

LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN UN CONTEXTO DE ELEVADA INFLACIÓN Y DE GUERRA EN EUROPA

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

50 ANIVERSARIO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES - UNIVERSIDAD DE MÁLAGA

Málaga

10 de octubre de 2022





ÍNDICE

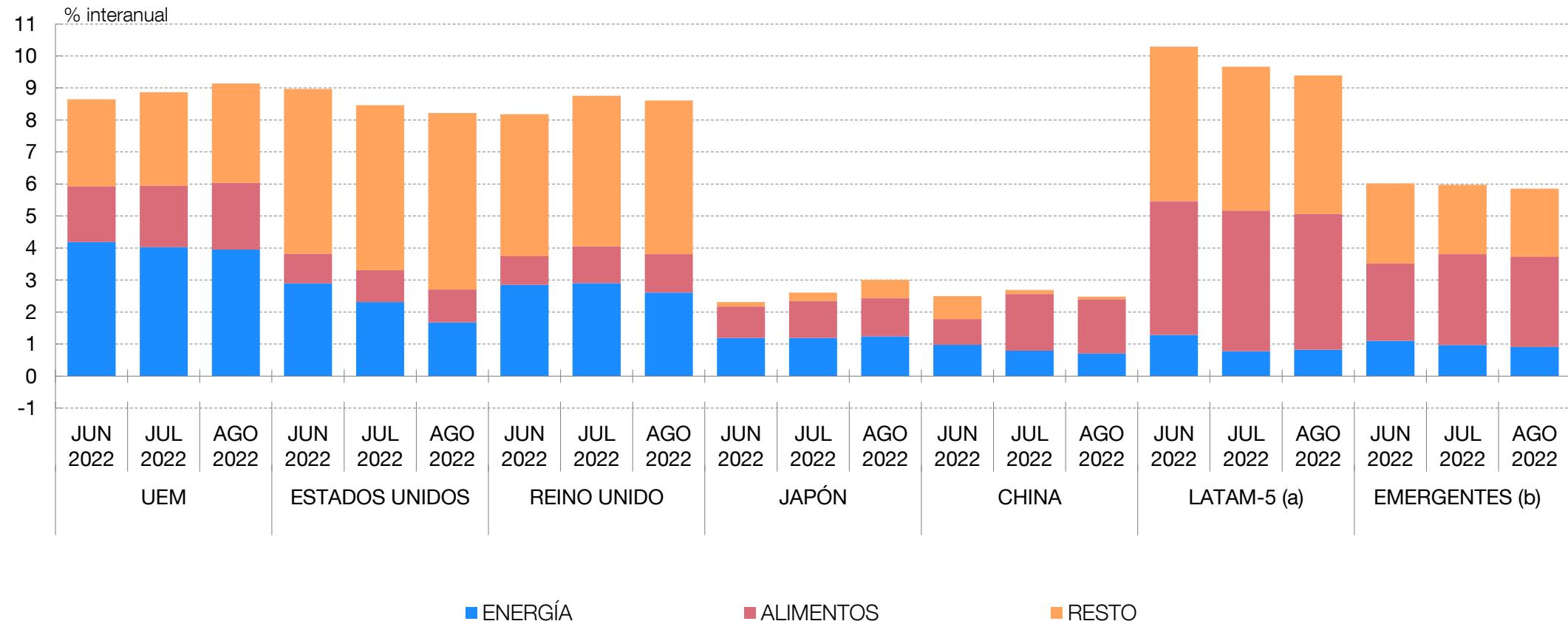
- 1. Contexto global**
- 2. Situación económica actual de España**
- 3. Proyecciones macroeconómicas 2022-2024**
- 4. Riesgos**
- 5. Conclusiones**



- 1. Contexto global**
- 2. Situación económica actual de España**
- 3. Proyecciones macroeconómicas 2022-2024**
- 4. Riesgos**
- 5. Conclusiones**

EL REPUNTE DE LA INFLACIÓN MUNDIAL SE HA INTENSIFICADO HASTA NIVELES INÉDITOS EN VARIAS DÉCADAS

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



FUENTES: Estadísticas nacionales.

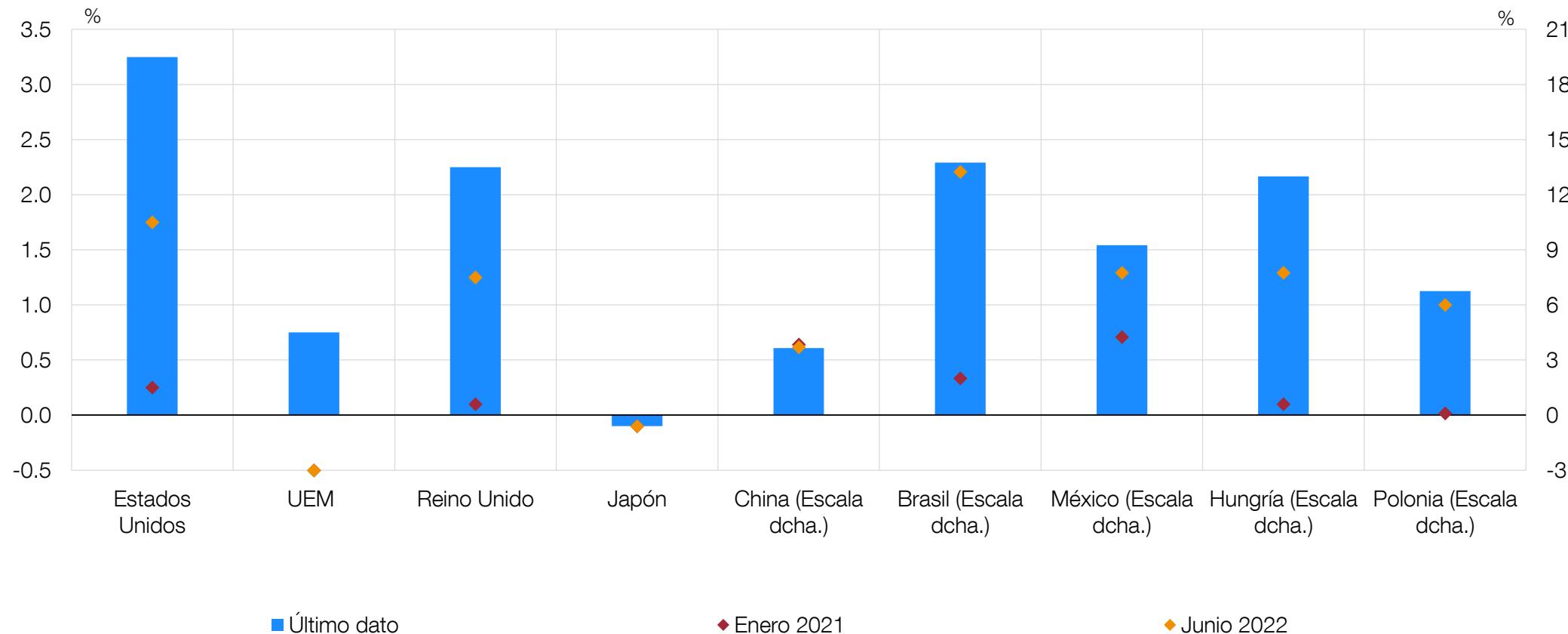
a) El agregado LATAM-5 incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

b) El agregado incluye 4 áreas geográficas: China, Asia excluida China, LATAM-5 y Europa del Este.

NORMALIZACIÓN GENERALIZADA DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS EN RESPUESTA A LA ELEVADA Y PERSISTENTE INFLACIÓN

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

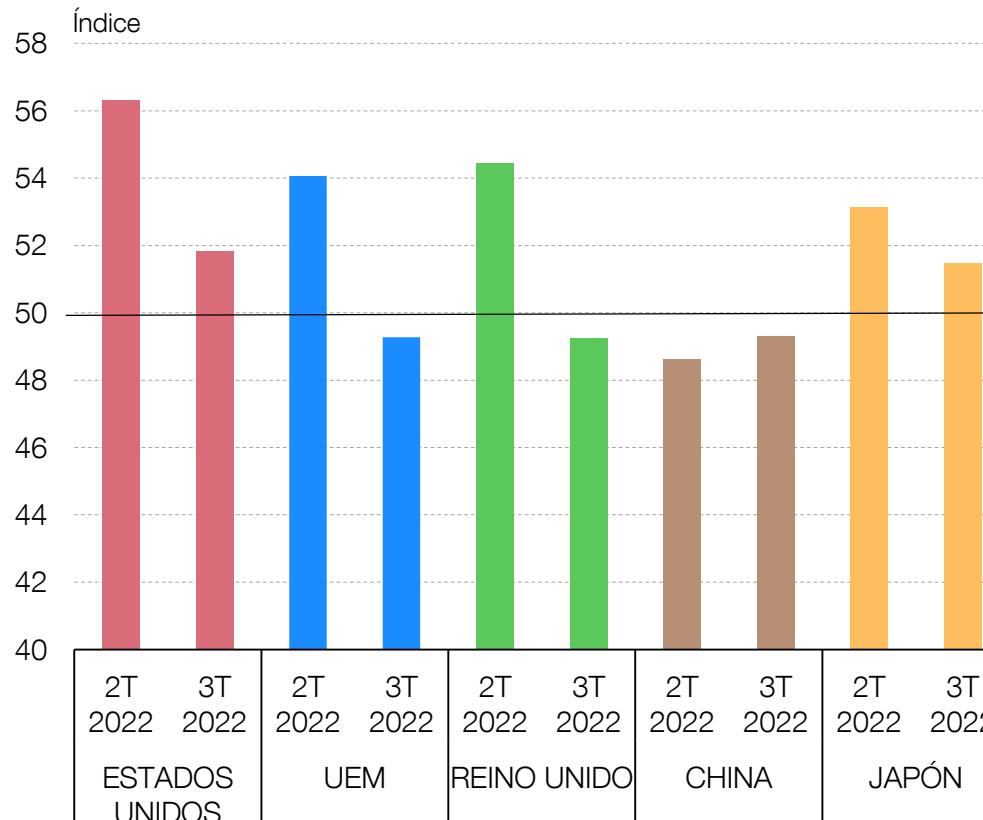
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



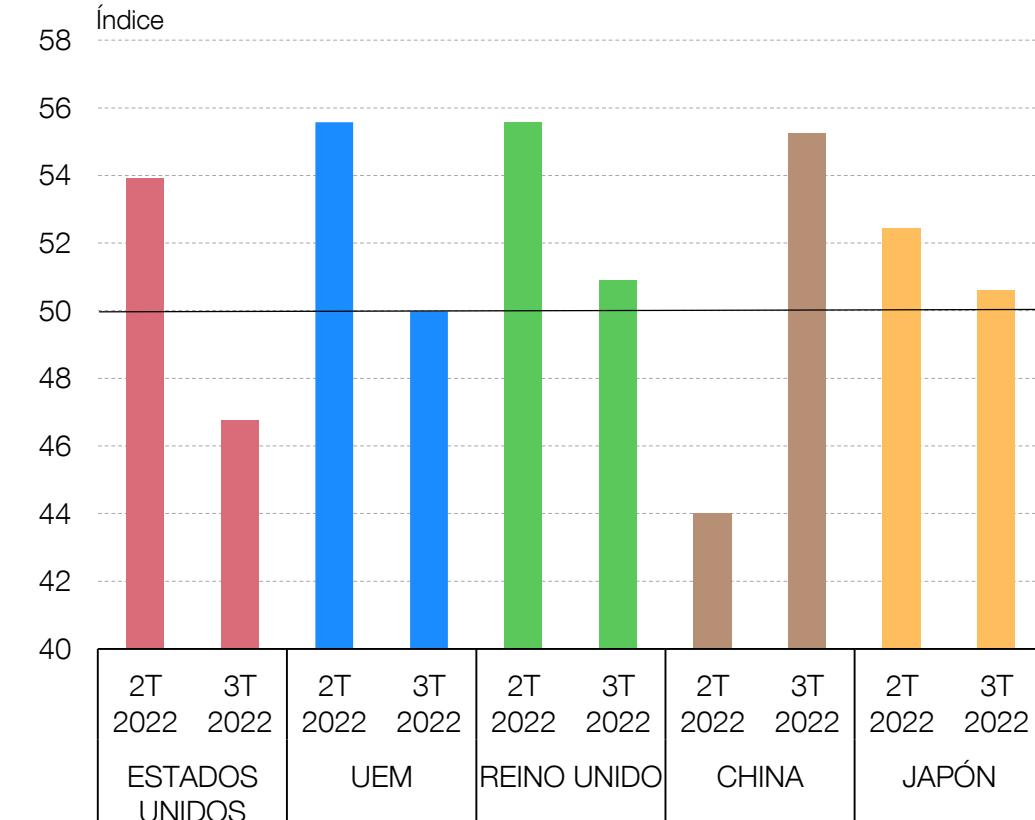
FUENTE: Bancos Centrales Nacionales.

