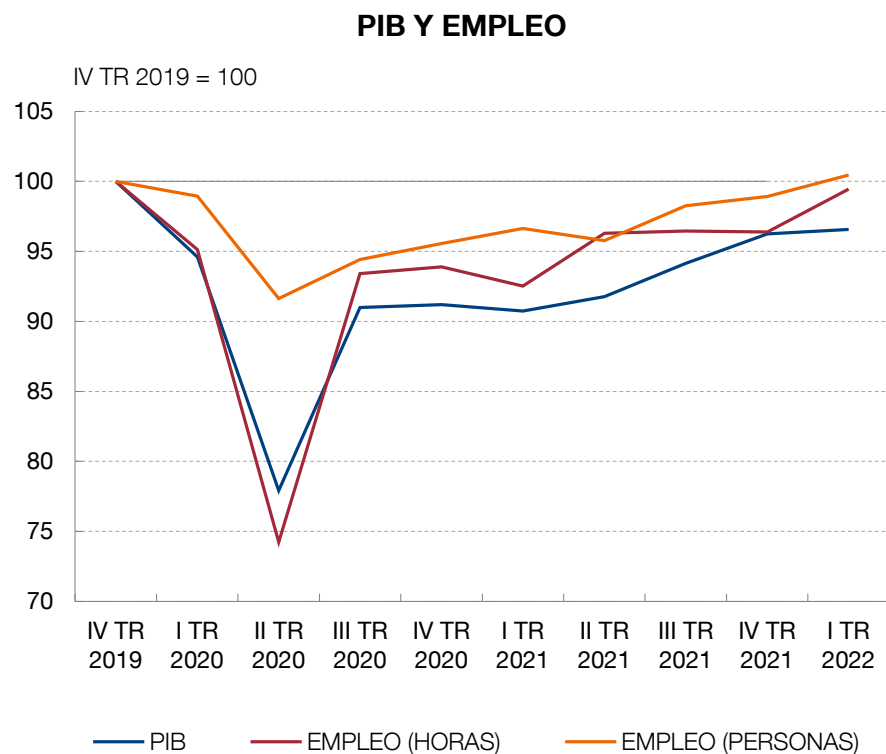


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo (*Consumer Expectations Survey*) y Banco de España.

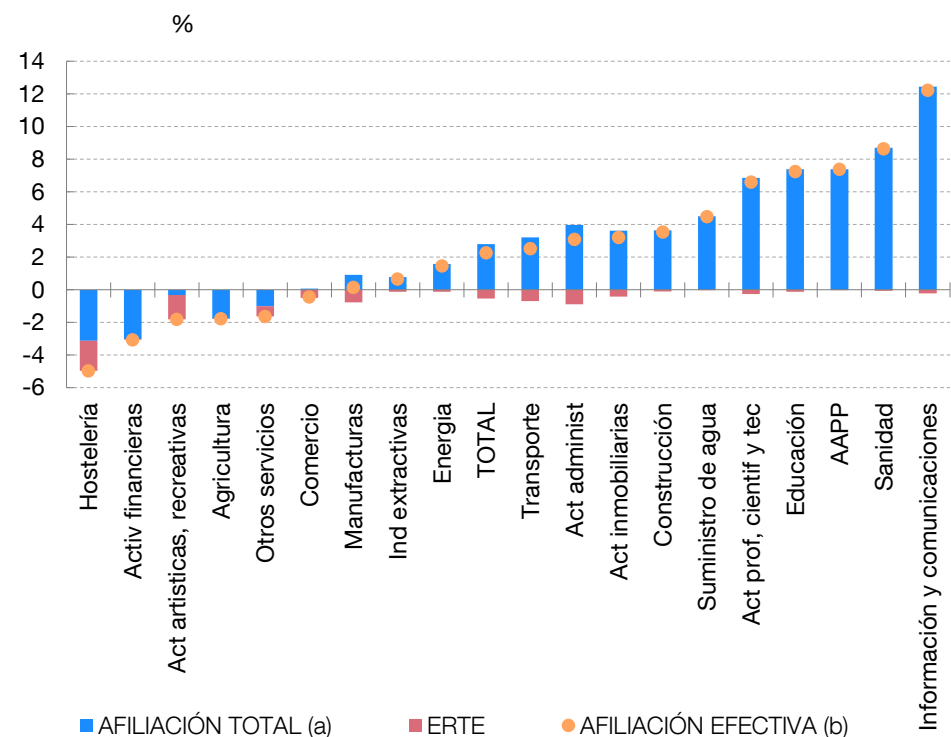
a. Resultados obtenidos a partir de la estimación de un modelo probit ordenado. Recoge la diferencia entre la probabilidad de haber reportado un incremento en el gasto entre los hogares según si ahorraron o no, para el total de hogares y en cada grupo de renta.

b. El ahorro incluye las transferencias de capital. La inversión corresponde a la formación bruta de capital más las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos.

EL COMPORTAMIENTO DEL EMPLEO HA MOSTRADO UN MAYOR GRADO DE DINAMISMO QUE EL DEL PIB, AUNQUE CON UNA GRAN HETEROGENEIDAD SECTORIAL



AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA POR RAMAS. VARIACIÓN EN MARZO DE 2022 VS FEBRERO DE 2020



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión y Seguridad Social y Banco de España.

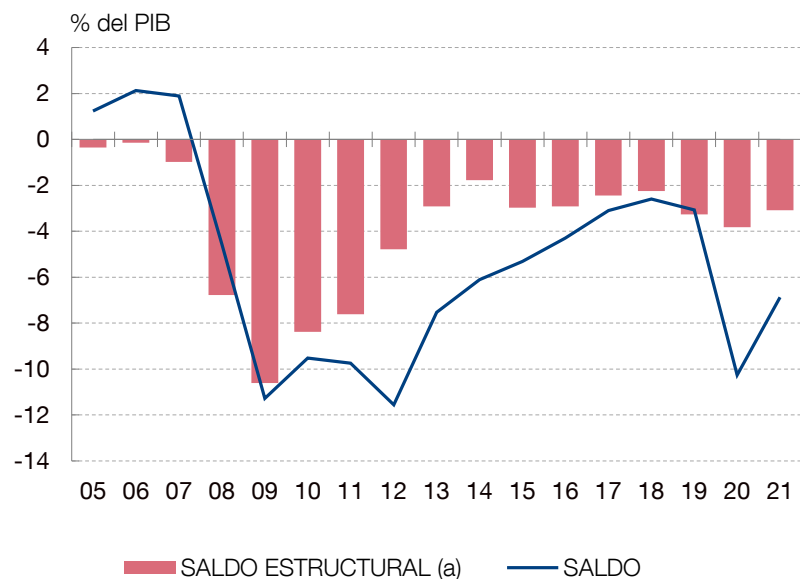
a. Serie desestacionalizada.

b. La afiliación efectiva se define como la resta entre los afiliados totales y los trabajadores afectados por un ERTE.

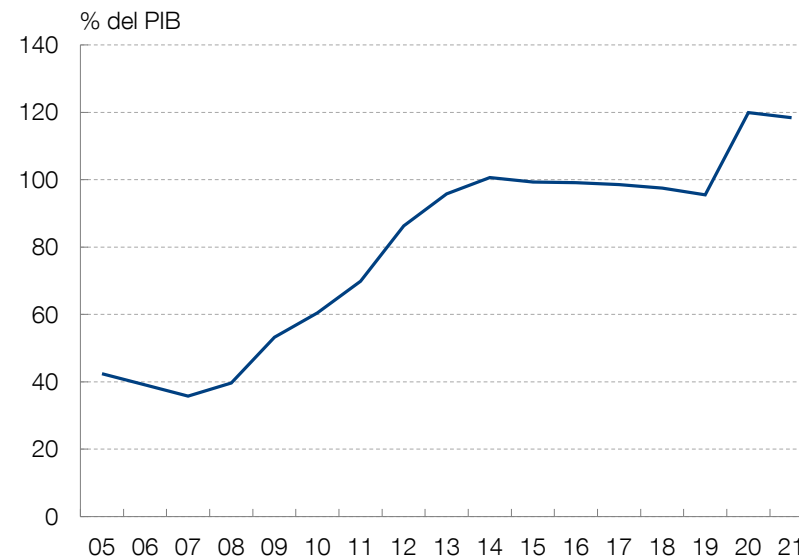
EL DESEQUILIBRIO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS SIGUE SIENDO ELEVADO

- Por el lado de los ingresos, la recaudación creció un 13% en 2021, muy por encima de lo que sugería la evolución de las variables macroeconómicas que aproximan las bases de recaudación
- Por el lado de los gastos, aunque aquellos incurridos como consecuencia de la pandemia (p.e., los asociados con los ERTE) disminuyeron de forma acusada en 2021, el gasto total aumentó un 5% (en parte por el IMV, la compensación a los pensionistas por la inflación y el programa NGEU)

SALDO TOTAL Y ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado y Ministerio de Hacienda.
a. Estimación del Banco de España.

LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL CORTO PLAZO, AFECTADAS POR LA GUERRA EN UCRANIA, ESTÁN SOMETIDAS A UNA EXTRAORDINARIA INCERTIDUMBRE

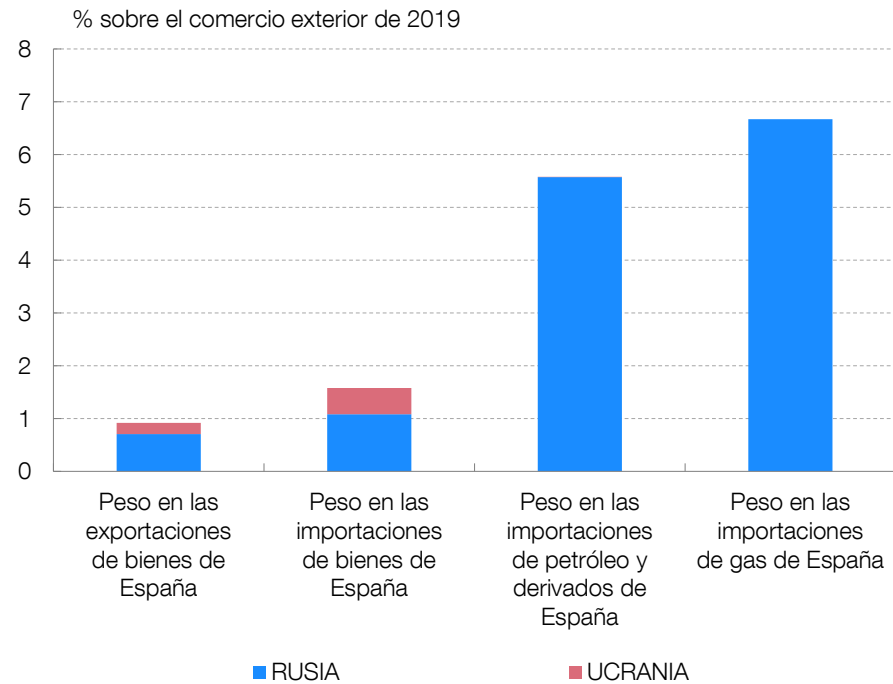
Los efectos directos de la guerra sobre España (a través del comercio exterior con Rusia y Ucrania) son modestos, pero los indirectos serán, previsiblemente, significativos

Los canales por los que se materializará este impacto incluyen un encarecimiento adicional de las materias primas, un deterioro de la confianza de hogares y empresas, un menor comercio mundial (en parte, porque se han reforzado las distorsiones en las cadenas globales de valor) y un adelanto del tensionamiento monetario

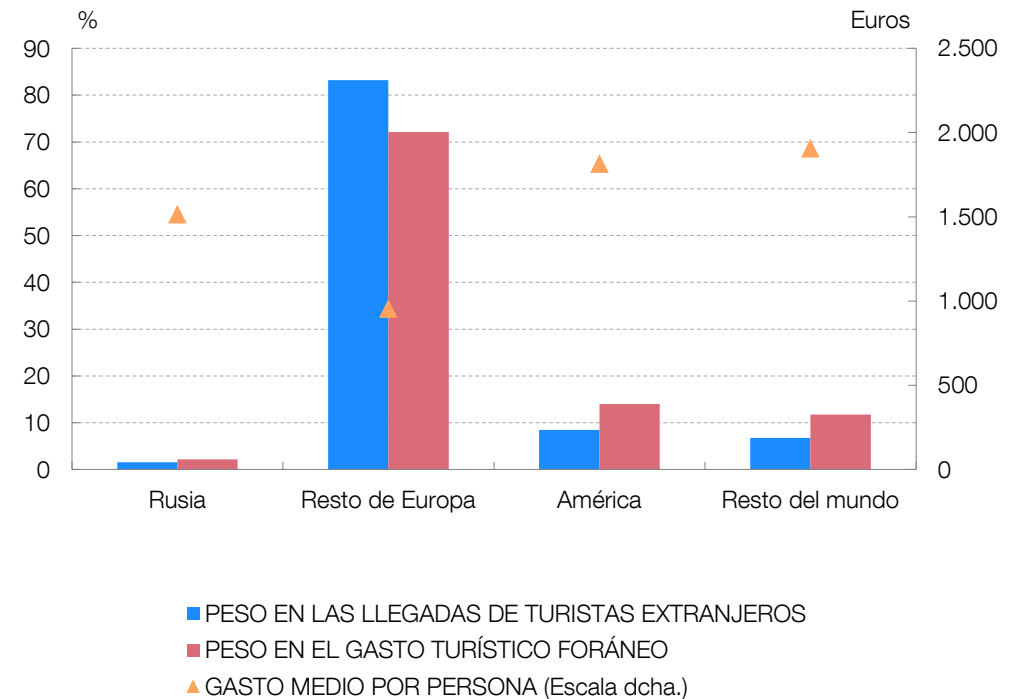
En las proyecciones más recientes del Banco de España, publicadas el pasado mes de abril, se revisó a la baja el crecimiento del PIB y a alza la inflación, especialmente en 2022

La información conocida después de la publicación de estas proyecciones, que incluye un crecimiento del PIB en el primer trimestre menor del previsto, apuntaría, en ausencia de perturbaciones adicionales, a una nueva revisión a la baja en la tasa de crecimiento del PIB esperada para el conjunto de este año

EXPOSICIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE BIENES A RUSIA Y UCRANIA



PESO DEL MERCADO EMISOR RUSO EN EL TURISMO FORÁNEO DE ESPAÑA

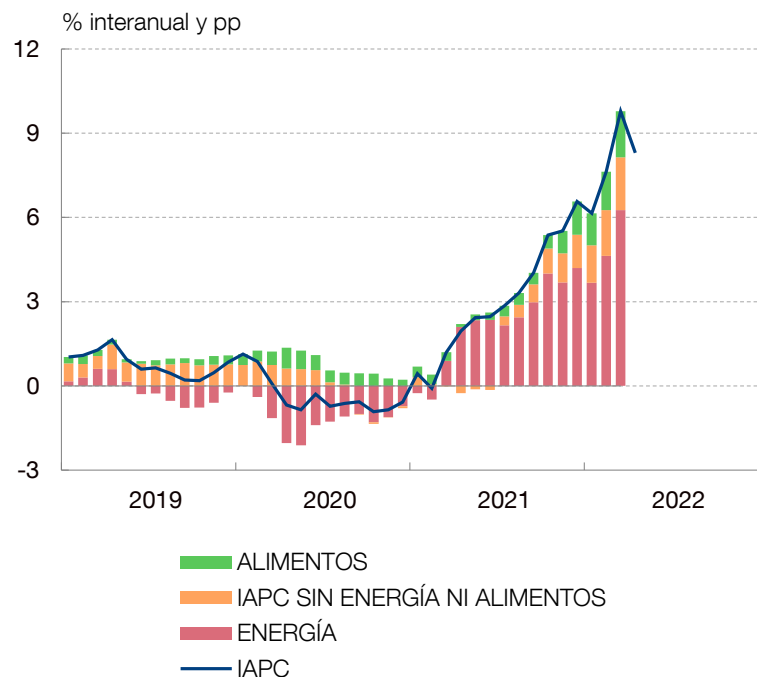


FUENTES: Departamento de Aduanas, Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea y Banco de España.