LAS PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA GLOBAL SE HAN DETERIORADO DE MANERA SIGNIFICATIVA

PMI MANUFACTURAS



PMI SERVICIOS



FUENTE: S&P Global.

Nota: El PMI de servicios de China del 3T se refiere a la media de julio y agosto; para el resto de países se utiliza el dato *flash* de septiembre.

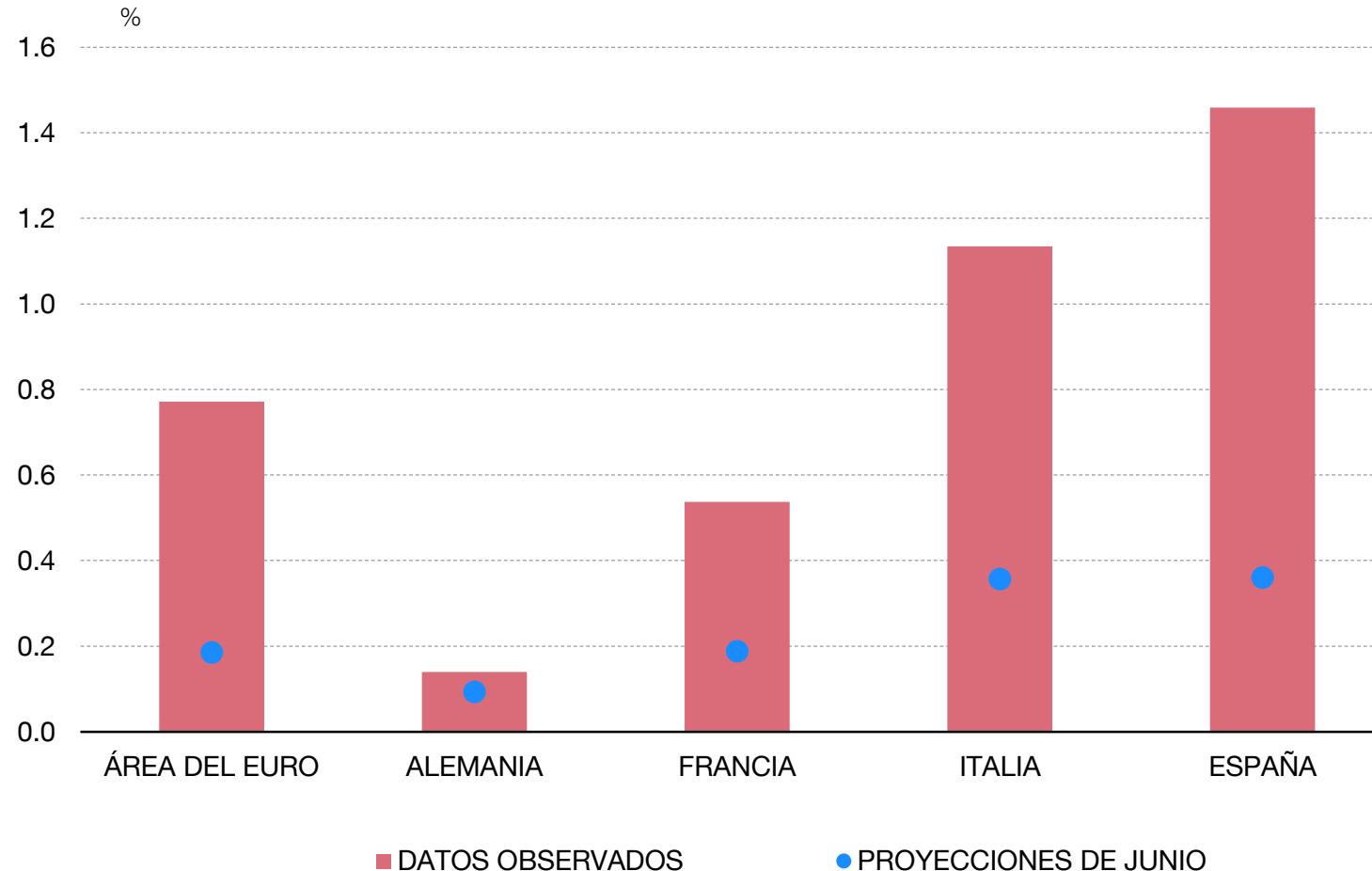


- 1. Condicionantes externos**
- 2. Situación económica actual de España**
- 3. Proyecciones macroeconómicas 2022-2024**
- 4. Riesgos**
- 5. Conclusiones**

DURANTE EL PRIMER SEMESTRE, LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SE HA BENEFICIADO DE LA REAPERTURA TRAS LAS RESTRICCIONES DEL COVID

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2022

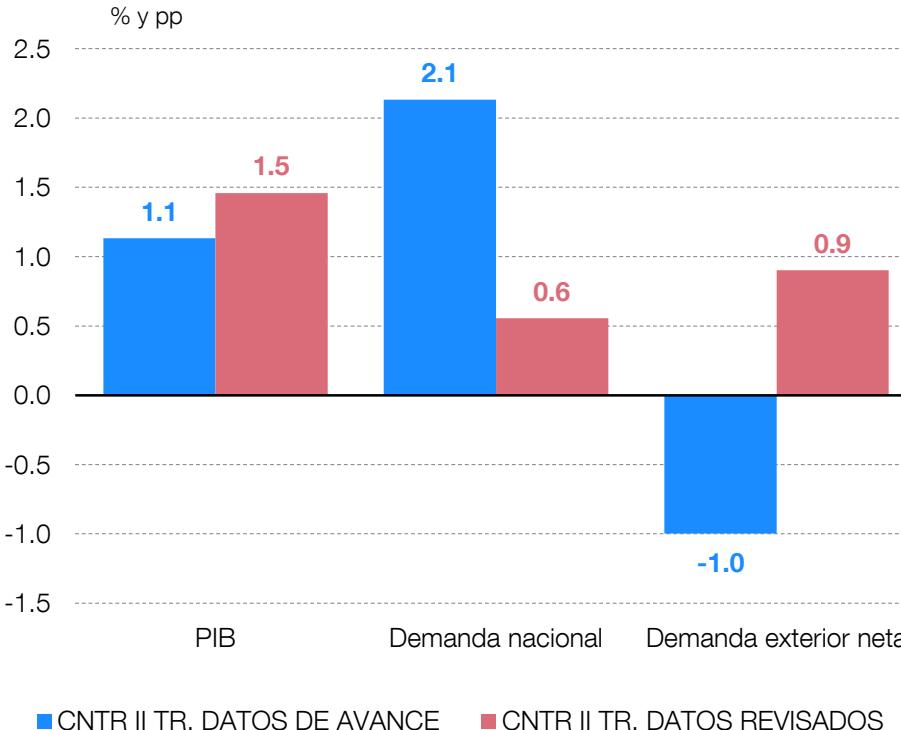


FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

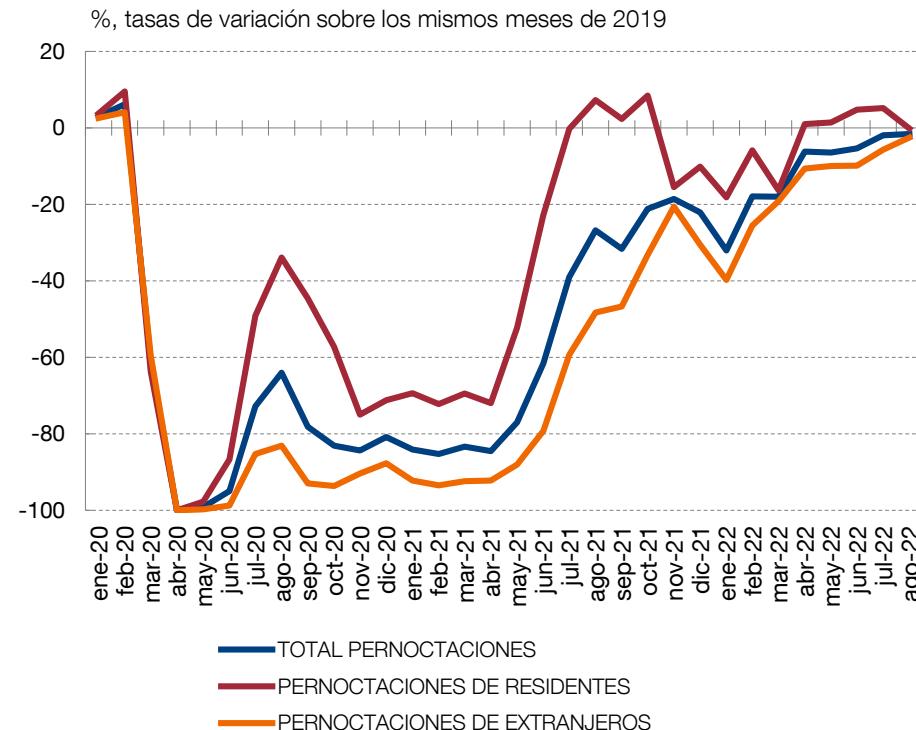
DURANTE EL PRIMER SEMESTRE, LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SE HA BENEFICIADO DE LA REAPERTURA TRAS LAS RESTRICCIONES DEL COVID

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB (%) Y APORTACIONES (pp)



PERNOCTACIONES HOTELERAS

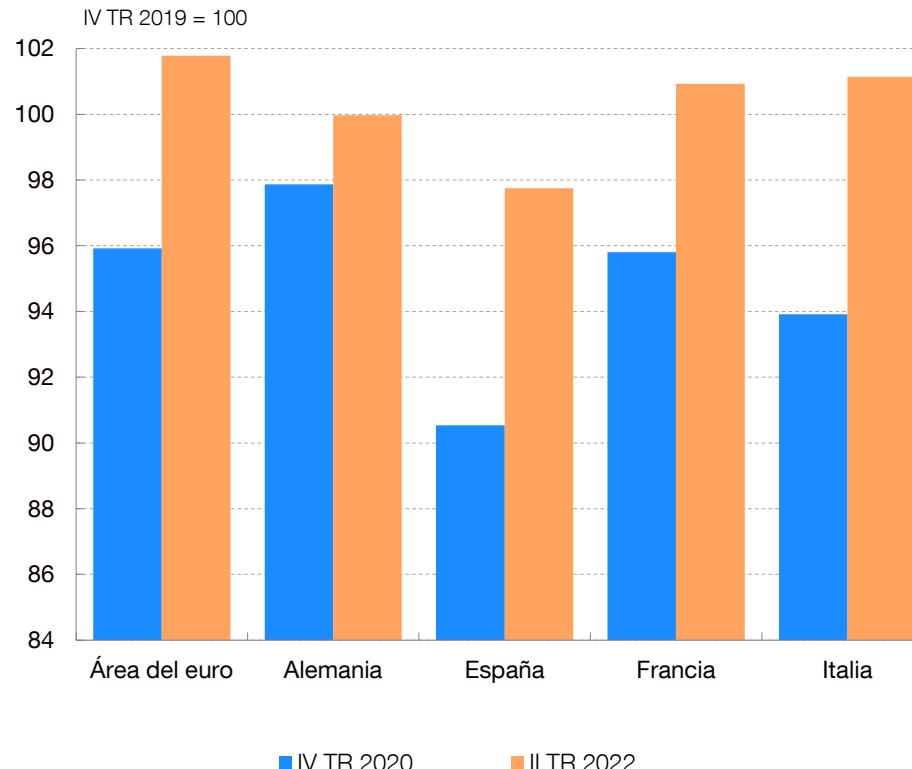


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (INE).

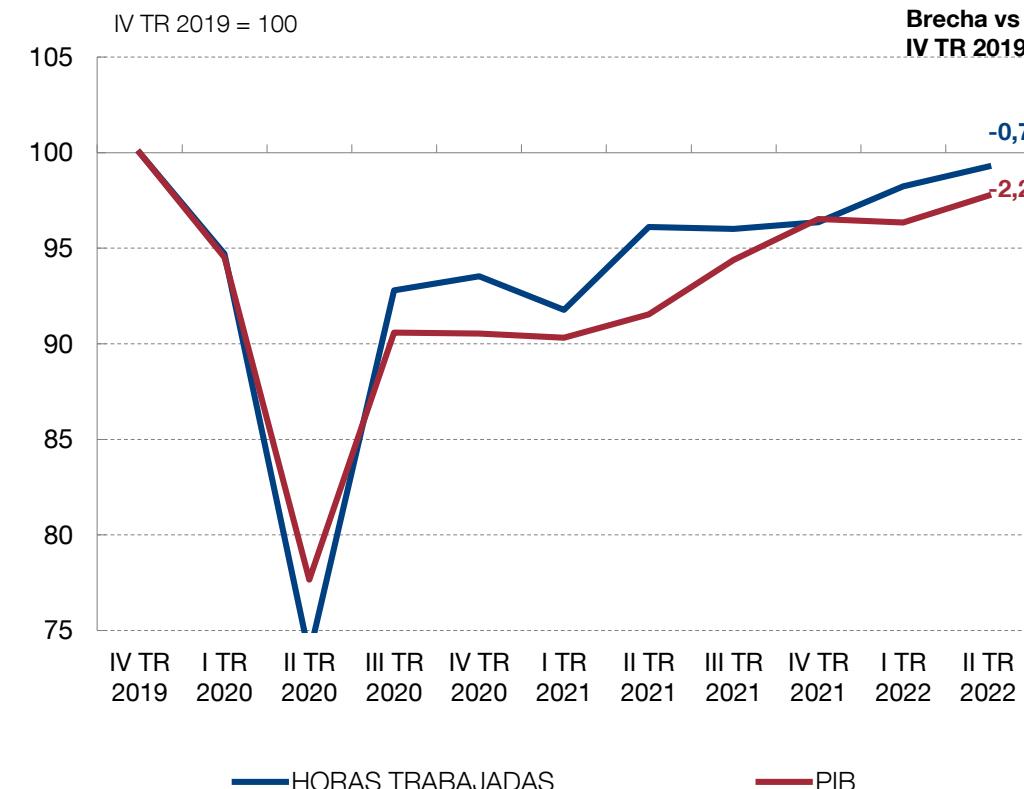
LA RECUPERACIÓN EN ESPAÑA SIGUE SIENDO INCOMPLETA A PESAR DEL RELATIVO BUEN DESEMPEÑO DEL SEGUNDO TRIMESTRE

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

CONVERGENCIA DEL PIB RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA



HORAS TRABAJADAS Y PIB EN ESPAÑA

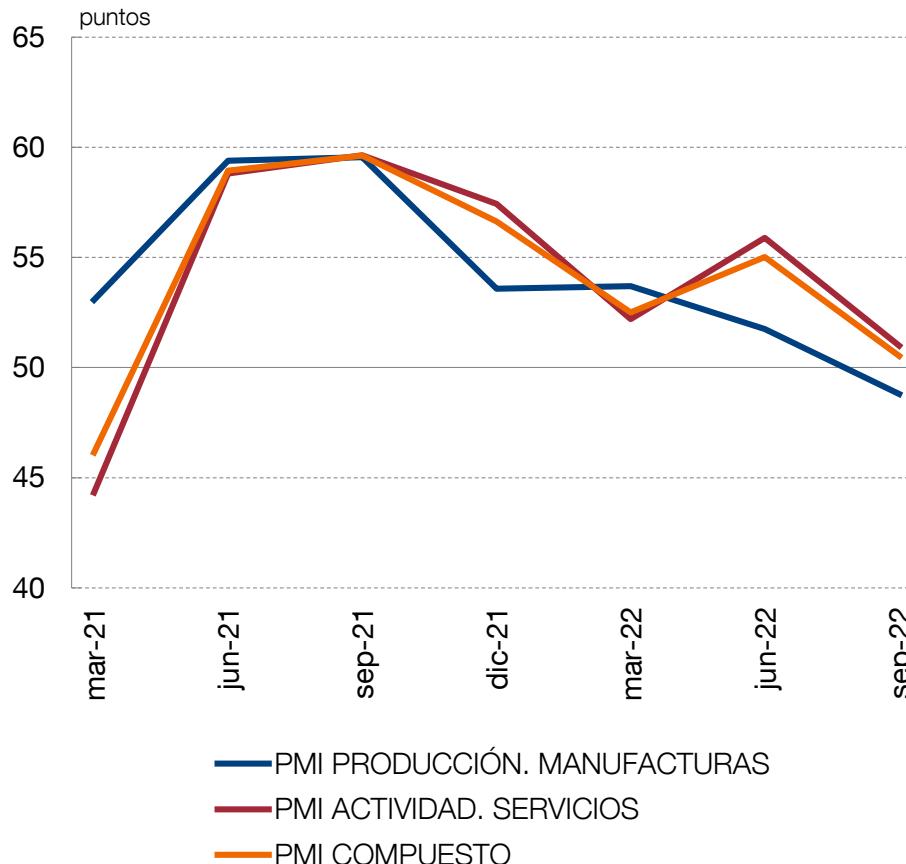


FUENTES: Eurostat e INE.

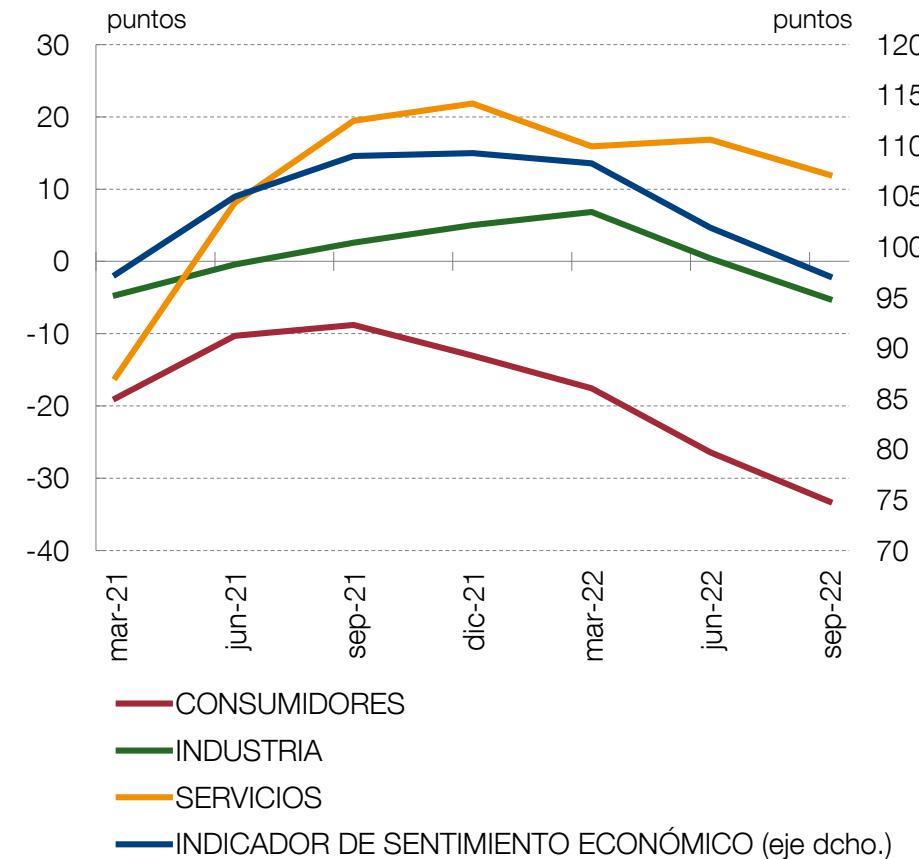
LOS INDICADORES DE CONFIANZA MÁS RECENTES APUNTAN A UNA PÉRDIDA DE DINAMISMO DE LA ACTIVIDAD Y DEL GASTO DE LOS AGENTES

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS

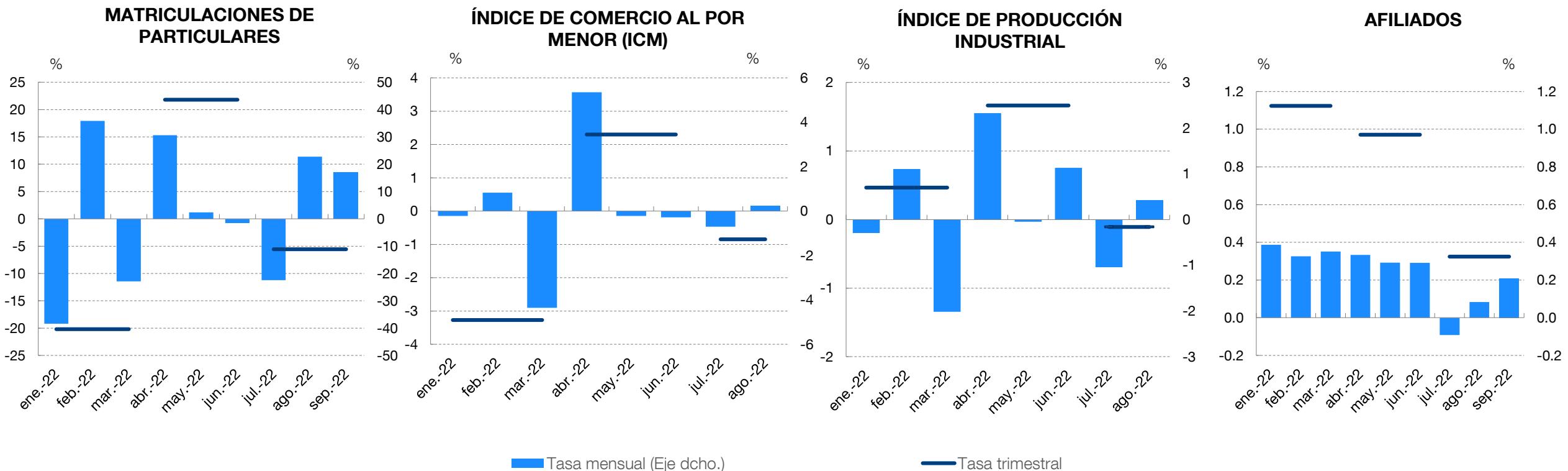


INDICADORES DE CONFIANZA (a)



FUENTES: S&P Global y Comisión Europea.
a) Se representan medias trimestrales.

DISTINTOS INDICADORES CUANTITATIVOS TAMBIÉN CONFIRMAN LA PÉRDIDA DE IMPULSO DE LA ACTIVIDAD



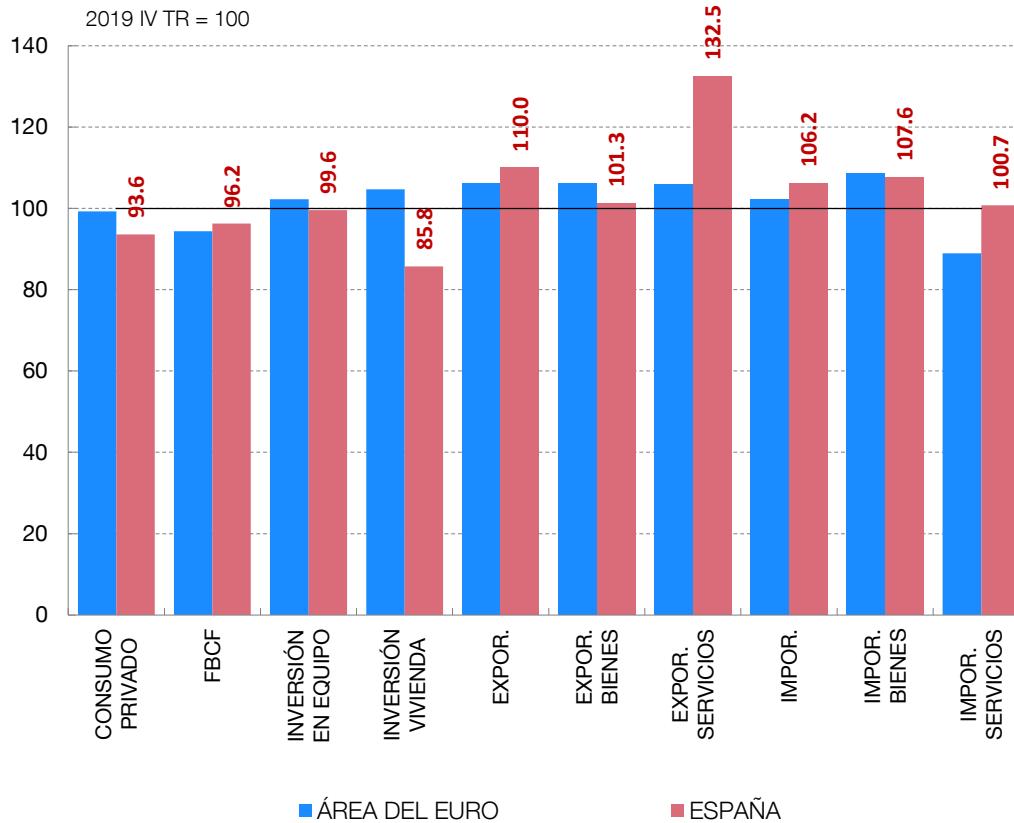
FUENTES: ANFAC, INE y Banco de España.