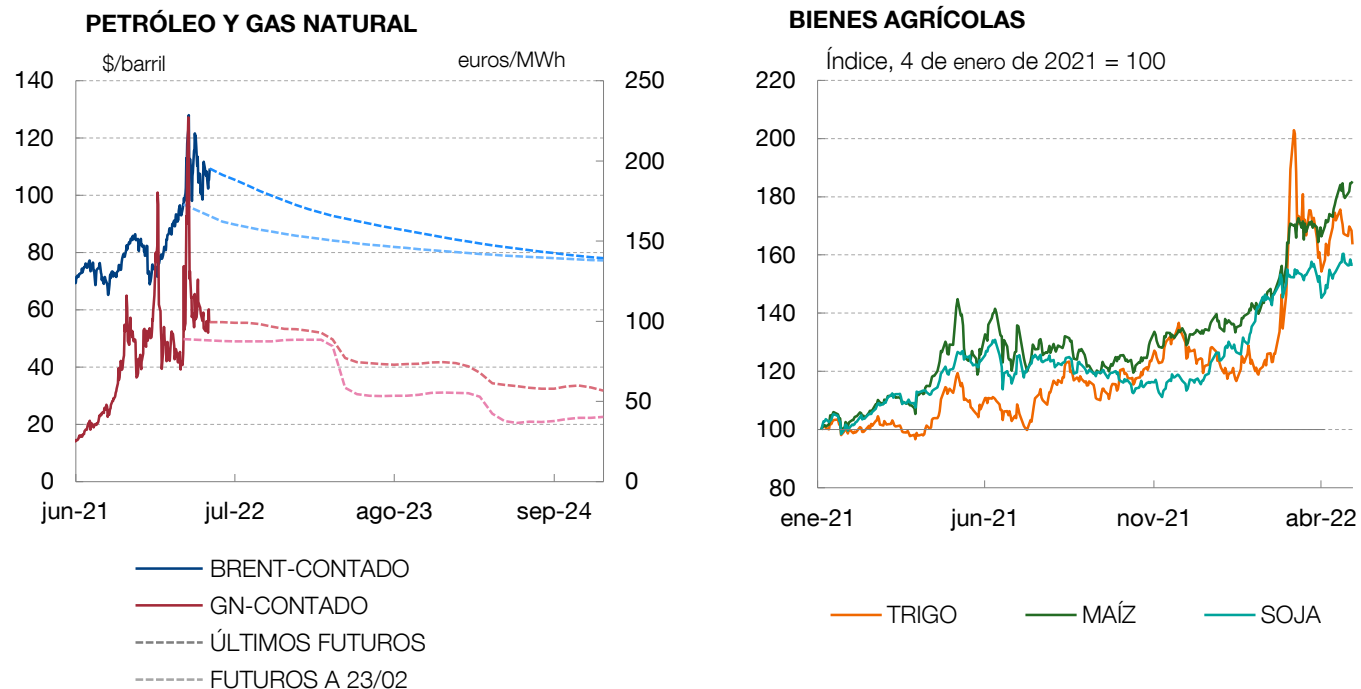
... PERO LOS EFECTOS INDIRECTOS DEL CONFLICTO BÉLICO SOBRE NUESTRA ECONOMÍA SERÁN, PREVISIBLEMENTE, SIGNIFICATIVOS

- Por ejemplo, el repunte de los precios (especialmente de las materias primas), que ya incidió muy negativamente sobre el crecimiento del PIB español en 2021, será más acusado y persistente de lo previsto antes del estallido de la guerra ...

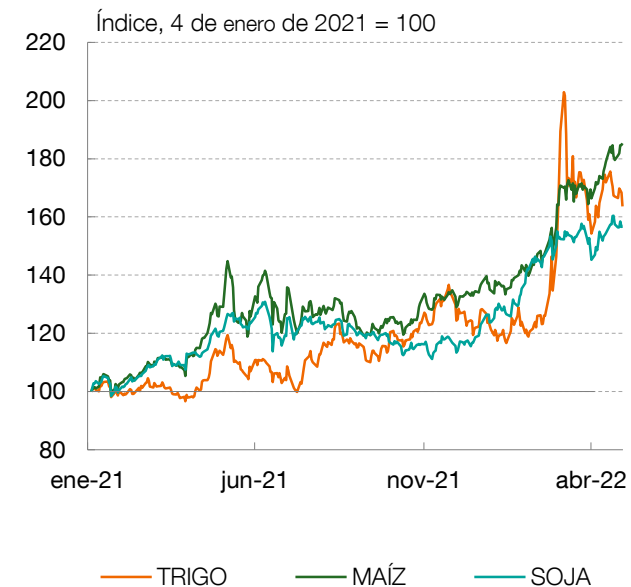
ESPAÑA: EVOLUCIÓN IAPC Y CONTRIBUCIONES



PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



BIENES AGRÍCOLAS

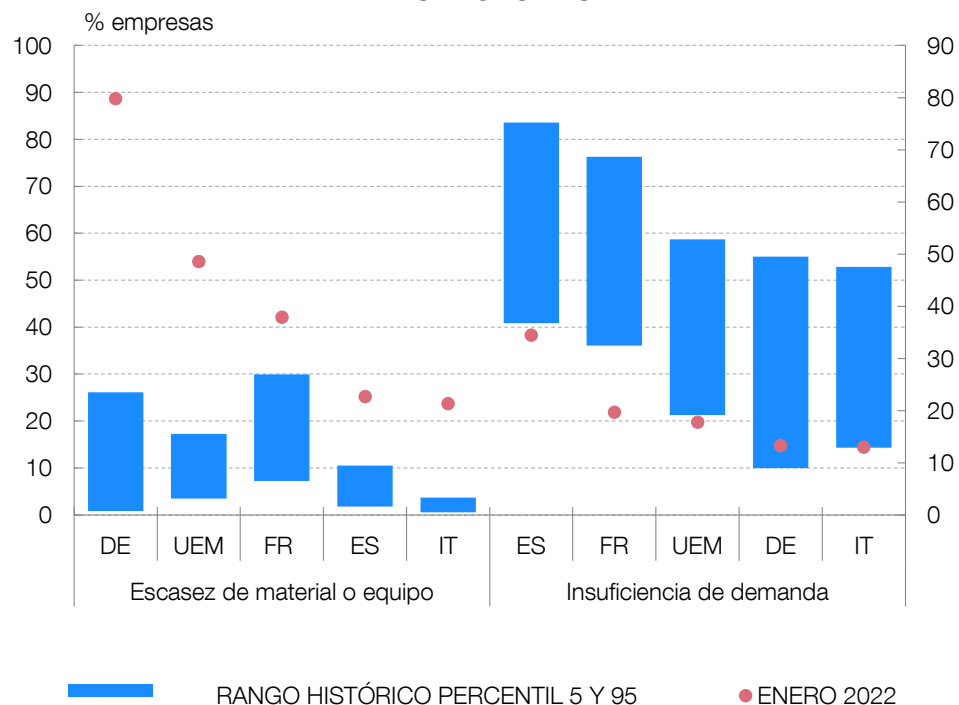


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Bloomberg y Refinitiv.

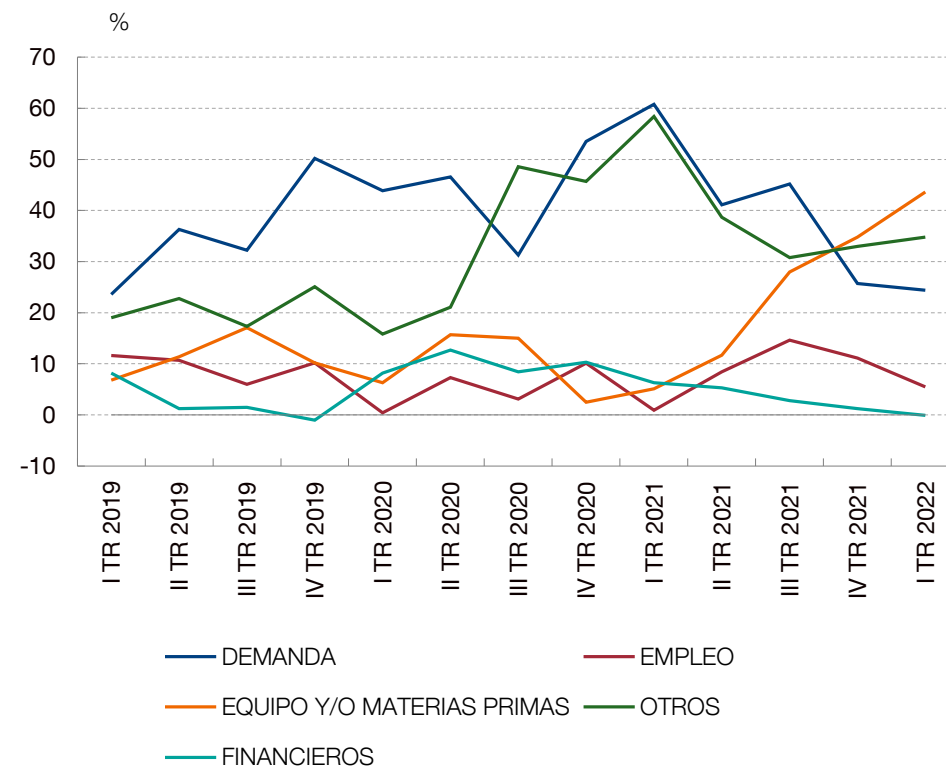
... PERO LOS EFECTOS INDIRECTOS DEL CONFLICTO BÉLICO SOBRE NUESTRA ECONOMÍA SERÁN, PREVISIBLEMENTE, SIGNIFICATIVOS

- ... lo mismo sucede con los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y de suministros, que lastraron sensiblemente el dinamismo de la actividad económica española en 2021, y que podrían mantenerse durante más tiempo del que se esperaba hace unos meses

FACTORES LIMITATIVOS EN LA PRODUCCIÓN DE MANUFACTURAS



ESPAÑA: FACTORES LIMITATIVOS EN LA INDUSTRIA DE BIENES DE INVERSIÓN

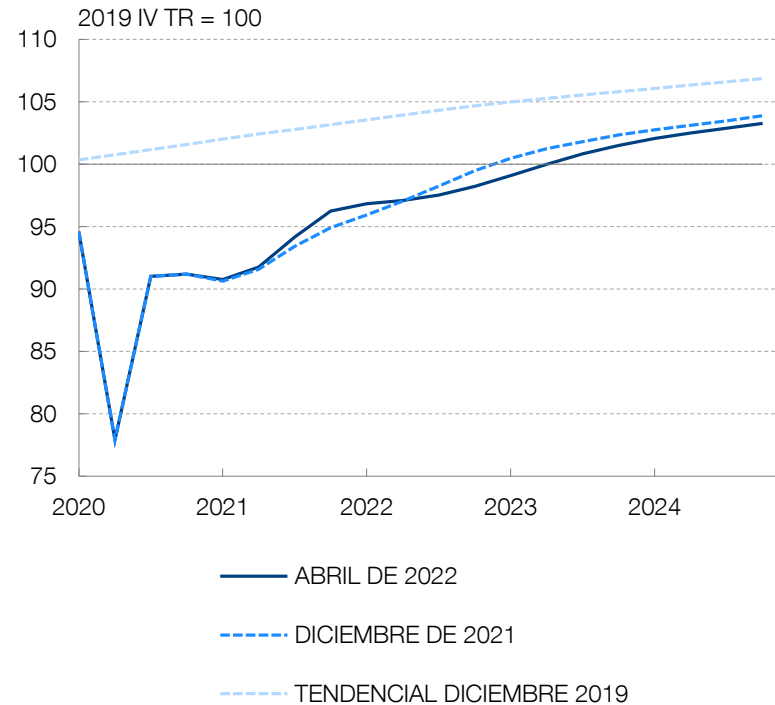


FUENTE: Comisión Europea.

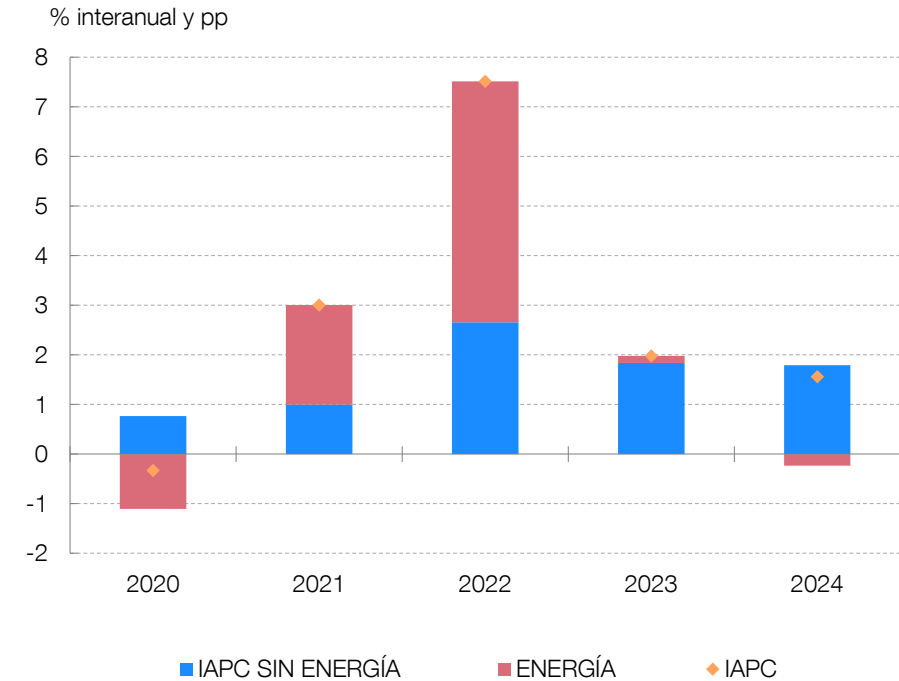
EN ESTE CONTEXTO, LAS ÚLTIMAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DEL BANCO DE ESPAÑA, PUBLICADAS EN ABRIL, APUNTARON A UN MENOR CRECIMIENTO Y A UNA MAYOR INFLACIÓN

- Todo ello, en una coyuntura extraordinariamente incierta

EVOLUCION DEL PIB REAL



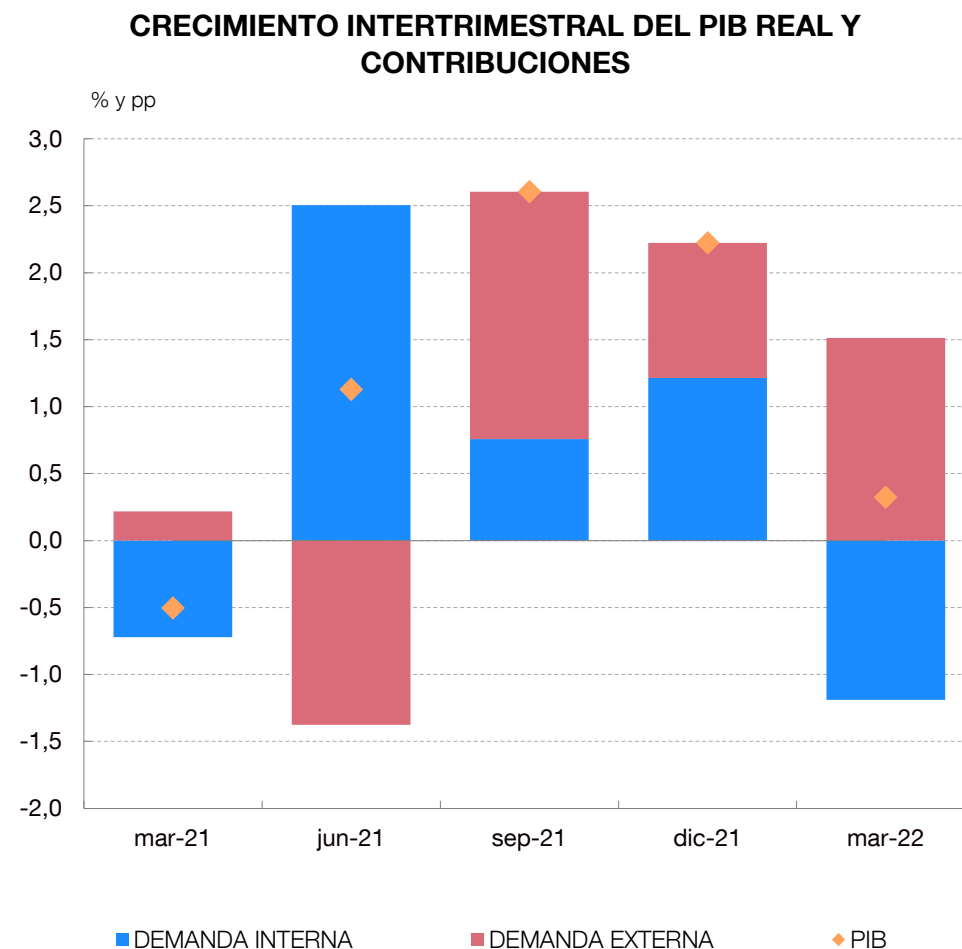
IAPC: CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIONES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