Última observación: agosto para ICM e IPI, septiembre para matriculaciones y afiliados.

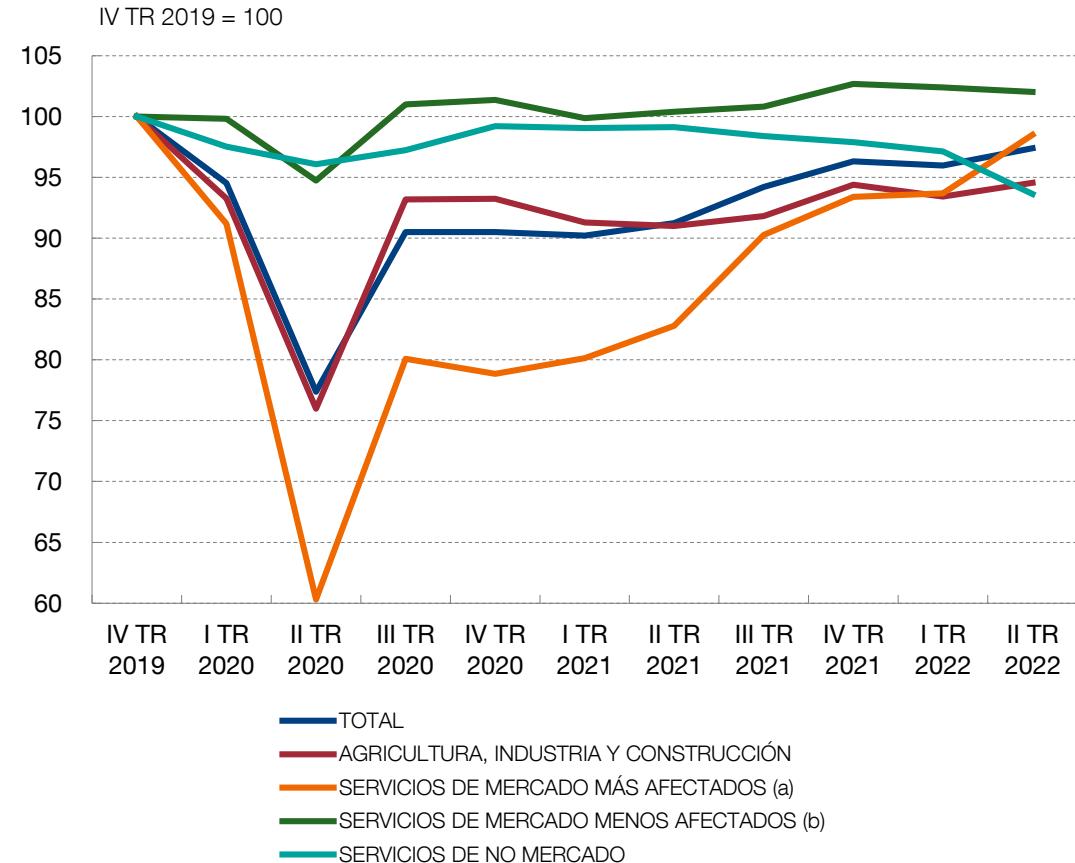
Series ajustadas de estacionalidad. Tasas trimestrales calculadas utilizando la información disponible del tercer trimestre respecto a la media del segundo.

EL DETERIORO PERCIBIDO DE LA ACTIVIDAD ES HETEROGRÉNO POR COMPONENTES DE DEMANDA Y POR RAMAS DE ACTIVIDAD

CONVERGENCIA RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA



EVOLUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO, POR RAMAS

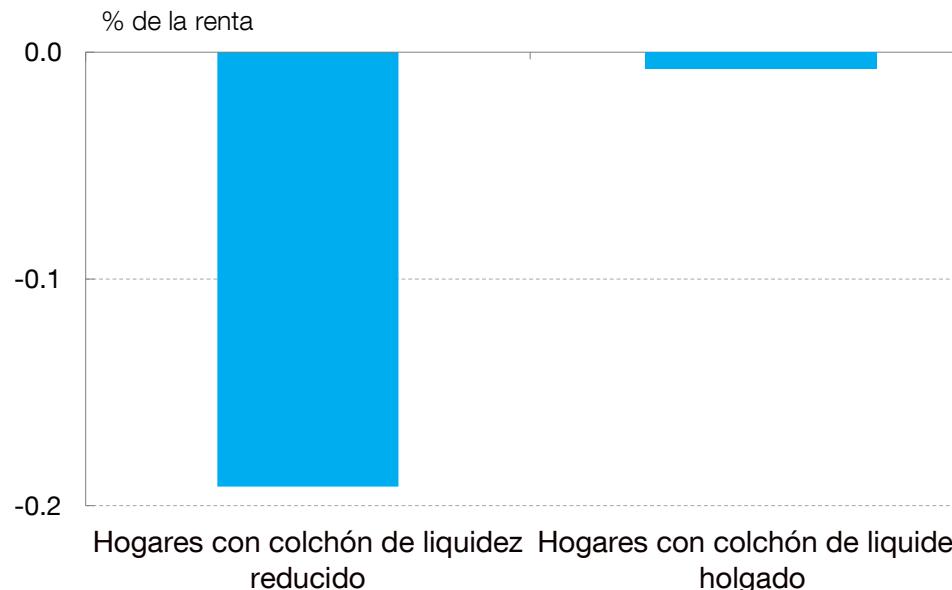


FUENTES: Eurostat, INE y Banco de España.

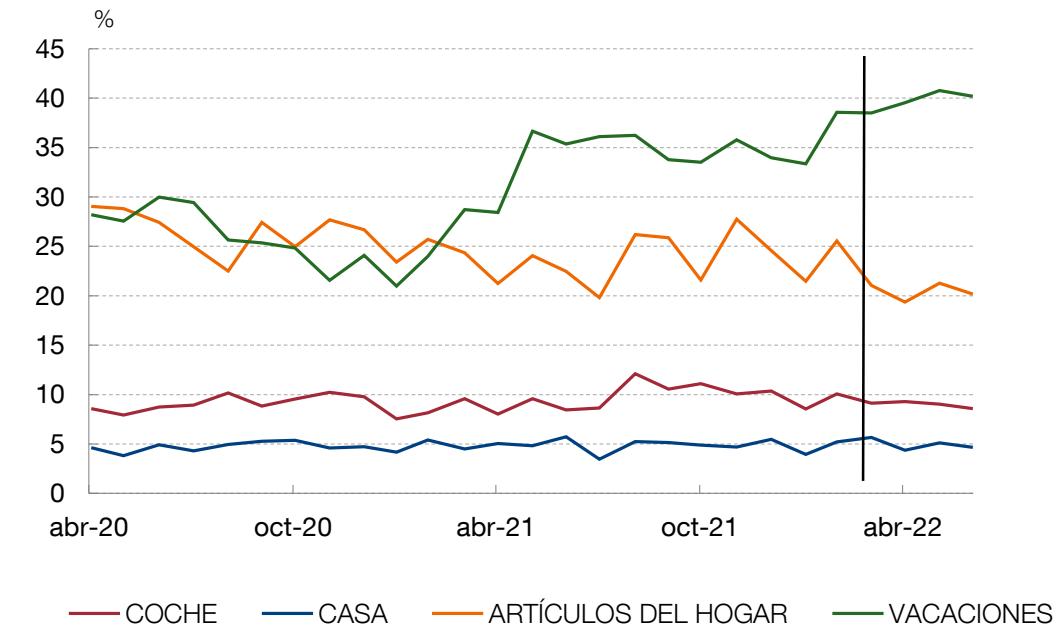
EL AUMENTO EN EL PRECIO DE LA ENERGÍA ANTICIPA AJUSTES EN EL GASTO DE LAS FAMILIAS, DE UNA MANERA HETEROGÉNEA POR NIVEL DE RENTA DEL HOGAR

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

AJUSTE EN EL GASTO EN BIENES NO ENERGÉTICOS Y SERVICIOS ANTE UN AUMENTO DE 1 PP DEL GASTO EN ENERGÍA SOBRE LA RENTA DEL HOGAR (a)



PROPORCIÓN DE HOGARES QUE ANTICIPAN GASTAR EN GRANDES PARTIDAS DE CONSUMO EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES

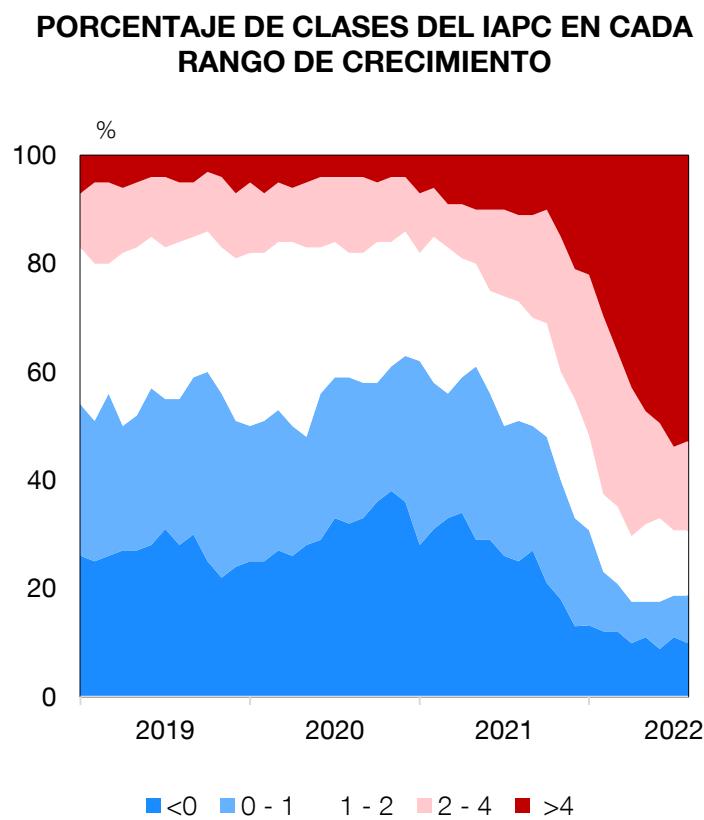
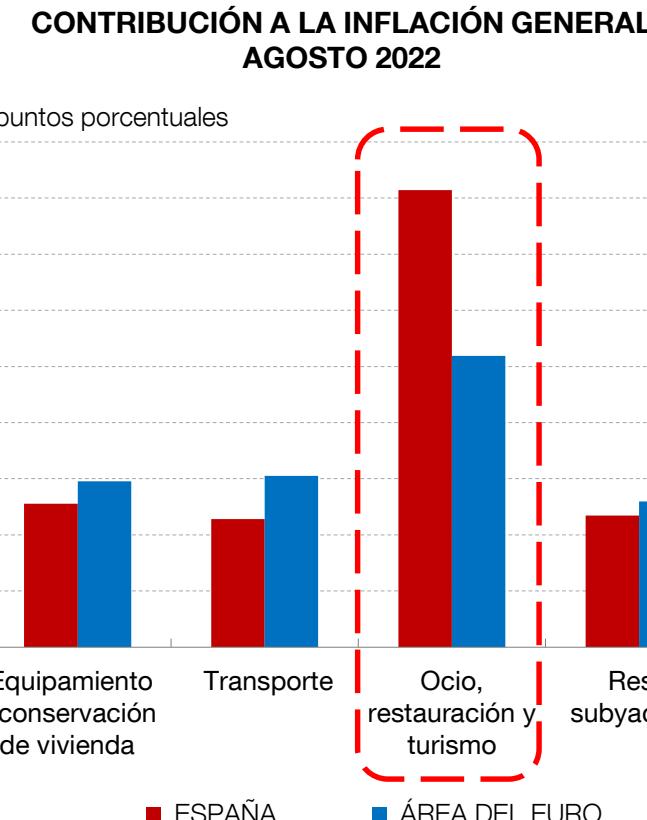
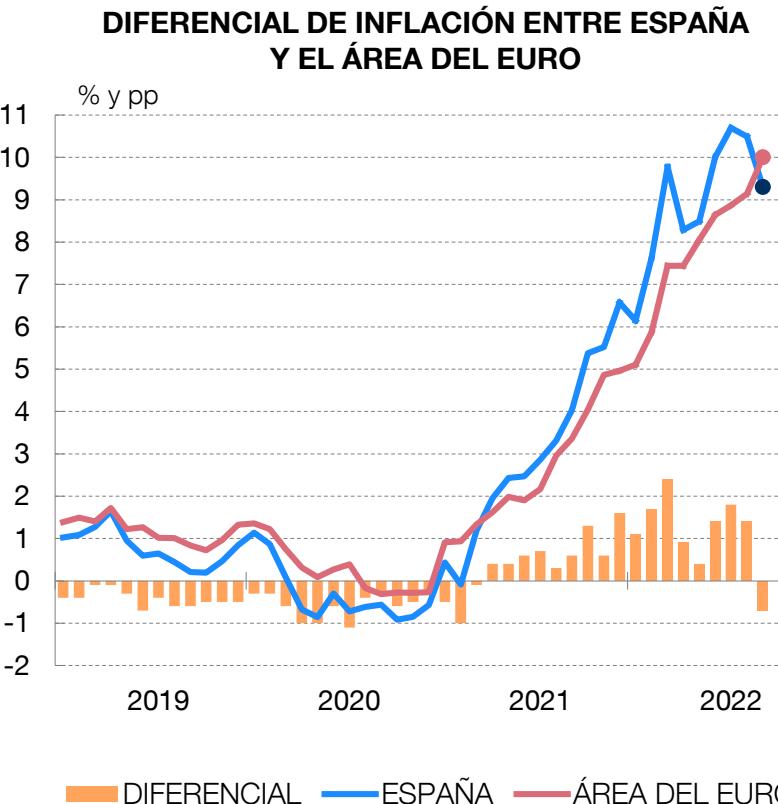


FUENTE: C. Martínez-Carrascal (2022) "El impacto del repunte de la inflación y de la guerra sobre las perspectivas económicas de los hogares españoles". Banco de España, Boletín económico 3/2022.

a) Los hogares con un colchón de liquidez reducido se definen como aquellos que no disponen de suficiente liquidez (o alguna forma de obtenerla) para cubrir gastos imprevistos que asciendan a una cuantía equivalente a una mensualidad de los ingresos familiares. El gasto en energía se approxima a partir del gasto total en electricidad, gas, agua, alcantarillado, telefonía y televisión por cable, dado que la encuesta en la que se basa la estimación (CES) no permite identificar de forma separada el consumo en cada una de estas partidas.

LA INFLACIÓN HA SEGUIDO AUMENTANDO HASTA SITUARSE POR ENCIMA DEL 10 % EN JULIO Y AGOSTO, AUNQUE EN SEPTIEMBRE SE DESACELERÓ

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

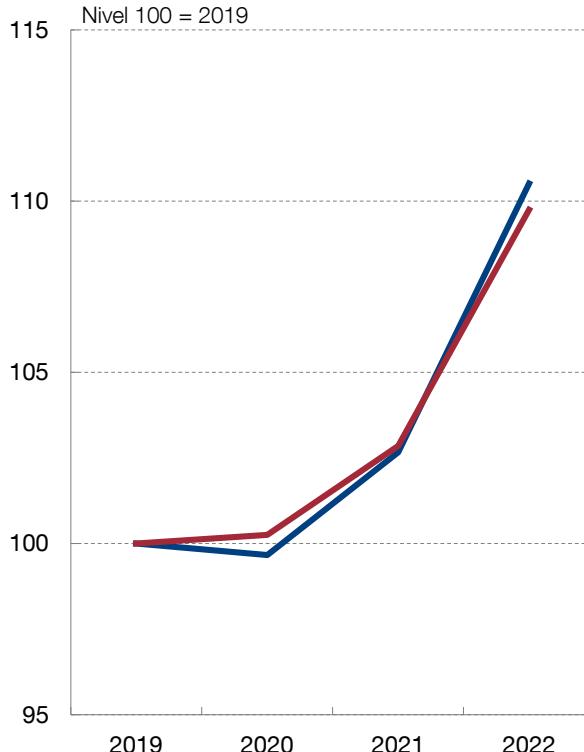


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España. Última observación: flash de septiembre para el IAPC de España y de la UEM.

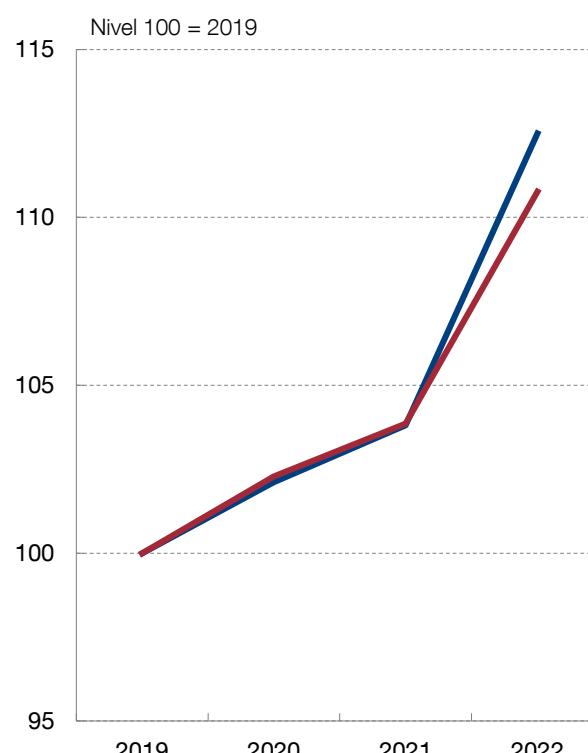
INCREMENTO GENERALIZADO DEL NIVEL DE PRECIOS

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

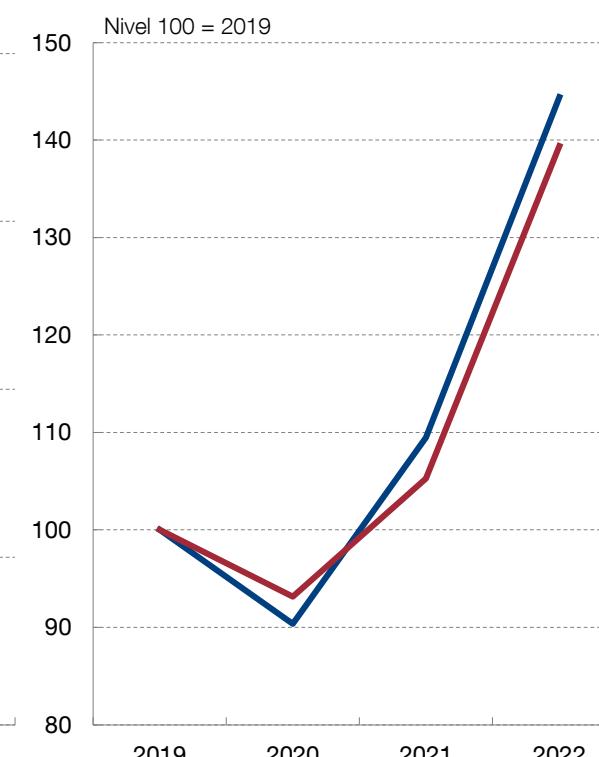
IAPC



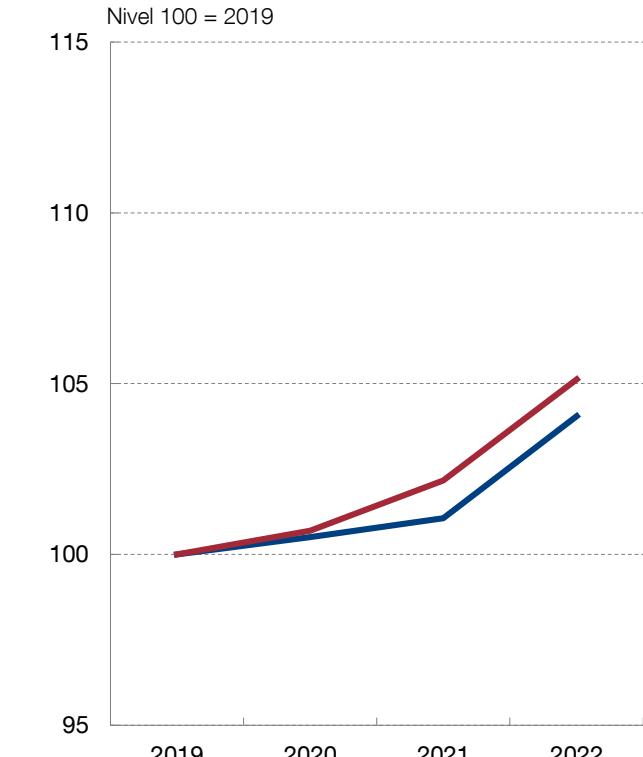
ALIMENTOS



ENERGÍA



INFLACIÓN SUBYACENTE



— ESPAÑA

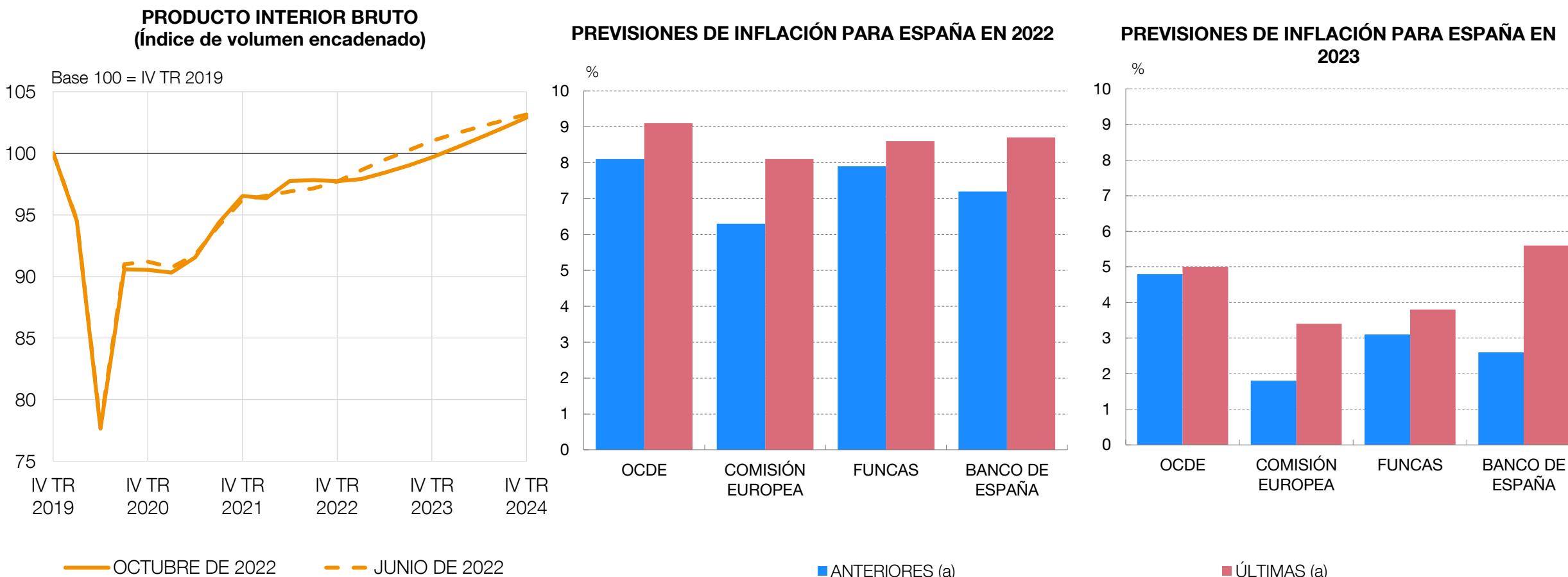
— ÁREA DEL EURO

FUENTE: Eurostat. Dato de 2022: media del período enero-agosto.