LA INFORMACIÓN CONOCIDA DESPUÉS DE LA PUBLICACIÓN DE ESTAS PROYECCIONES APUNTA A UNA NUEVA REVISIÓN A LA BAJA EN LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2022

- En particular, en el primer trimestre de 2022, el PIB creció un 0,3% intertrimestral, lo que supuso una desaceleración de la actividad mucho más intensa que la estimada por el Banco de España (0,9%)
- Por el lado de los precios, los nuevos datos apuntan, en comparación con las proyecciones realizadas en abril, a avances mayores del componente no energético y a un crecimiento algo más modesto del componente energético
- Además, en los próximos meses, el mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar la electricidad, que ha sido recientemente aprobado en España y Portugal, de acuerdo con la Comisión Europea, previsiblemente presionará a la baja los precios de la energía en nuestro país



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS, QUE HAN DE ADAPTARSE A LA COYUNTURA ACTUAL, SEGUIRÁN DESEMPEÑANDO UN PAPEL CLAVE EN LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL CORTO PLAZO

Desde el comienzo de la pandemia, las políticas económicas han supuesto un gran apoyo para la actividad, tanto en España como a escala global. En España, destaca el papel que han desempeñado los ERTE y las líneas de avales del ICO

Antes del estallido del conflicto bélico en Ucrania, la recuperación económica en curso y el fuerte repunte de la inflación ya habían propiciado el inicio de un cierto proceso de normalización de algunas de estas medidas expansivas, en particular, en el ámbito de la política monetaria y de la política fiscal

La guerra ha creado nuevas necesidades en el ámbito fiscal y, a través de mayores presiones inflacionistas, ha impulsado el proceso de normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales mundiales

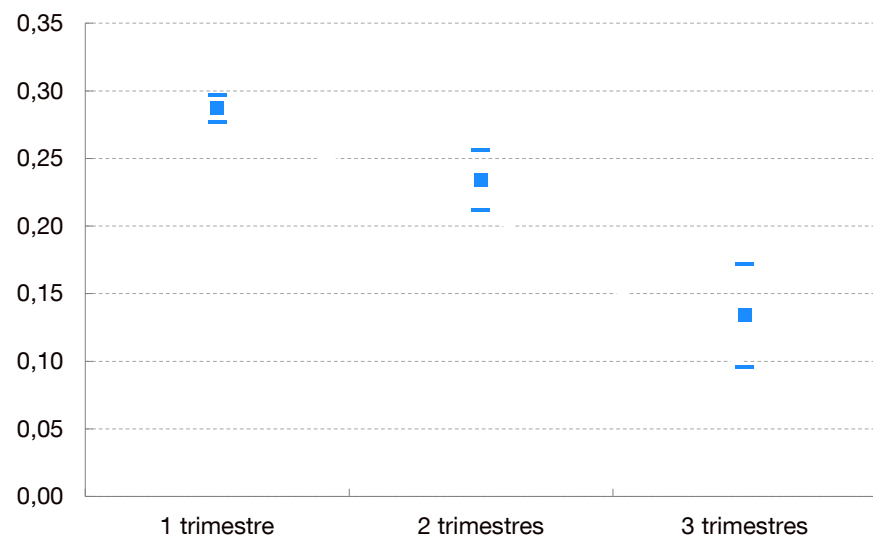
En España, la política fiscal debe ayudar a reducir los efectos económicos adversos de la guerra, que vuelven a ser muy heterogéneos entre sectores, empresas y familias, pero, dado que los márgenes de actuación fiscal son relativamente limitados, ha de focalizarse en los colectivos más vulnerables y tener un carácter temporal

Más allá de la respuesta de la política fiscal, un pacto de rentas entre los agentes sociales de nuestro país contribuiría a evitar que se desencadene una espiral de incrementos de precios y costes, que solo agravaría los efectos nocivos que se derivan del episodio inflacionista actual y del conflicto bélico en Ucrania

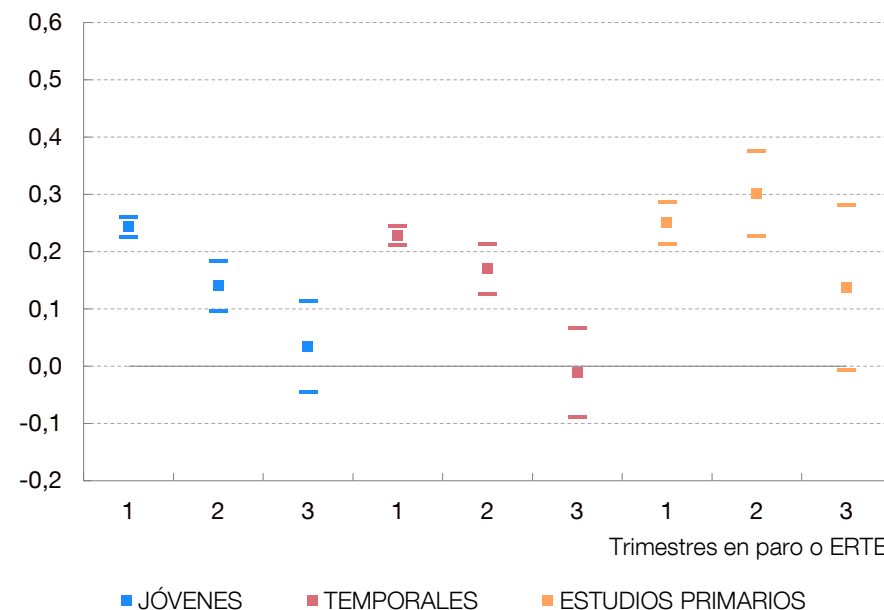
LOS ERTE HAN SIDO EFECTIVOS A LA HORA DE FAVORECER LA REINCORPORACIÓN AL EMPLEO, SI BIEN SU EFECTIVIDAD PARECE DISMINUIR A MEDIDA QUE AUMENTA LA DURACIÓN DEL ERTE

- Un estudio del Banco de España pone de manifiesto que la probabilidad de reincorporación al empleo es mayor para un trabajador en ERTE que para un desempleado
- Pero esta diferencia se va diluyendo a medida que aumenta la duración del ERTE, especialmente para los trabajadores más jóvenes, los que tienen un contrato temporal y los que poseen un menor nivel de estudios

IMPACTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE REINCORPORACIÓN AL EMPLEO (ERTE vs DESEMPLEO)



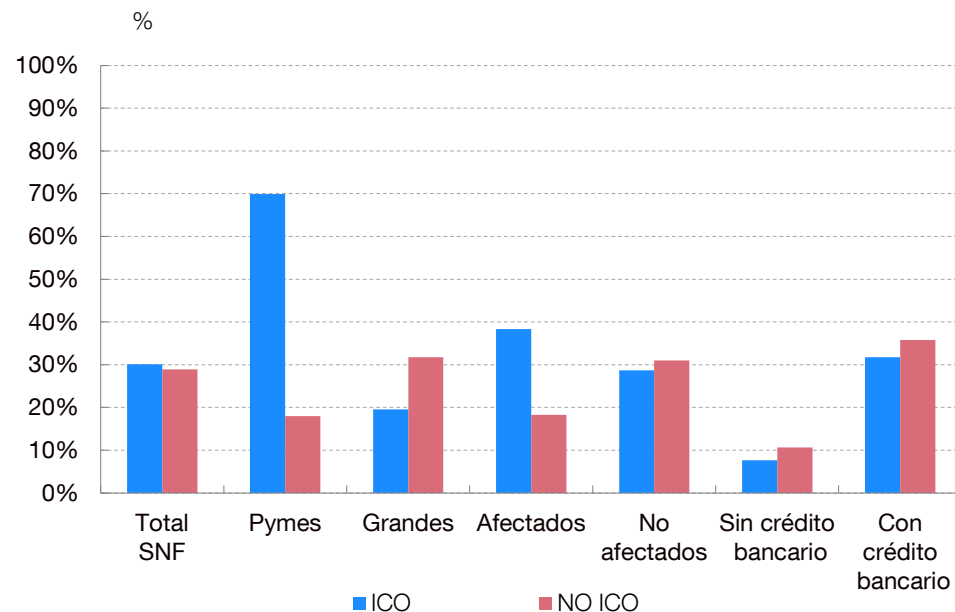
IMPACTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE REINCORPORACIÓN AL EMPLEO SEGÚN CARACTERÍSTICAS PERSONALES (ERTE vs DESEMPLEO)



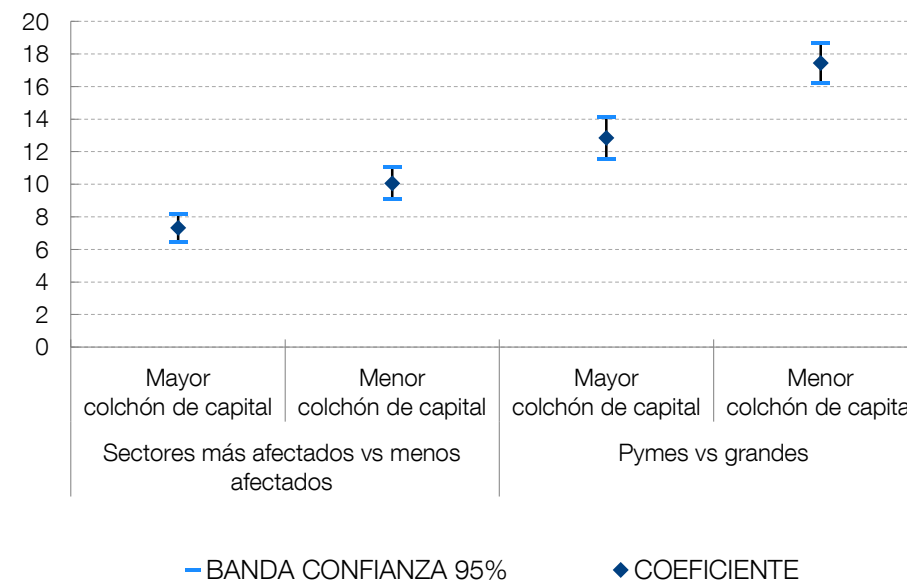
FUENTES: Microdatos de flujos de la EPA (Instituto Nacional de Estadística) y Banco de España.

LOS AVALES HAN PERMITIDO CUBRIR GRAN PARTE DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS Y SOSTENER EL CRÉDITO, ESPECIALMENTE DE LOS BANCOS CON MENOS CAPITAL

COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS EN 2020 (a) (b)



PROPORCIÓN DE NUEVAS OPERACIONES CON AVALES PÚBLICOS SEGÚN LAS CARACTERÍSTICAS DEL PRESTATARIO Y LA SOLVENCIA DEL BANCO, pp (c)



FUENTE: Banco de España.

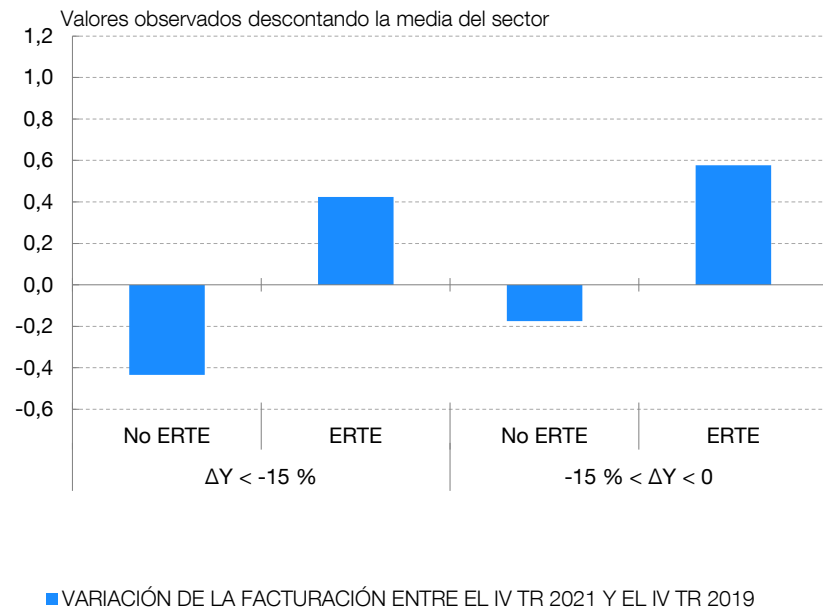
a. Incluye nuevas operaciones de crédito dispuesto. La definición de tamaño corresponde a la recomendación de la Comisión Europea. Los sectores más afectados por la crisis sanitaria son: transporte, hostelería, restauración, ocio y vehículos de motor. Las empresas se clasifican en las categorías con y sin crédito bancario dependiendo de si disponían o no de préstamos bancarios en sus balances en diciembre de 2019.

b Solo se consideran las operaciones crediticias con vencimiento posterior a 2020, ya que aquellas que vencen dentro del año habría que volverlas a refinanciar. Las necesidades de liquidez de las empresas se definen como la suma de vencimientos de deuda y déficit de liquidez generado tanto por la actividad de explotación como por la inversión en activos fijos.

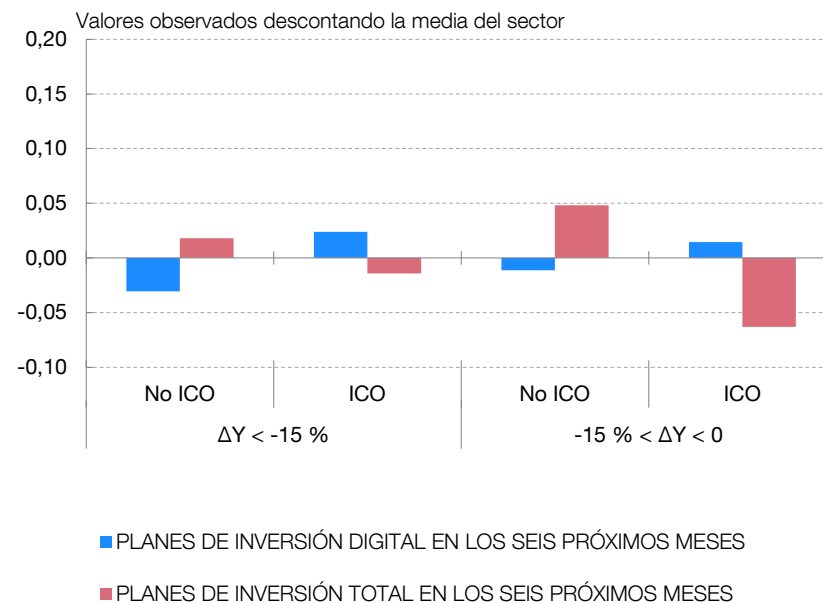
c. Los diamantes corresponden a los coeficientes estimados en un análisis de regresión en el que la variable dependiente es el importe de las nuevas operaciones de crédito con aval sobre el total del crédito obtenido por una empresa de un determinado banco en un mes dado y las variables explicativas de interés son características de la empresa que aproximan sus restricciones en el acceso a la financiación y su interacción con una variable dicotómica que toma valor 1 para los bancos con menores colchones de capital, que son aquellos cuyos colchones de capital son inferiores a la media del conjunto de bancos españoles, y 0 en caso contrario (bancos con mayores colchones de capital). Las características de interés de la empresa son: (i) una variable dicotómica que es igual a uno si la empresa opera en uno de los sectores más afectados de la pandemia (véase nota a), y (ii) un indicador de si la empresa es una pyme (véase nota a) La estimación se realiza para el periodo comprendido entre marzo y diciembre de 2020 y además se utilizan controles a nivel de empresa, efectos fijos banco-tiempo y provincia-tiempo. Las líneas verticales indican las bandas de confianza al 95 %.

LA ENCUESTA DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL (EBAE) CONFIRMA LA CONTRIBUCIÓN POSITIVA DE LOS ERTE Y LAS LÍNEAS DE AVALES DEL ICO A LA RECUPERACIÓN

EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN EN 2021 (a) (b)



INVERSIÓN DIGITAL Y CAMBIO EN LOS PLANES DE INVERSIÓN (a) (c) (d)



FUENTE: Banco de España (Encuesta del Banco de España sobre la actividad empresarial, EBAE).

a. ΔY es la variación de la facturación de la empresa entre el cuarto trimestre de 2019 y el cuarto trimestre de 2020.

b. La variable «ERTE» corresponde a aquellas empresas que en el cuarto trimestre de 2020 respondieron que los ERTE estaban siendo «relevantes» o «muy relevantes», mientras que las empresas «No ERTE» respondieron que los ERTE estaban siendo «nada relevantes» o «poco relevantes».