- 1. Condicionantes externos**
- 2. Situación económica actual de España**
- 3. Proyecciones macroeconómicas 2022-2024**
- 4. Riesgos**
- 5. Conclusiones**

EN ESTE CONTEXTO, LAS PROYECCIONES ECONÓMICAS SE HAN REVISADO NOTABLEMENTE A LA BAJA PARA EL CRECIMIENTO Y AL ALZA PARA LA INFLACIÓN



FUENTES: INE OCDE, Comisión Europea, FUNCAS, Banco de España y Banco Central Europeo.

a) Las últimas previsiones corresponden al mes de julio para la Comisión Europea y al mes de septiembre para el resto de organismos. Las anteriores previsiones corresponden al mes de mayo para la Comisión Europea y al mes de junio para el resto.

Elementos/supuestos principales que caracterizan el escenario central

Con respecto al ejercicio de junio:

- Sorpresa positiva en el **crecimiento de 2T**
- Reiteradas **sorpresa al alza en la inflación**
- Corte de la práctica totalidad del **suministro de gas ruso** por gaseoducto hacia Europa
- **Tipos de interés** más altos
- Coste de la energía más elevado a futuro
- Menor **demandas externas**
- **Euro** más depreciado
- Menor despliegue del **programa NGEU** en 2022 y 2023, pero algo mayor en 2024

Además:

- Sin medidas severas de **racionamiento de gas** (capacidad moderada para sustituir el gas ruso en el corto plazo)
- Sin escalada adicional en la **guerra en Ucrania**, pero sin una resolución temprana del conflicto, ...
- ... ni de los **cuellos de botella** (mejora muy gradual a lo largo de 2023) ...
- ... ni de la **crisis energética** (senda de futuros)
- Sin **efectos de segunda vuelta** significativos
- Solo con **medidas de política económica** ya aprobadas y por la duración anunciada

**EN ESTE CONTEXTO, LAS PROYECCIONES ECONÓMICAS SE HAN REVISADO
NOTABLEMENTE A LA BAJA PARA EL CRECIMIENTO Y AL ALZA PARA LA INFLACIÓN**

	PROYECCIONES DE OCTUBRE DE 2022 (a)					DIFERENCIAS CON LAS PROYECCIONES DE JUNIO		
	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Tasa de variación anual (%), salvo indicación en contrario								
PIB	-11,3	5,5	4,5	1,4	2,9	0,4	-1,5	0,4
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	3,0	8,7	5,6	1,9	1,5	3,1	0,1
IAPC sin energía ni alimentos	0,5	0,6	3,9	3,5	2,1	0,7	1,3	0,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	14,8	12,8	12,9	12,4	-0,2	0,2	-0,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-10,1	-6,9	-4,3	-4,0	-4,3	0,3	0,5	0,0
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,4	118,3	113,3	110,7	109,9	-1,6	-2,5	-2,6

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

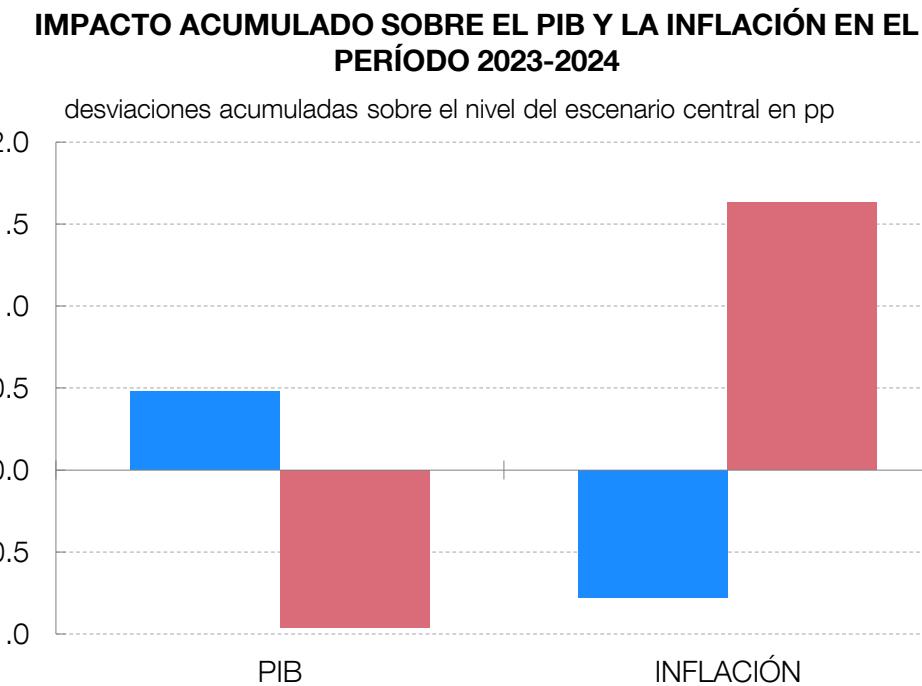
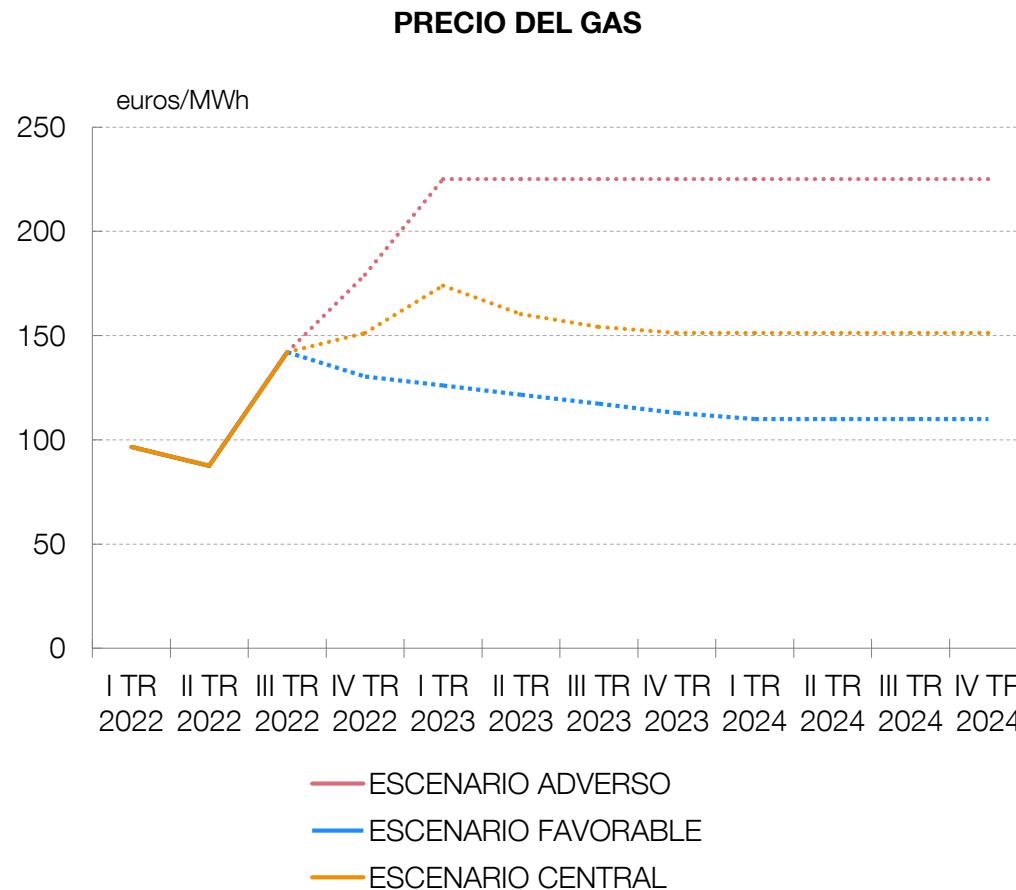
a) Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de septiembre de 2022.



- 1. Contexto global**
- 2. Situación económica actual de España**
- 3. Proyecciones macroeconómicas 2022-2024**
- 4. Riesgos**
- 5. Conclusiones**

¿QUÉ LE PASARÍA AL PIB Y A LA INFLACIÓN EN ESPAÑA SI LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA FUERAN MÁS ALTOS O MÁS BAJOS?

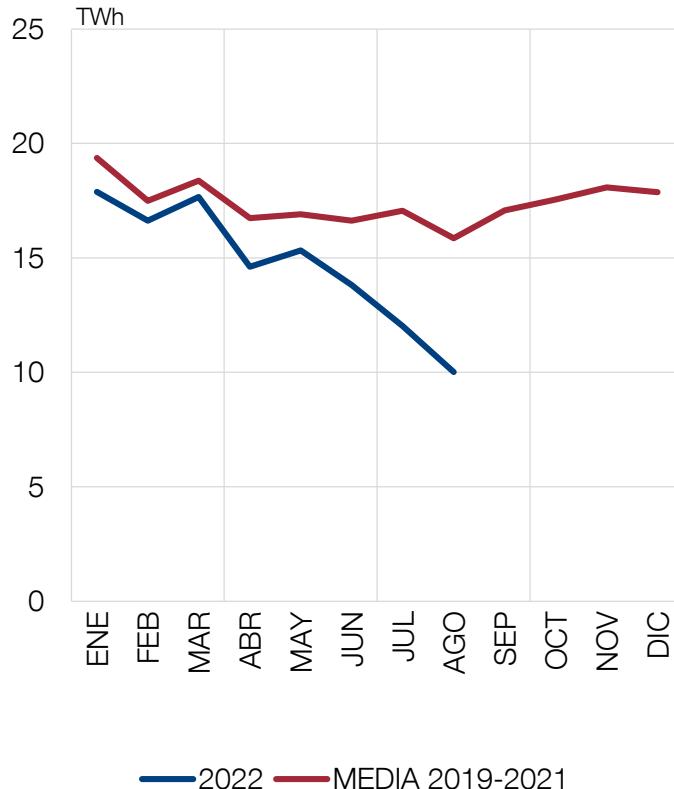
BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



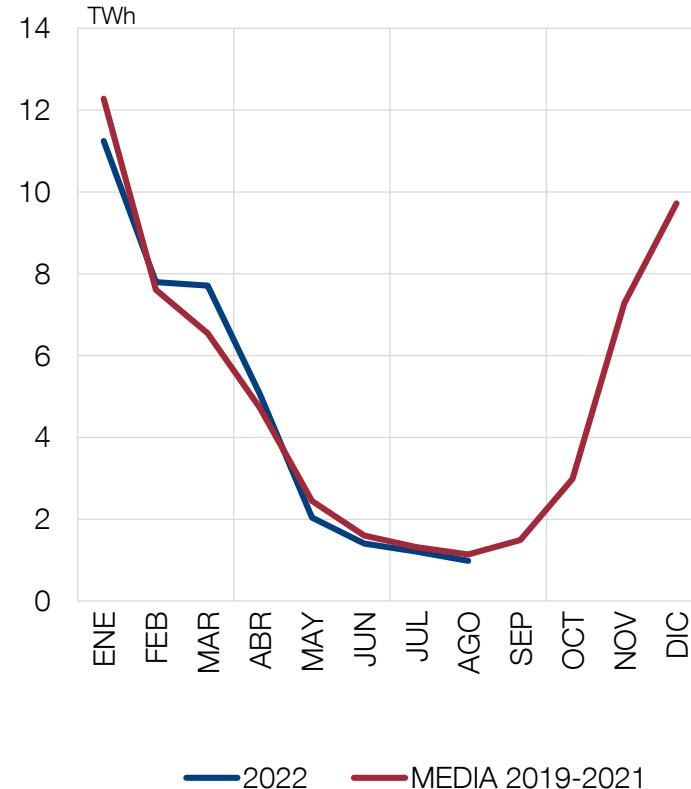
FUENTE: Banco de España.

¿CÓMO SE COMPORTARÍA LA ECONOMÍA SI SUSTITUIR GAS RUSO EN LOS PRINCIPALES PAÍSES EUROPEOS FUERA MÁS DIFÍCIL DE LO PREVISTO?

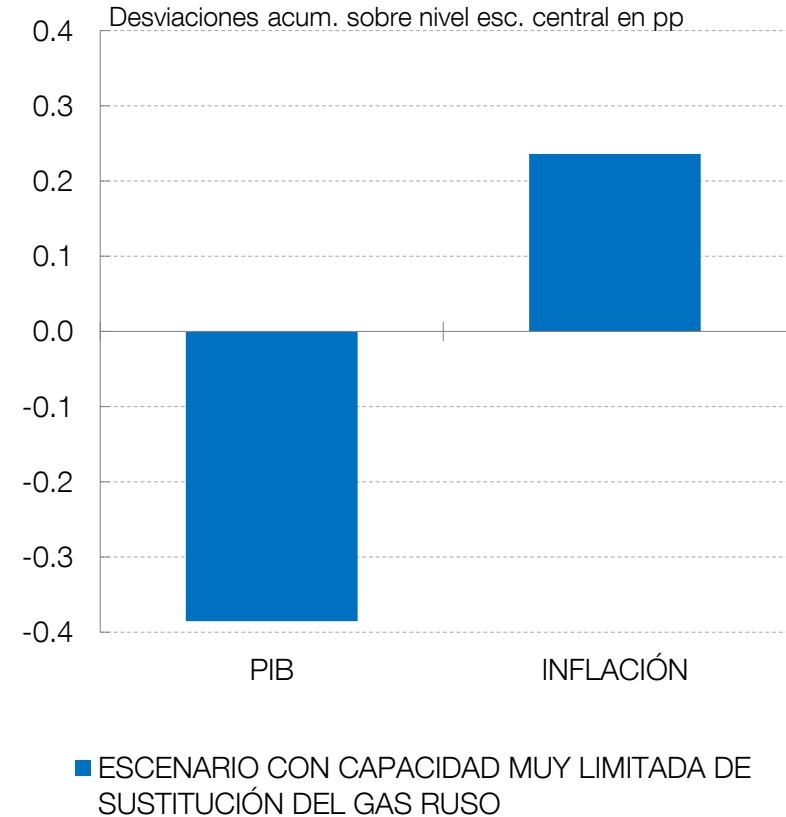
DEMANDA MENSUAL DE GAS NATURAL
DE LA INDUSTRIA EN PENÍNSULA Y
BALEARES



DEMANDA MENSUAL DE GAS NATURAL
DE HOGARES Y PYMES EN PENÍNSULA Y
BALEARES



IMPACTO ACUMULADO SOBRE EL PIB Y LA
INFLACIÓN EN EL PERÍODO 2023-2024 (a)



FUENTES: ENAGAS y Banco de España.

a) Se representan las diferencias entre el escenario central (con una elasticidad de sustitución moderada) y uno en el que la elasticidad de sustitución se sitúa en la parte baja del rango considerado en [Quintana \(2022\)](#).

La magnitud de los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación → Competitividad
Evolución de los márgenes de las empresas y de los incrementos salariales fijados en los convenios colectivos

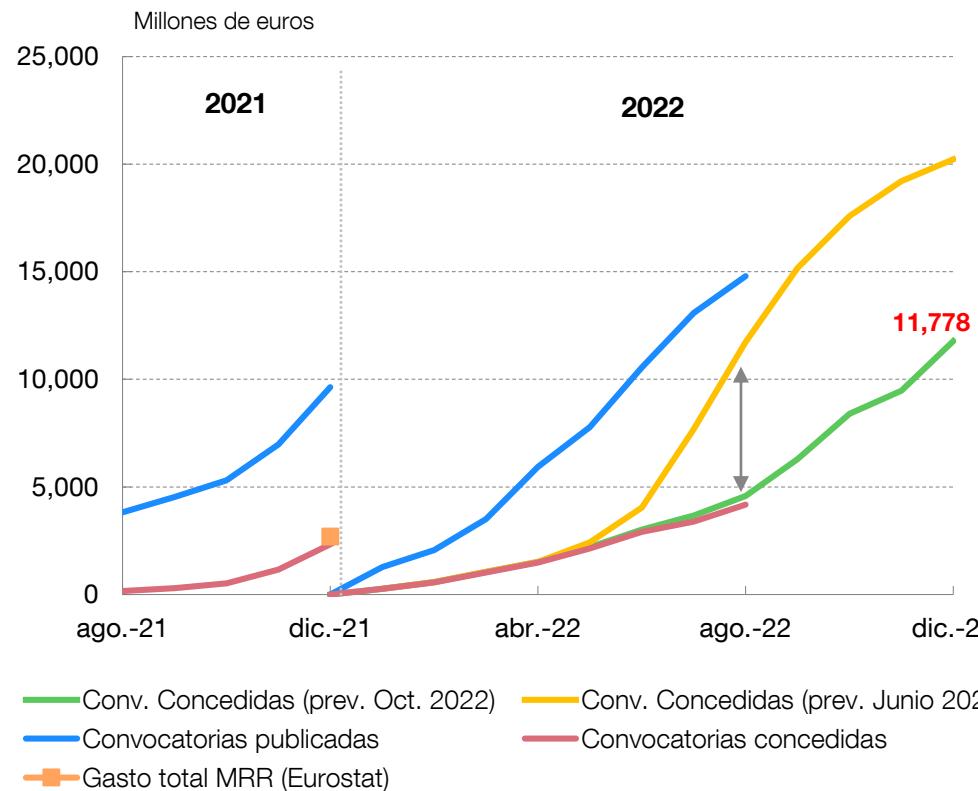
El despliegue y el impacto económico de los fondos *NGEU* → Crecimiento potencial

La evolución de los ingresos y gastos del sector público
Tipo de respuesta de política fiscal en la coyuntura actual y planes fiscales de medio plazo

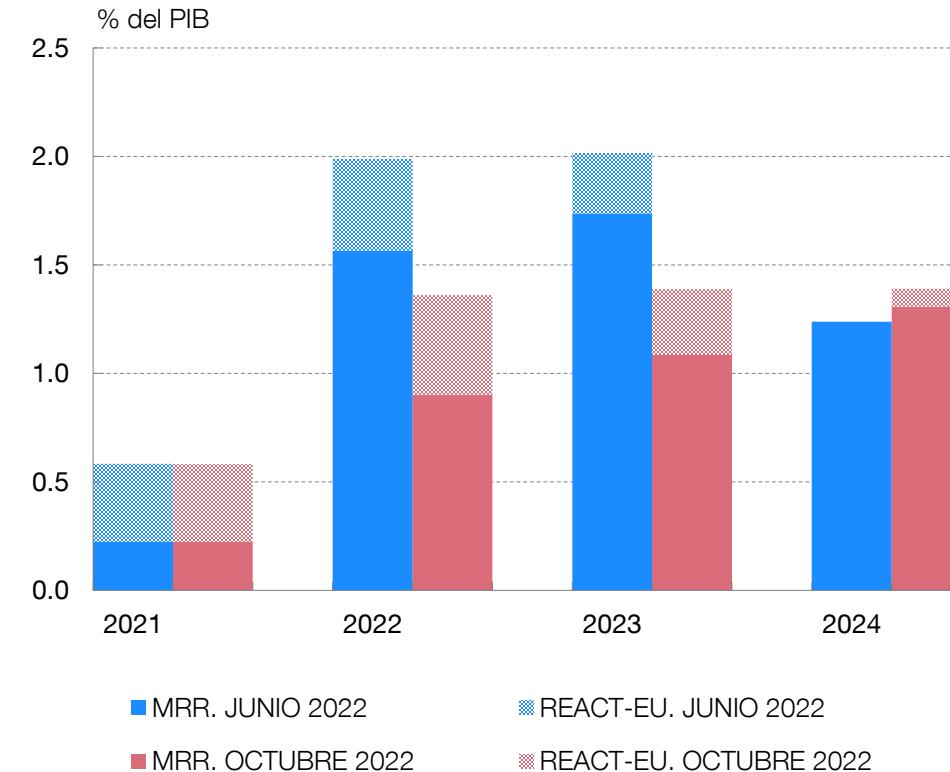
El impacto de las reformas aprobadas recientemente
Por ejemplo, la reforma del mercado laboral y la reforma del régimen de insolvencia

EL AVANCE EN EL GASTO DE LOS FONDOS EUROPEOS ESTÁ SIENDO MÁS LENTO DE LO ESPERADO

CONVOCATORIAS MRR (ACUMULADO EN EL AÑO) (a) (b)



GASTO PÚBLICO FINANCIADO CON EL NGEU (c)



FUENTES: Web de convocatorias del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) y Banco de España.

a) No se incluyen las convocatorias en estado "próximamente", las que actúan como garantías, las destinadas a otras AAPP o las identificadas como REACT-EU.

b) Convocatorias publicadas en la página web del PRTR hasta el 15/09/2022 y acumuladas mensualmente.

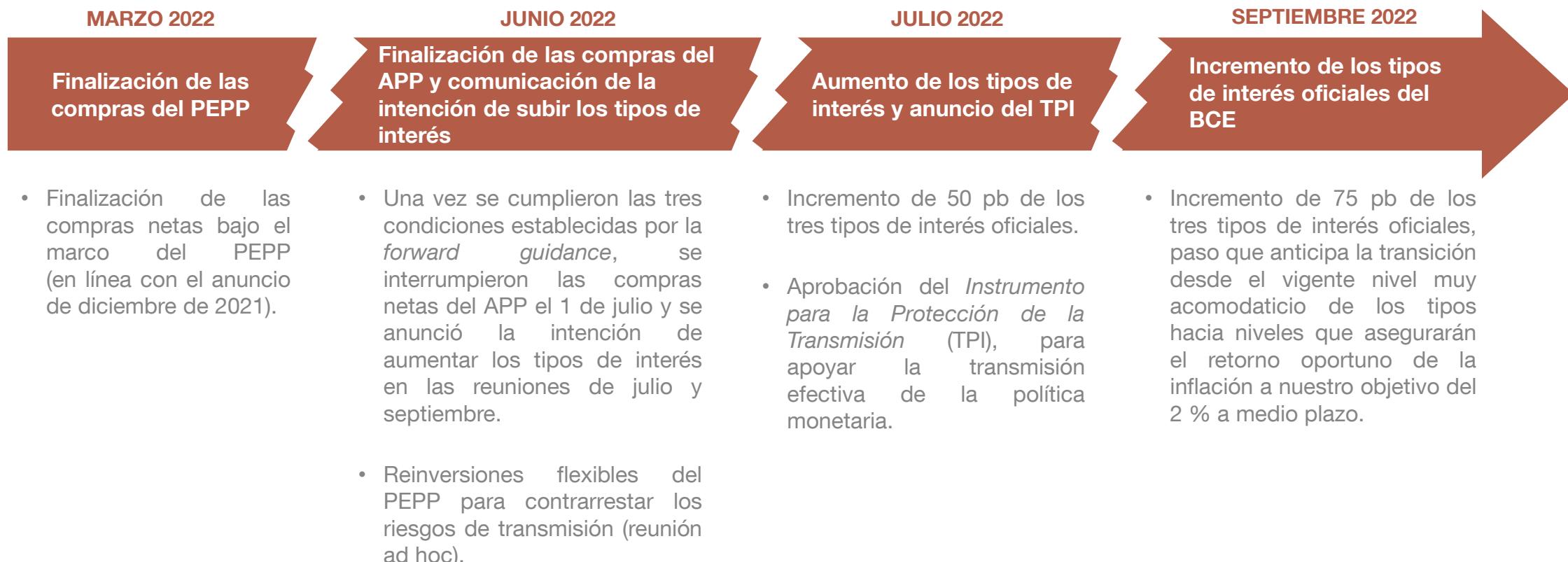
c) El programa Next Generation EU (NGEU) tiene varios componentes, de los cuales los dos más importantes son el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) y el REACT-EU.



- 1. Contexto global**
- 2. Situación económica actual de España**
- 3. Proyecciones macroeconómicas 2022-2024**
- 4. Riesgos**
- 5. Conclusiones**

EL BCE CONTINÚA LA NORMALIZACIÓN DE SU POLÍTICA MONETARIA INICIADA EN DICIEMBRE DE 2021 EN RESPUESTA AL EPISODIO INFLACIONISTA ACTUAL

- El pasado mes de julio se produjo la primera subida de los tipos de interés oficiales en once años (50 pb) y adicionalmente, en septiembre, tuvo lugar la mayor subida en una sola reunión en la historia del euro (75 pb).



De cara a futuro, las decisiones relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos y se seguirán adoptando en cada reunión: seguirá el proceso de normalización hasta que alcancemos el nivel de tipos de interés que permita alcanzar nuestro objetivo del 2% en el medio plazo

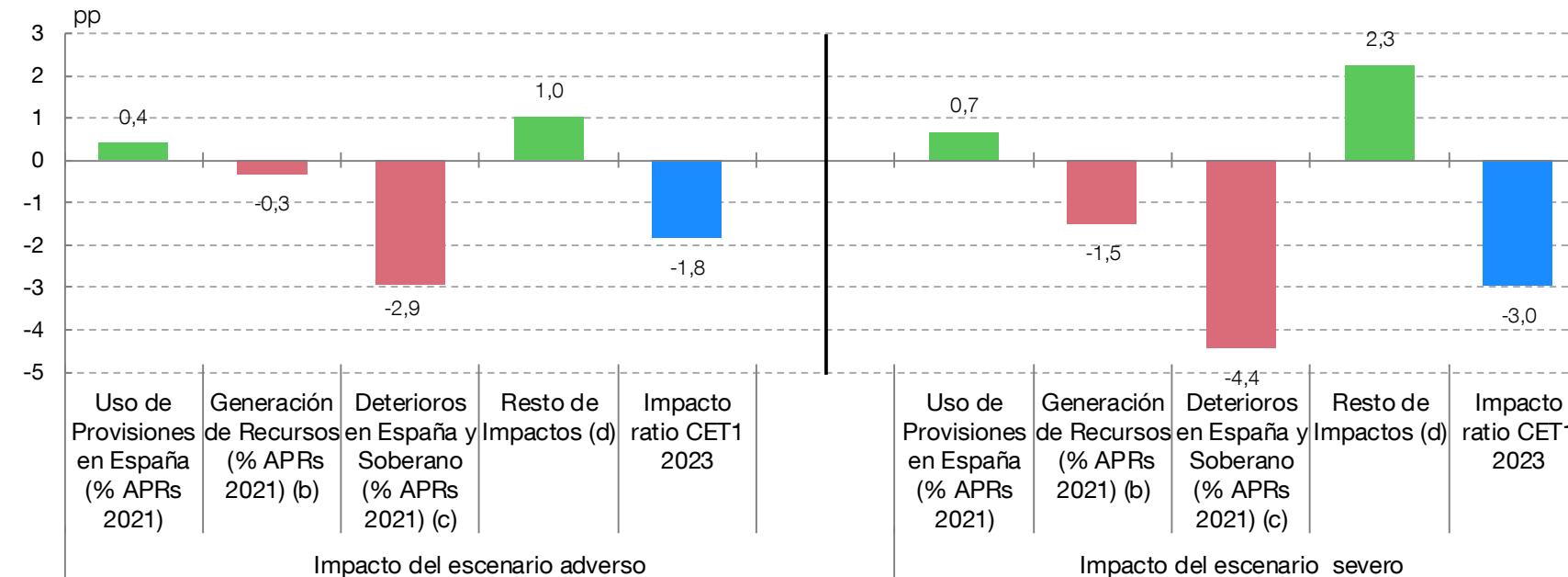
EL IMPACTO DE LA POSIBLE MATERIALIZACIÓN DE LOS RIESGOS ACTUALES SOBRE EL SECTOR BANCARIO EXIGE EXTREMAR LA PRUDENCIA

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistemas

- Las entidades deben ser muy cuidadosas con su política de provisiones y con su planificación del capital en los próximos trimestres.

IMPACTO EN LA SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES DE LOS ESCENARIOS DE RIESGOS IDENTIFICADOS TRAS EL ESTALLIDO DEL CONFLICTO BÉLICO EN UCRANIA (a)

Negocio consolidado



FUENTE: Banco de España.

a) Los impactos se definen como las variaciones de la ratio de CET1 esperable en 2023 y de distintos flujos financieros en 2022-2023 (e. g., generación de recursos) que resultarían de la materialización de las variaciones negativas de las condiciones macro-financieras contempladas en los escenarios del Recuadro 1.3.

b) La generación de recursos de absorción de pérdidas viene determinada por el margen de explotación en España, incluyendo también el resultado neto obtenido en el extranjero para aquellas entidades con actividad internacional significativa.

c) Pérdidas por deterioros financieros de préstamos y activos adjudicados en el negocio en España, así como el impacto en capital del potencial deterioro de las exposiciones soberanas a nivel consolidado.

d) Otras ganancias y pérdidas consolidadas, efectos fiscales y de tipo de cambio, distribución de beneficios, cobertura de las pérdidas por préstamos con garantía ICO por parte del Estado y variación de APRs.

- 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 evitar fórmulas de indexación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguarda

PLURIANUAL

Sería conveniente contemplar compromisos plurianuales de incrementos salariales –donde las referencias nominales de la negociación deberían estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente– y de protección del empleo

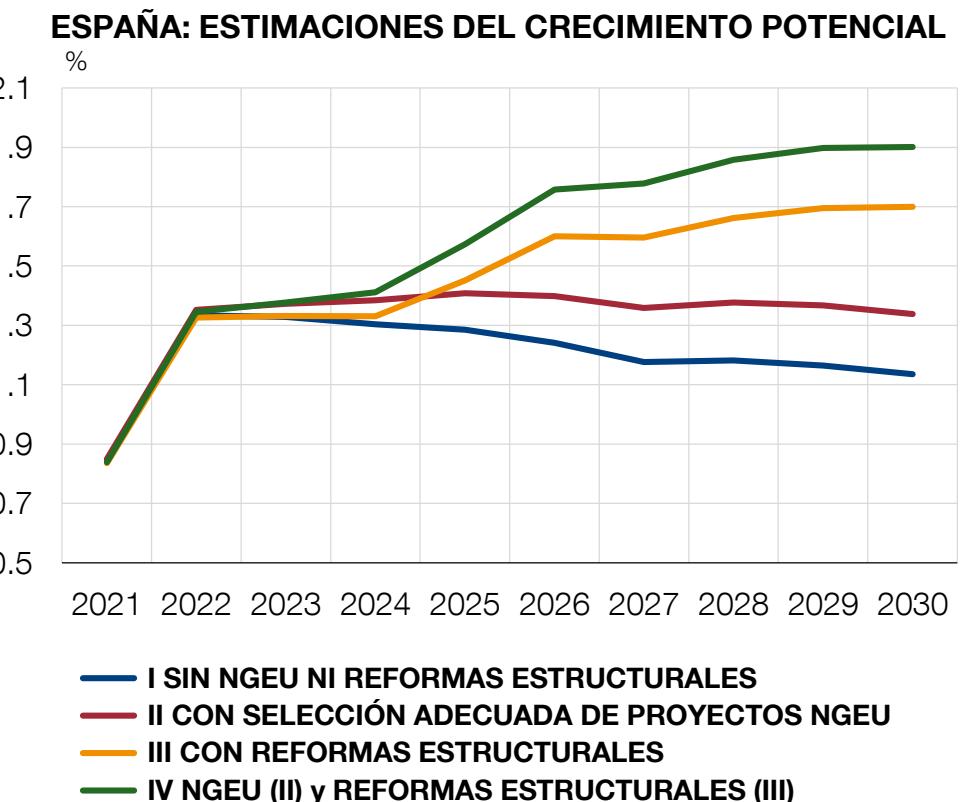
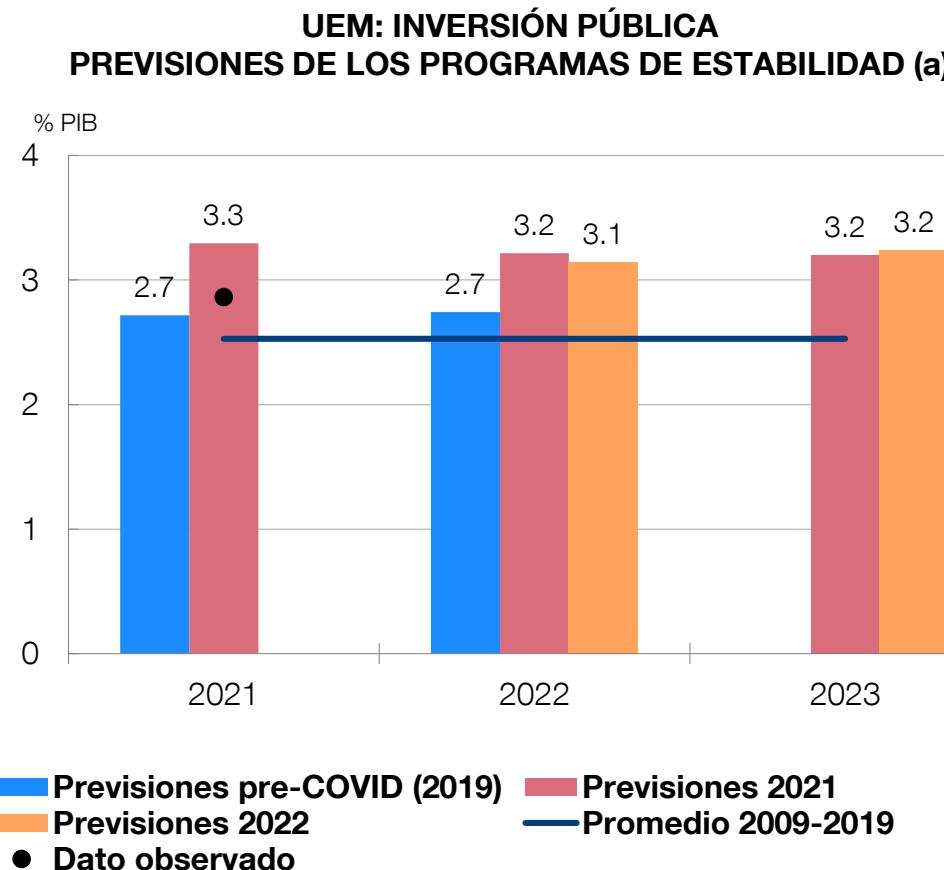
MÁRGENES EMPRESARIALES

Compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales

- La **política fiscal** debe jugar un papel relevante en este contexto, **evitando un impulso fiscal generalizado**, que pudiera exacerbar las presiones inflacionistas ya existentes. Se deben también **evitar cláusulas de indexación automática del gasto público** con el fin de acompañar el pacto de rentas del sector privado.
- Las medidas que se implementen deben tener una **naturaleza temporal**, para no generar un incremento adicional del déficit público estructural y **deben centrarse en los hogares de rentas más bajas**, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y en las empresas más vulnerables a esta perturbación.
- Su diseño debe también **evitar que se produzcan distorsiones significativas** sobre las señales proporcionadas por los precios.
- En paralelo, el refuerzo de la sostenibilidad de las cuentas públicas requiere adoptar una estrategia de medio plazo, que parte de la **definición inmediata de un plan de consolidación fiscal plurianual** para su ejecución una vez superados los efectos económicos de la pandemia y de la guerra en Ucrania. Dicho plan debería contar con un amplio consenso político, y acompañarse de una revisión de la eficiencia del gasto público y del sistema impositivo e incorporar a todos los niveles de las Administraciones Públicas.
- **La definición temprana de este plan generaría mayor certidumbre y confianza**, lo cual resulta particularmente relevante en el contexto de normalización de la política monetaria que he descrito.

ANTE UN SHOCK DE OFERTA COMO EL ACTUAL, LAS REFORMAS ESTRUCTURALES SON LA MEJOR POLÍTICA ECONÓMICA

- El papel de los fondos NGEU puede ser particularmente relevante para acompañar y financiar las reformas estructurales necesarias.



FUENTES: Banco de España y Programas de Estabilidad Nacionales.

(a) UEM 19 (excepto Grecia). Previsiones realizadas en primavera de cada año (fecha de publicación de los Programas de Estabilidad) para el año corriente y años siguientes.

- Este episodio nos ha demostrado que **las políticas estructurales** que favorezcan la integración y la interconexión de los mercados europeos —en particular, los energéticos— y refuercen el mercado único no solo permitirán una mayor resistencia a las perturbaciones de oferta negativas, sino que también redundarán en un aumento de la competitividad.
- Se hace también necesario **establecer mecanismos de financiación conjunta** que permitan salvaguardar ese esfuerzo común sin lastrar excesivamente o de forma muy desigual las finanzas públicas nacionales y sin generar distorsiones competitivas que pongan en riesgo la competencia en el mercado único, así como mecanismos de compartición de riesgos en la UE.
- La UEM necesita dotarse de una **capacidad de estabilización macroeconómica permanente**, con capacidad impositiva y de endeudamiento, que complemente la **acción de la política monetaria única**.
- **Se hace también imprescindible** completar la Unión Bancaria, con la construcción de un sistema europeo de garantía de depósitos. **Y avanzar en la construcción de la Unión de los Mercados de Capitales**.
- Un marco que garantice la sostenibilidad fiscal es imprescindible para el buen funcionamiento de la UEM. La Comisión Europea está llevando a cabo actualmente **una revisión del marco de reglas fiscales**. Esta revisión debería incluir su simplificación a través del establecimiento de una regla de crecimiento del gasto público, con un ancla en la ratio de deuda sobre el PIB, así como potenciar la capacidad para acumular colchones fiscales en períodos de bonanza económica para utilizarlos en momentos de crisis.

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