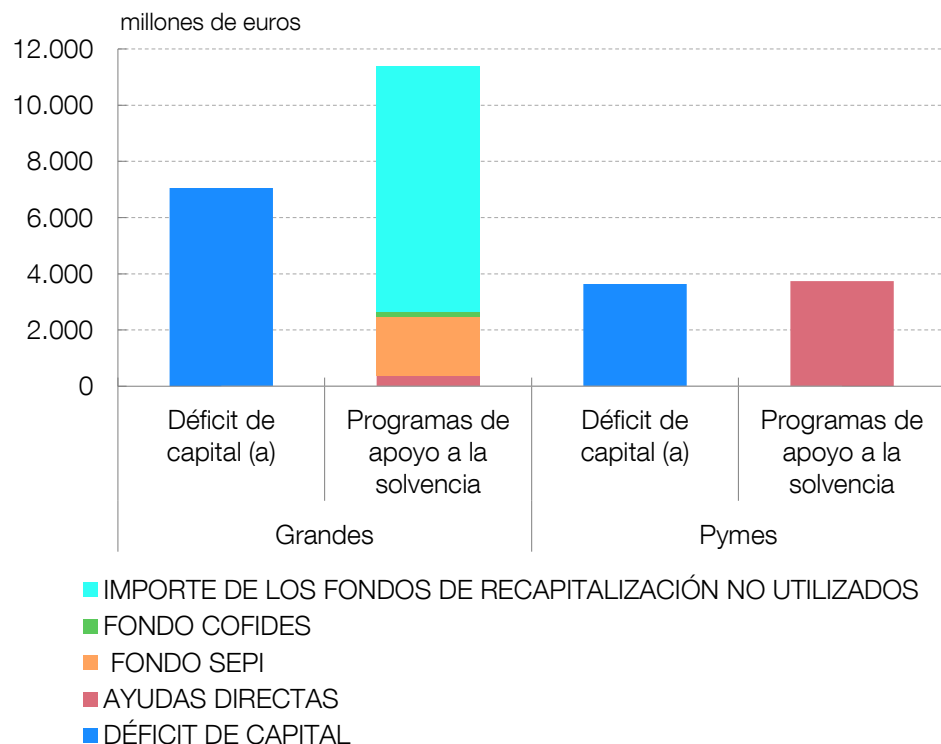
c. La variable «ICO» corresponde a aquellas empresas que en el cuarto trimestre de 2020 respondieron que las líneas ICO estaban siendo «relevantes» o «muy relevantes», mientras que las empresas «No ICO» respondieron que las líneas ICO estaban siendo «nada relevantes» o «poco relevantes».

d. Un valor positivo (negativo) indica un aumento de la probabilidad de aumentar (disminuir) la inversión digital o la total en los próximos seis meses. En inversión digital se consideran inversiones en nuevas tecnologías y digitalización. Los planes sobre la inversión total se calculan a partir de la pregunta sobre la probabilidad de reducir inversiones ya planificadas previamente en la empresa.

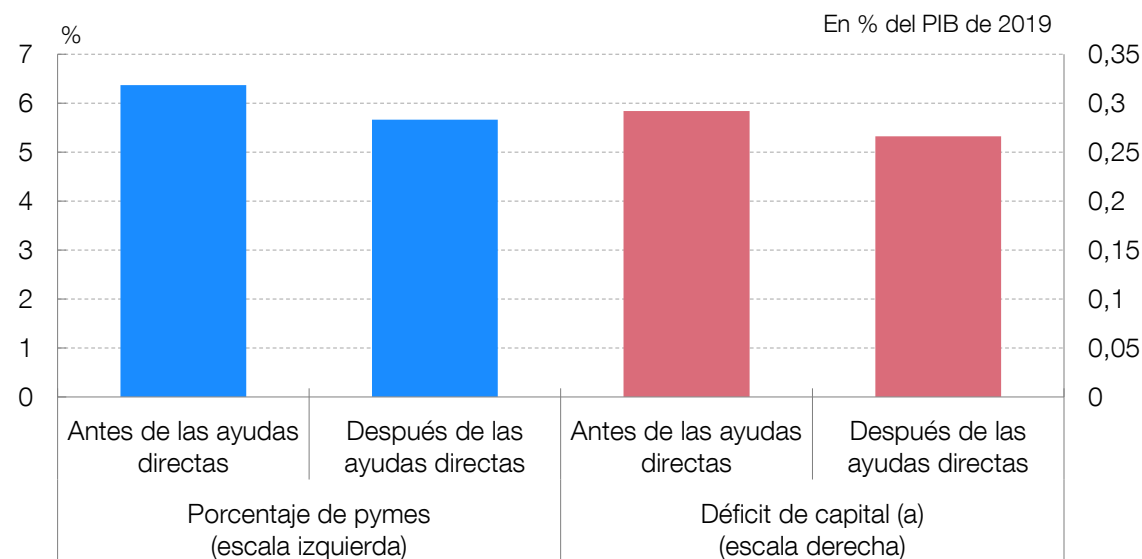
POR SU PARTE, EL PROGRAMA DE AYUDAS DIRECTAS SOLO HABRÍA MITIGADO PARCIALMENTE EL DETERIORO DE LA SOLVENCIA DE LAS PYMES ESPAÑOLAS

- De acuerdo con un estudio del Banco de España, a pesar de que la dotación de fondos de este programa era suficiente para cubrir la totalidad del déficit de capital de las pymes, el porcentaje de este tipo de empresas con una posición deficitaria de capital tras la crisis apenas se habría reducido después de las ayudas

DÉFICIT DE CAPITAL EN 2020 E IMPORTE DE LOS PROGRAMAS DE APOYO A LA SOLVENCIA EMPRESARIAL



PYMES CON DÉFICIT DE CAPITAL EN 2020



FUENTE: Banco de España.

a. Se entiende que las empresas presentan déficit de capital cuando su ratio de capital (Patrimonio neto / Activo total) era positiva en 2019 y se ha reducido en 2020 situándose por debajo del 15%. El importe del déficit de capital es el volumen necesario para que las empresas con déficit recuperen su ratio de capital de 2019, con el límite del 15%.

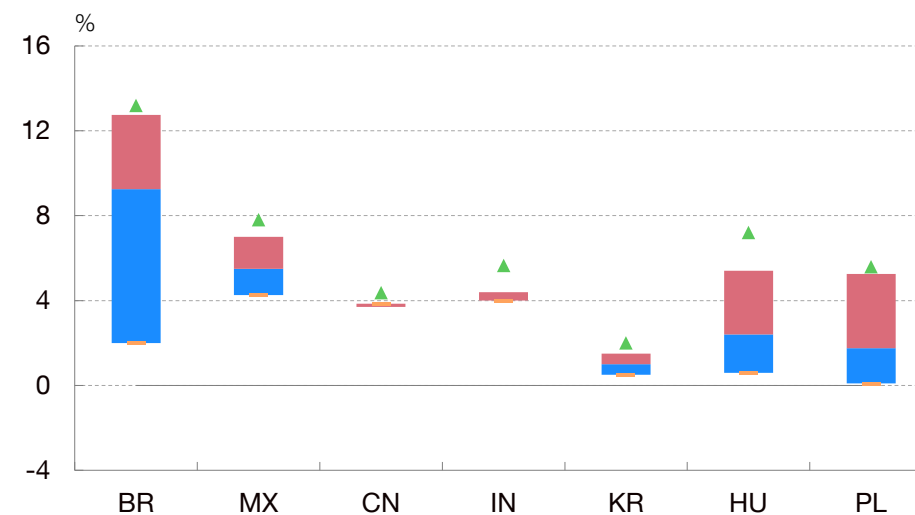
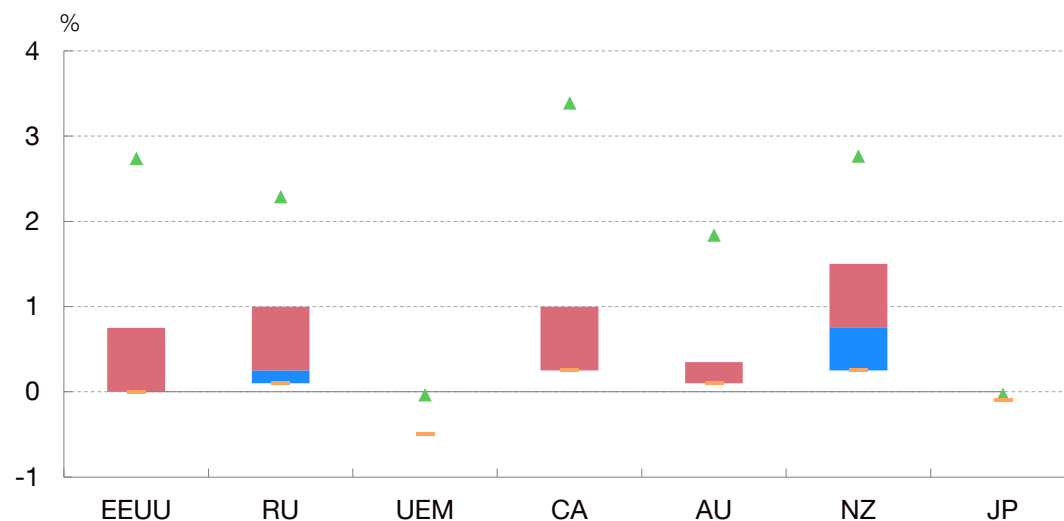
LA POLÍTICA MONETARIA AVANZA EN SU PROCESO DE NORMALIZACIÓN EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y CONTINÚA CON EL CICLO DE ENDURECIMIENTO EN LAS EMERGENTES

- El avance en este proceso, que responde a la intensificación de las presiones inflacionistas, podría dar lugar a tensiones en los mercados de capital y, aunque aún no se ha apreciado de forma intensa, a un endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria y a un aumento de la carga financiera de los agentes

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

ECONOMÍAS AVANZADAS

ECONOMÍAS EMERGENTES



■ CAMBIOS EN 2022 (a) ■ CAMBIOS EN 2021 ▲ NIVEL ESPERADO POR LOS MERCADOS PARA DICIEMBRE DE 2022 (b) — NIVEL DICIEMBRE DE 2020

FUENTES: Bancos centrales nacionales.

a. Se incluyen los cambios de tipos oficiales adoptados antes del 13 de mayo de 2022.

b. A partir de la cotización de los futuros del interbancario a un día, los swaps de tipos de interés y el tipo OIS para el área del euro, en abril de 2022.

DESDE FINALES DE 2021, EL BCE HA TOMADO DIVERSAS MEDIDAS COHERENTES CON UNA NORMALIZACIÓN GRADUAL DEL TONO DE SU POLÍTICA MONETARIA

Algunas decisiones recientes

- En diciembre de 2021 se anunció el fin, en marzo de 2022, de las **adquisiciones netas en el marco del PEPP**
- En abril se anunció que las **adquisiciones netas en el marco del APP** concluirán en el tercer trimestre

Las claves de la respuesta del BCE

En un contexto extraordinariamente incierto, como el actual, y siempre que las expectativas de inflación a medio plazo en la UEM permanezcan ancladas en torno a su objetivo del 2%, el BCE ha enfatizado que su respuesta de política monetaria estará condicionada a la evolución de los indicadores económicos, será gradual y mantendrá toda la opcionalidad y flexibilidad que le proporcionan sus distintos instrumentos

Se adoptarán cuantas medidas sean necesarias para cumplir el mandato de estabilidad de precios y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera

En el marco del mandato del BCE, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de su política monetaria cuando las amenazas para la transmisión de esa política pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios

El primer aumento de los tipos de interés tendrá lugar transcurrido algún tiempo desde el final de las compras netas del APP

¿Qué son estos efectos?

- **Efectos indirectos:** Aquellos por los cuales el encarecimiento de los costes energéticos termina trasladándose al precio de otros bienes y servicios, pues las empresas tratan de mantener sus márgenes
- **Efectos de segunda vuelta:** Aquellos por los cuales un repunte en la inflación lleva a mayores subidas salariales (que, a su vez, se trasladan a los precios de los productos), porque los trabajadores tratan de evitar una pérdida de poder adquisitivo

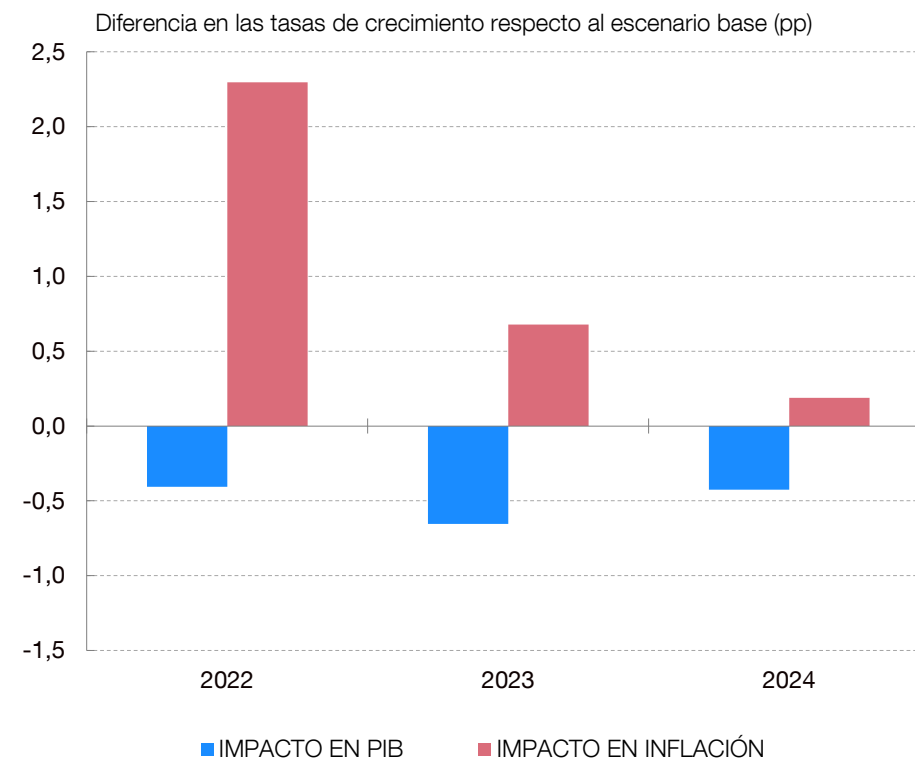
¿Se han materializado ya estos efectos en nuestro país?

- **Por el momento, no se han materializado de forma acusada**
 - Distintas fuentes, por ejemplo la Central de Balances y la Encuesta sobre la Actividad Empresarial (EBAE), ambas del Banco de España, indican que, desde comienzos de 2021, las empresas habrían trasladado solo de forma muy parcial los aumentos de sus costes a los precios finales de sus productos. Ello habría dado lugar a una cierta **disminución de los márgenes empresariales**
 - La información relativa a la evolución de la negociación colectiva en nuestro país evidencia que los aumentos salariales pactados están claramente por debajo de las tasas de inflación observadas, lo que se traduce una **pérdida de poder adquisitivo de los trabajadores**

¿Por qué es un riesgo la materialización de estos efectos?

- Cuanto mayor sea la persistencia del episodio inflacionista actual, mayor será la probabilidad de que estos efectos indirectos y de segunda vuelta puedan llegar a materializarse de forma significativa
- Si se produjera un proceso de realimentación entre crecimientos de precios y salarios, la persistencia del episodio inflacionista actual sería mayor y también su coste económico, en forma de **retrocesos más acusados en la competitividad internacional, en los niveles de actividad y empleo, y en la renta nacional**

IMPACTO ECONÓMICO DE UNA REACCIÓN DE MÁRGENES Y SALARIOS A UN ENCARECIMIENTO DE LA ENERGÍA (a)



FUENTE: Banco de España (Informe Trimestral 1/2022).

a. Se contempla un escenario en el que empresarios y trabajadores persiguen un incremento de sus precios y salarios para neutralizar el impacto inicial del *shock* de la energía en sus rentas

El pacto de rentas como una forma de mitigar este riesgo

- A través de este pacto, empresas y trabajadores acordarían compartir la inevitable merma de renta para la economía nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas

¿Qué características debería tener este pacto?

**SENSIBLE AL
IMPACTO ASIMÉTRICO**

Se ha de atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre trabajadores, empresas y sectores. Esto es, debe evitarse el adoptar medidas excesivamente uniformes, que resultarían demasiado rígidas para algunos segmentos de agentes

SALARIOS

Sería deseable que se evitaran fórmulas de indicación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguardia

PLURIANUAL

Sería conveniente contemplar compromisos plurianuales tanto en lo relativo a los incrementos salariales –donde las referencias nominales de la negociación deberían estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente– como a la protección del empleo

**MÁRGENES
EMPRESARIALES**

Estas directrices sobre la evolución salarial deberían acompañarse con compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales