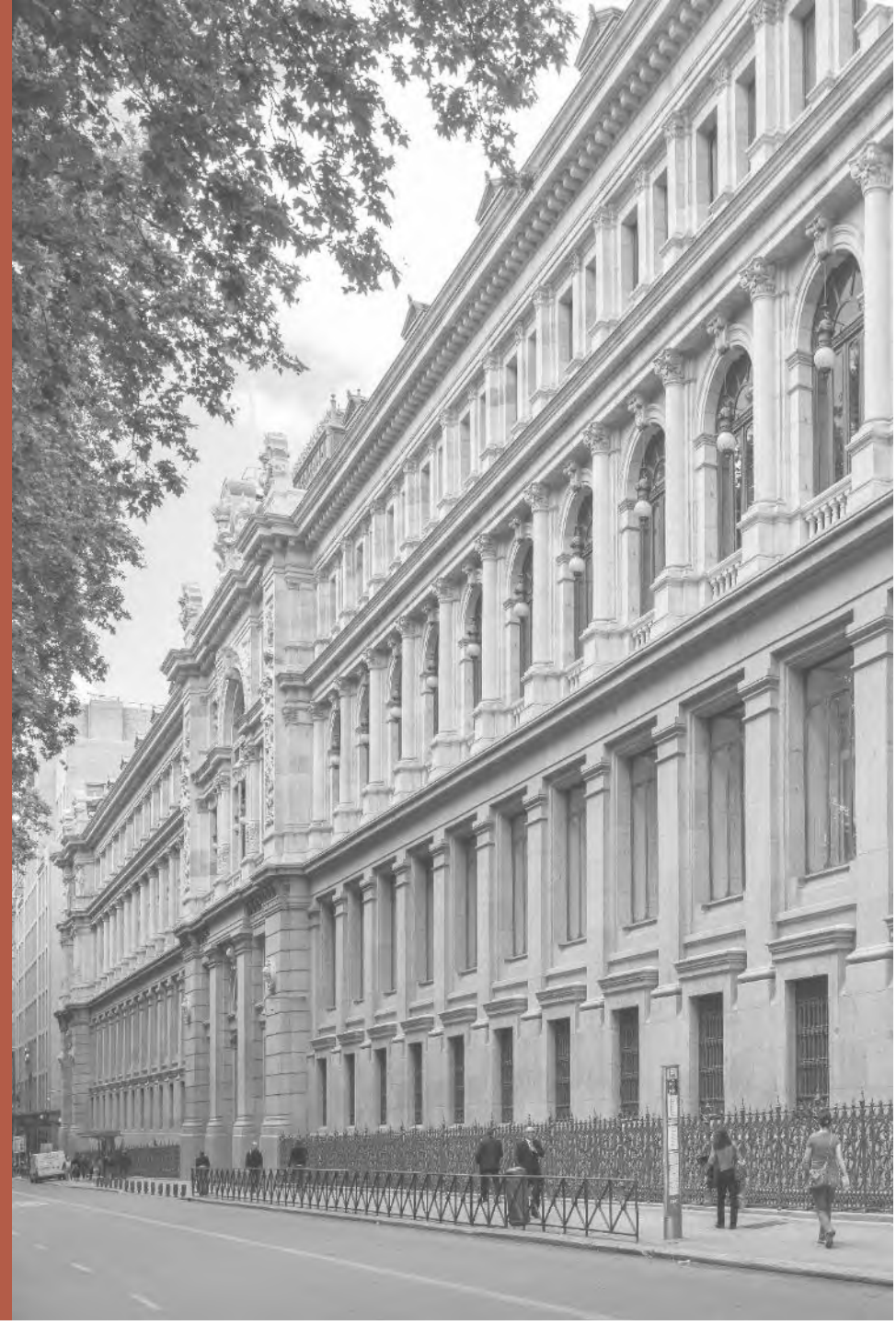


LA INCIERTA SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL Y EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

CICLO DE CONFERENCIAS LA UNED Y LA PALABRA – UNED CAMPO DE GIBRALTAR

Algeciras
26 de abril de 2022



ÍNDICE

1. La situación económica actual
2. Las respuestas de política económica
3. Conclusiones

ÍNDICE

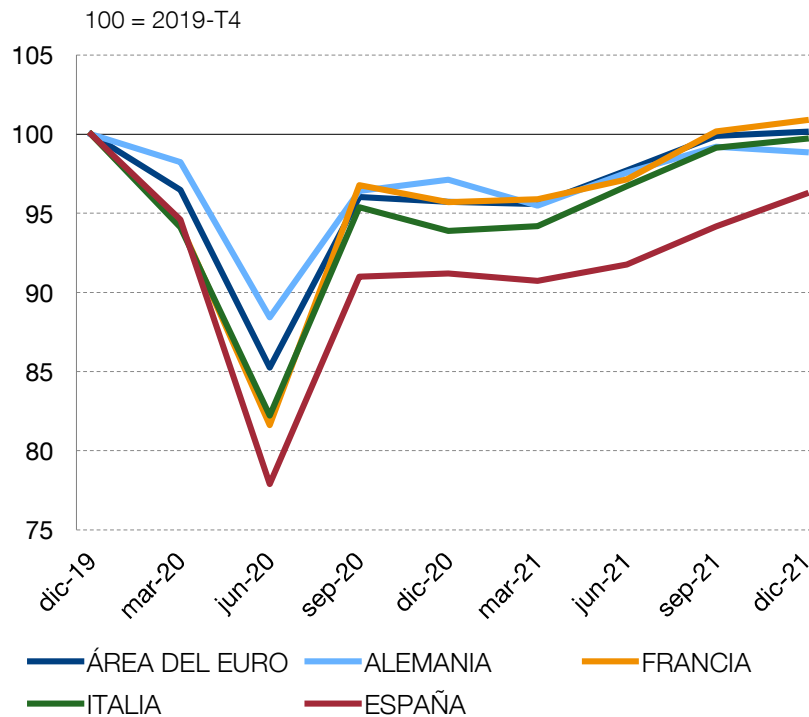
1. La situación económica actual
2. Las respuestas de política económica
3. Conclusiones

ANTES DE LA GUERRA, LA ECONOMÍA MUNDIAL Y EUROPEA SE ENCONTRABAN EN UNA SENDA DE RECUPERACIÓN GRADUAL, SI BIEN HETEROGÉNEA ENTRE PAÍSES Y SECTORES...

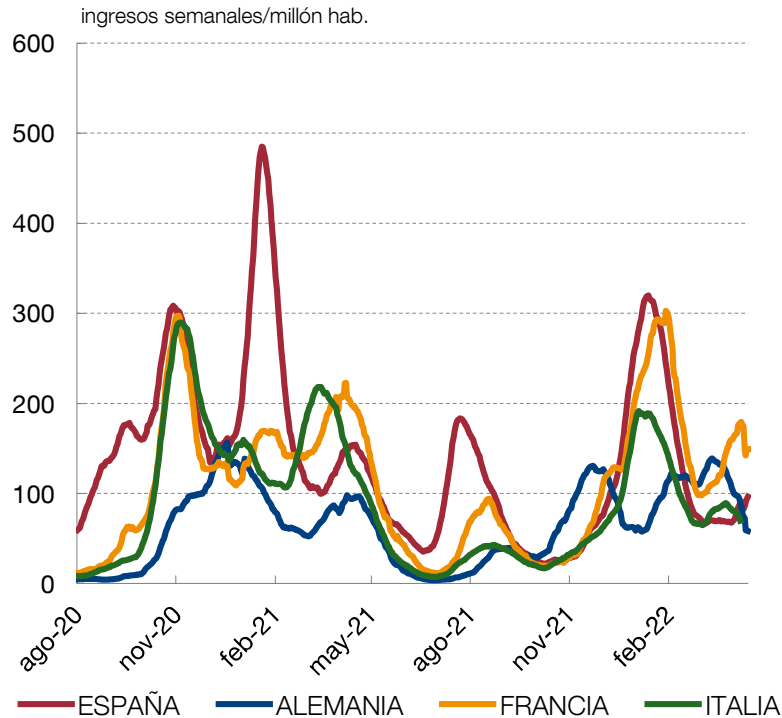
Con anterioridad al inicio de la invasión, las expectativas de los analistas coincidían en anticipar una **moderada desaceleración en el primer trimestre**, como consecuencia del impacto negativo, pero acotado, de la variante ómicron.

Para el resto del ejercicio, y condicionado a una mejora de la evolución de la pandemia, se esperaban avances adicionales en la **recuperación**, apoyada en la reducción de la incertidumbre, la eliminación progresiva de los cuellos de botella, el mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables y, en Europa, la progresiva implementación del *NGEU*.

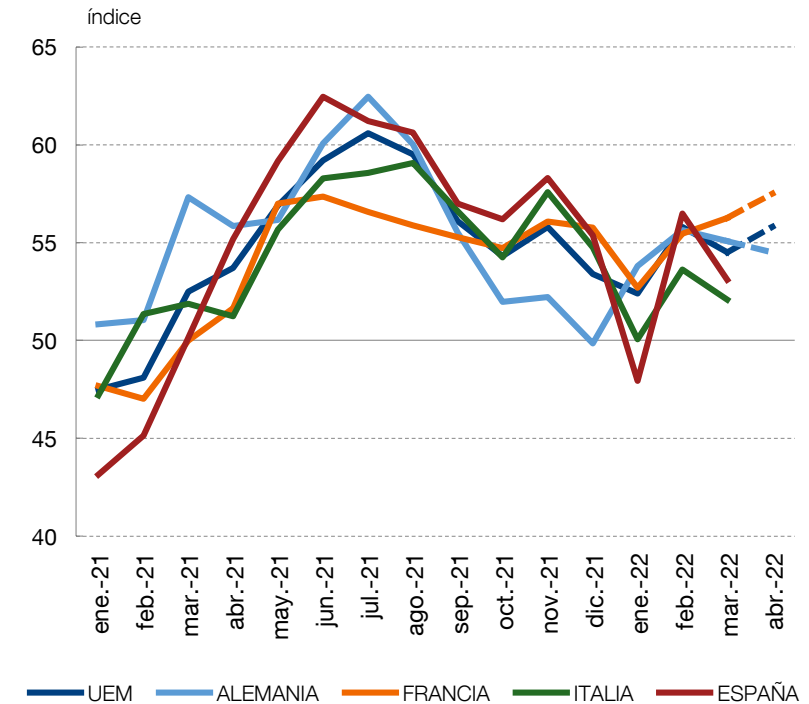
PIB REAL



HOSPITALIZACIONES POR COVID-19



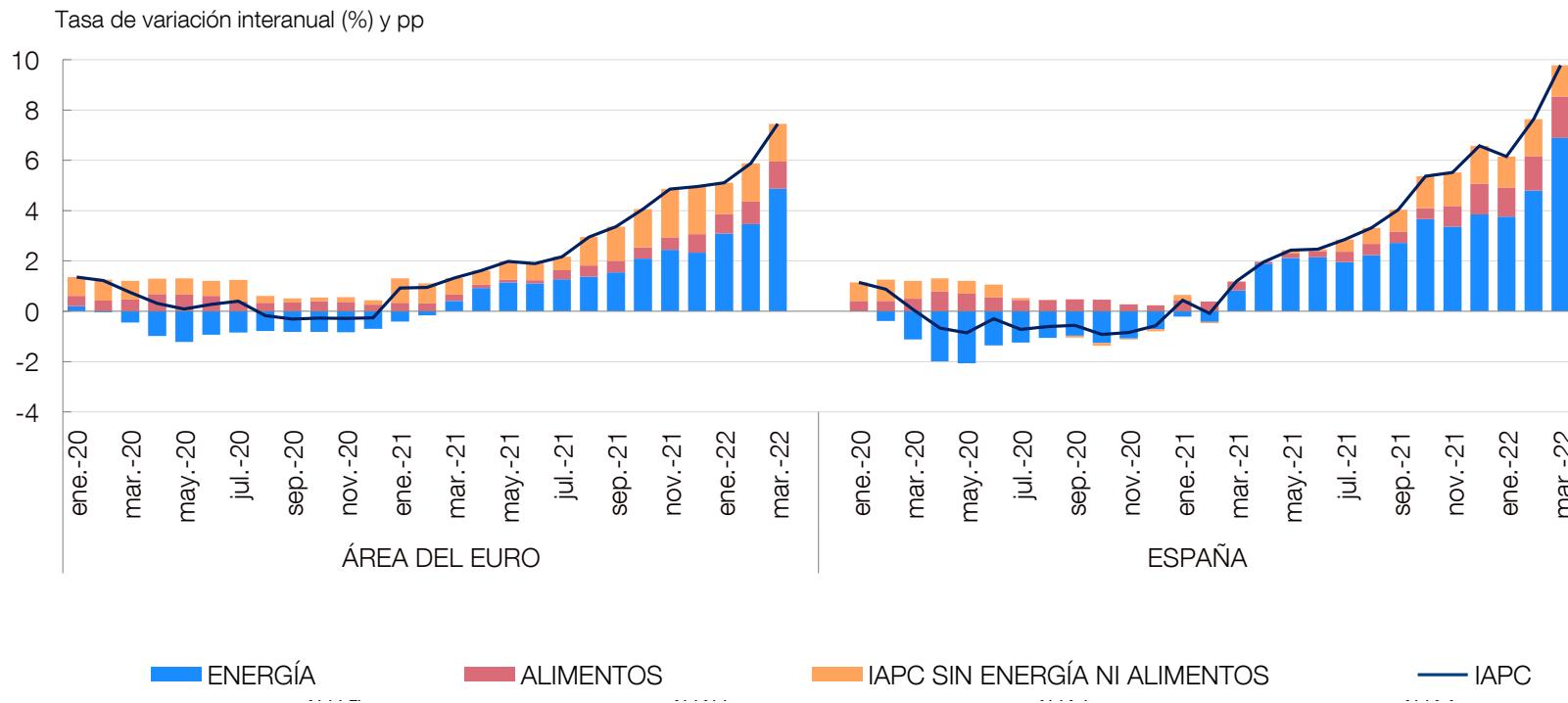
PMI COMPUESTO



Fuentes: Eurostat, Our World in Data e IHS Markit.

El repunte de la inflación ha sorprendido al alza tanto por su intensidad como por su persistencia, incluidos los primeros meses de 2022.

ÍNDICE GENERAL Y CONTRIBUCIONES



Fuentes: Banco de España, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística. Última observación: marzo de 2022.

CANAL MATERIAS PRIMAS

- Rusia y, en menor medida, Ucrania, se encuentran entre los principales productores de determinadas materias primas (energéticas y no energéticas)
- Encarecimiento de estos insumos y mayor inflación de consumo
- Posibles problemas de suministro

CANAL CONFIANZA / INCERTIDUMBRE

- Tensionamiento en las condiciones financieras
- Retraso en las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas

CANAL COMERCIAL

- Deterioro de las perspectivas económicas globales
- Agravamiento de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor

CANAL MATERIAS PRIMAS: LA DEPENDENCIA ENERGÉTICA DE LA UEM RESPECTO A RUSIA ES ELEVADA, PERO MUY HETEROGÉNEA POR PAÍSES. EN ESPAÑA ES LIMITADA

Rusia representó alrededor del 20% y el 35% del total de importaciones de petróleo y gas de la UEM en 2020. En España, solo el 6% de las importaciones de productos energéticos (el 4,5% del consumo energético) procedían de Rusia en 2019, pero esta cifra es muy superior en países como Alemania e Italia (17% y 22%, respectivamente)

	Petróleo		Gas natural	
	Porcentaje (%) sobre el consumo final de energía (a)	Participación (%) de Rusia en las importaciones nacionales desde fuera de la UE (b)	Porcentaje (%) sobre el consumo final de energía (a)	Participación (%) de Rusia en las importaciones nacionales desde fuera de la UE (c)
ÁREA DEL EURO	36.1		23.7	
España	45.0	0-25	19.1	0-25
Alemania	34.9	25-50	26.8	50-75
Francia	37.1	0-25	20.6	25-50
Italia	31.3	0-25	30.9	25-50
Finlandia	23.7	75-100	3.0	75-100

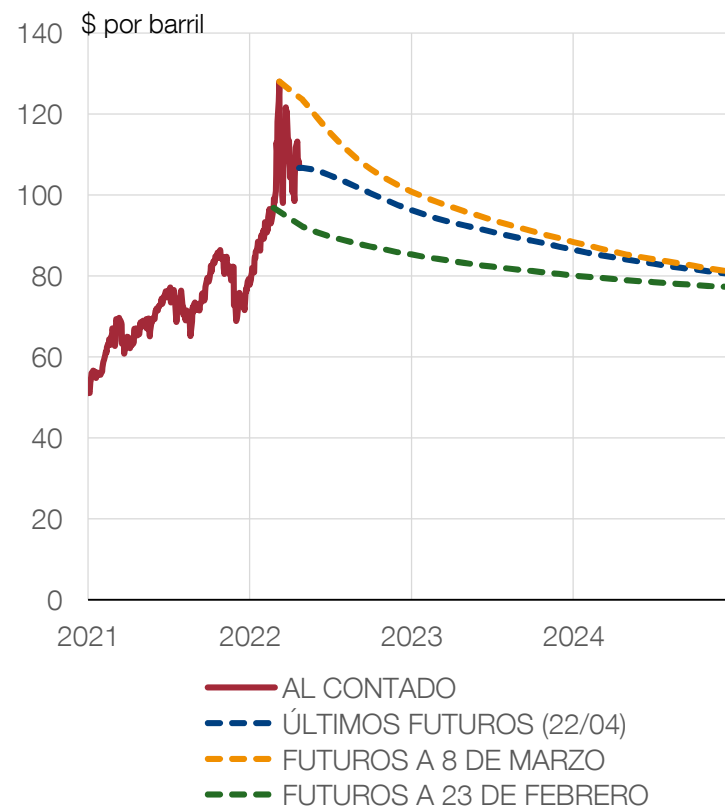
FUENTES: Eurostat y Banco de Finlandia.

(a) Datos anuales de 2020.

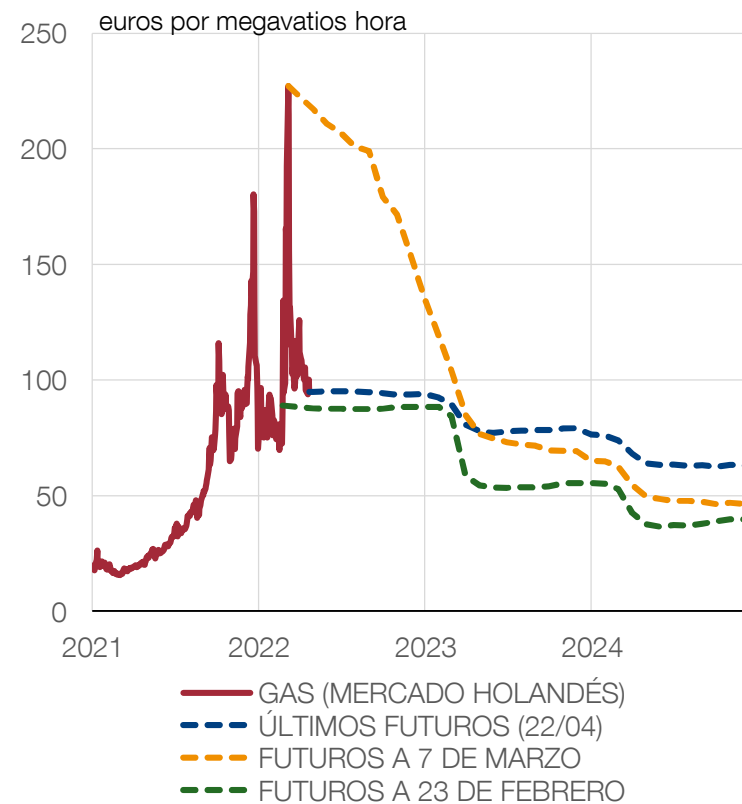
(b) Datos anuales de 2021.

(c) Datos semestrales del primer semestre de 2021.

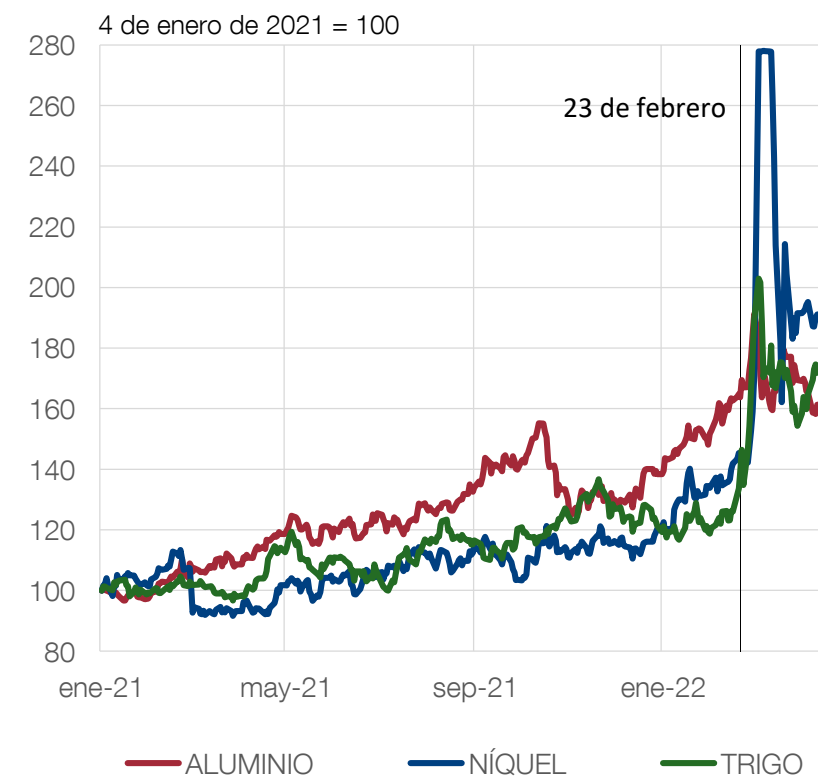
PRECIO DEL PETRÓLEO Y FUTUROS



PRECIO DEL GAS Y FUTUROS

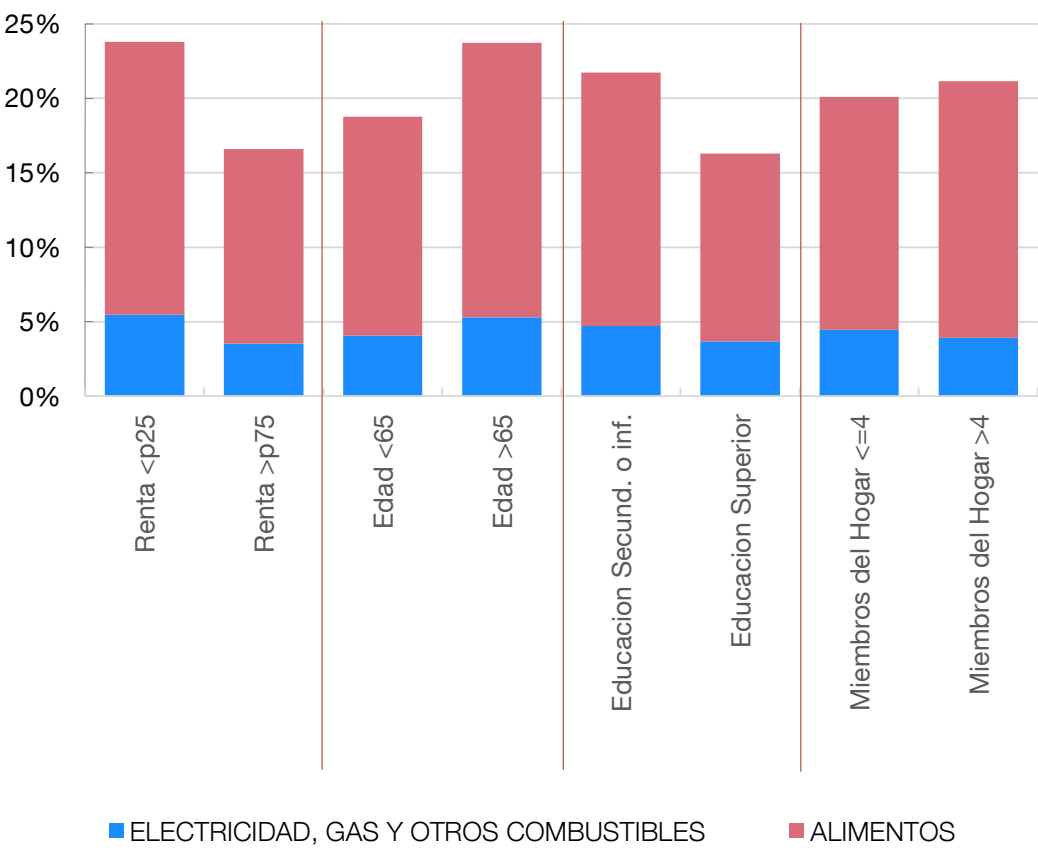


PRECIOS DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS

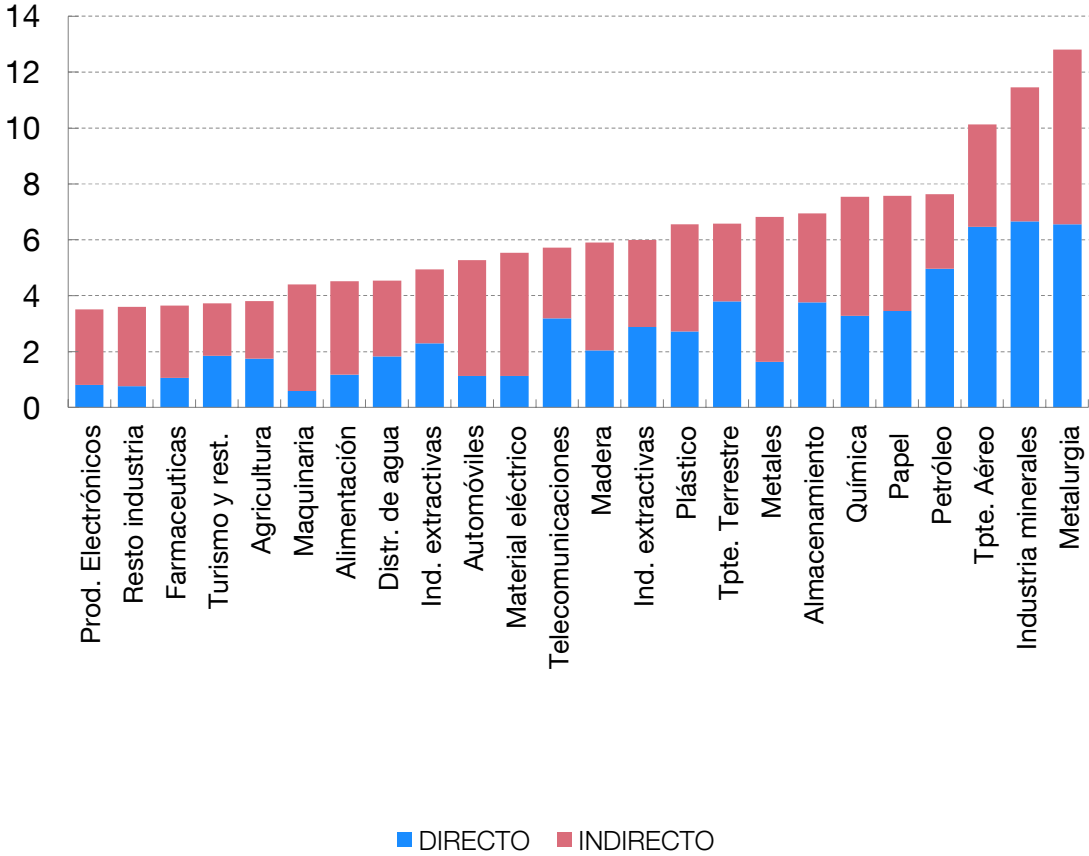


Fuente: Refinitiv. Última actualización: 25 de abril de 2022.

PROPORCIÓN DE GASTO EN ALIMENTOS Y ELECTRICIDAD, GAS Y OTROS COMBUSTIBLES



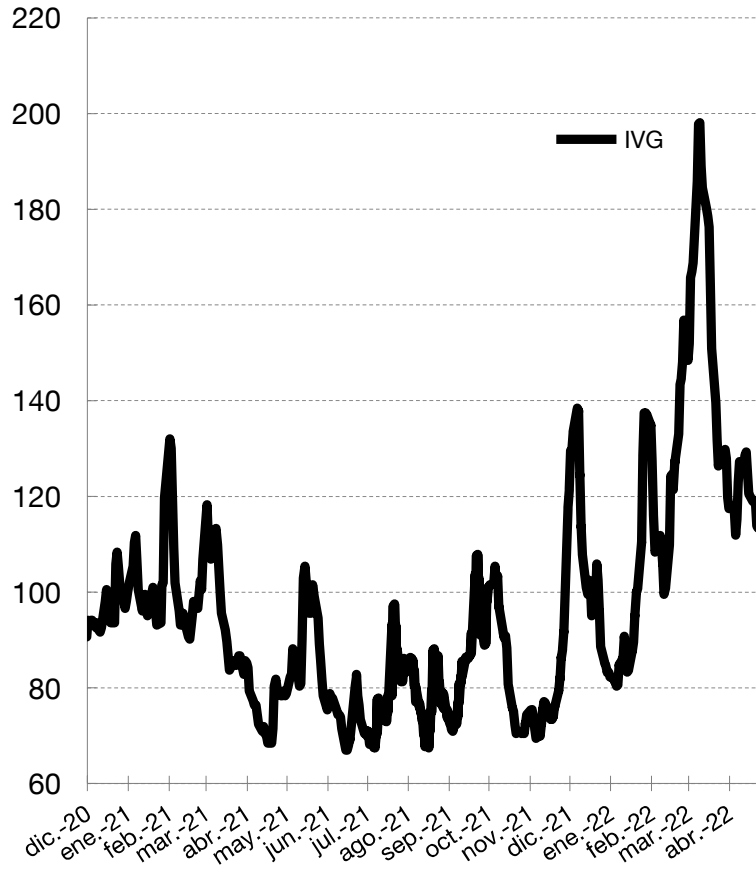
CONSUMO DE GAS Y ELECTRICIDAD (% DE LA PRODUCCIÓN)



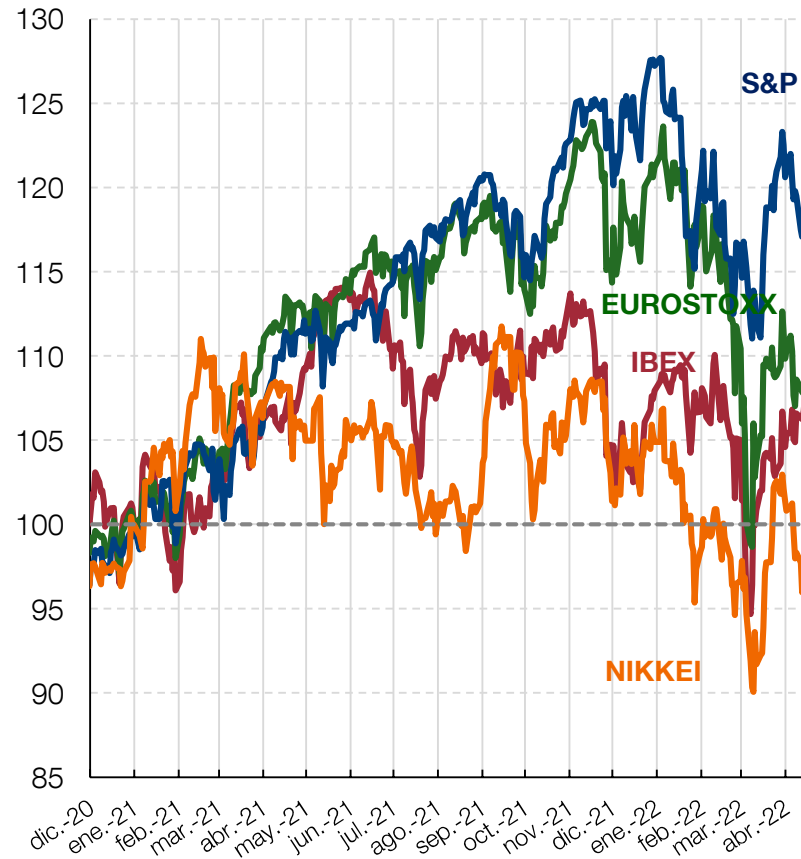
Fuentes: Banco de España y OCDE (Inter-Country Input-Output).

CANAL CONFIANZA/INCERTIDUMBRE: TRAS EL FUERTE IMPACTO NEGATIVO INICIAL DE LA GUERRA EN LOS MERCADOS, LA SITUACIÓN SE HA NORMALIZADO

INCERTIDUMBRE GLOBAL (BASE 100=31/12/2020)

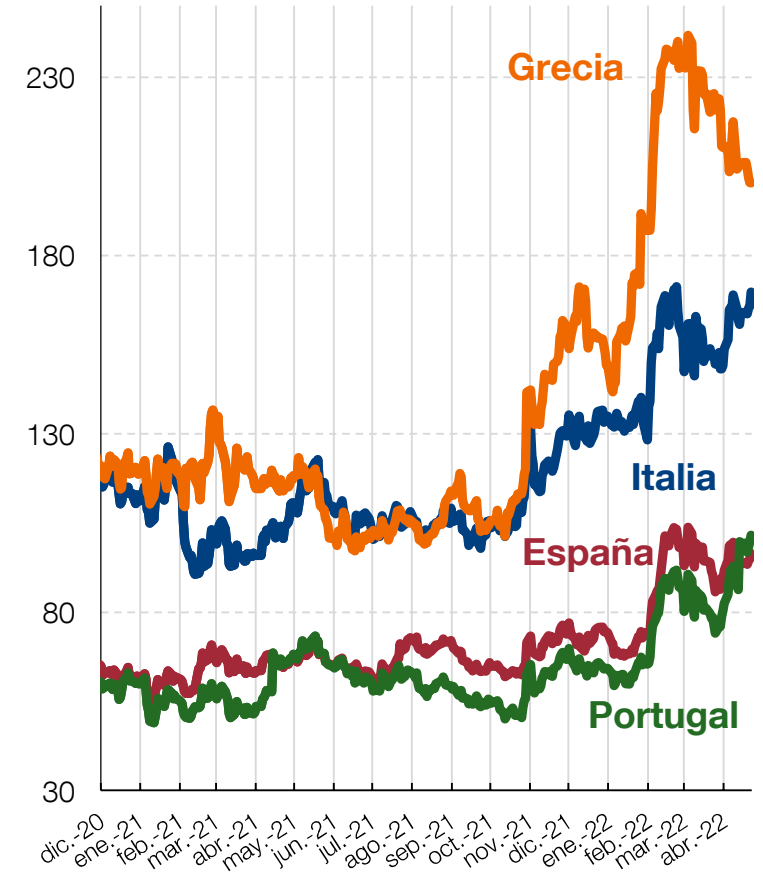


MERCADOS BURSÁTILES (BASE 100=31/12/2020)



DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA

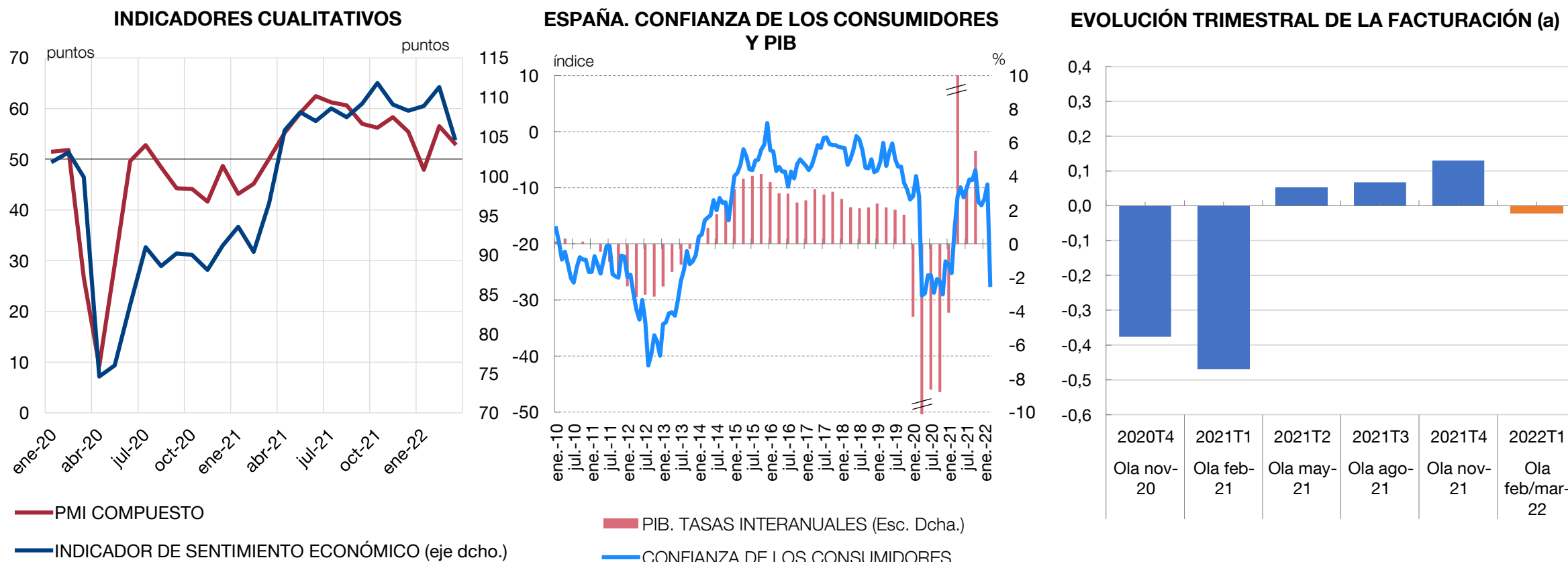
DEUDA A 10 AÑOS (PB)



Fuente: Bloomberg.

CANAL CONFIANZA/INCERTIDUMBRE: LAS REPERCUSIONES ECONÓMICAS DE LA GUERRA POR EL DETERIORO DE LA CONFIANZA PODRÍAN SER SIGNIFICATIVAS

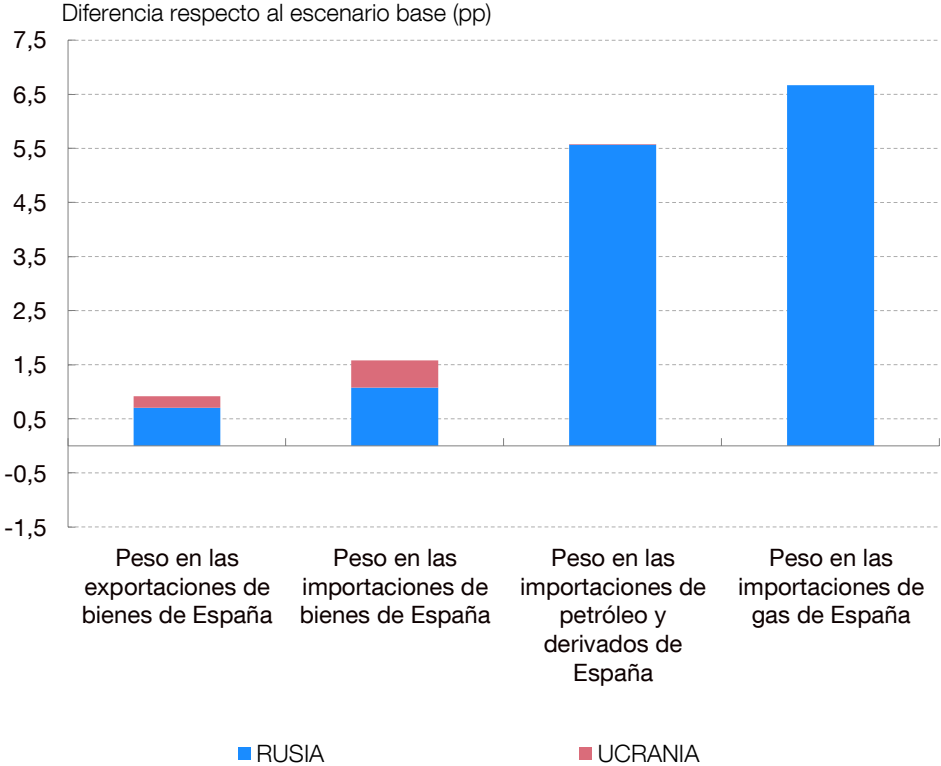
Los hogares y empresas experimentarán dificultades para anticipar los desarrollos económicos futuros, en particular sobre sus rentas, lo que pesará sobre sus decisiones de consumo e inversión.



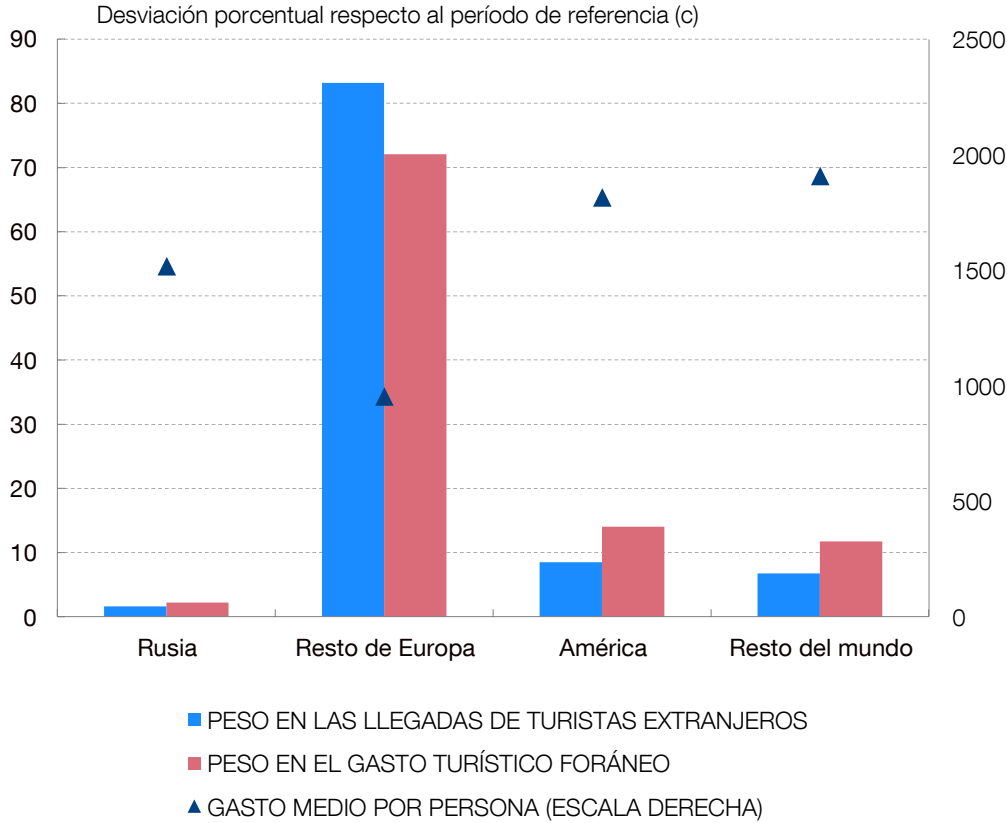
Fuentes: Comisión Europea, IHS Markit, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España (EBAE).

(a) Índice calculado como Descenso significativo = -2; Descenso leve = -1; Estabilidad = 0; Aumento leve = 1; Aumento significativo = 2.

EXPOSICIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE BIENES A RUSIA Y UCRANIA (Porcentajes sobre el comercio exterior de 2019)

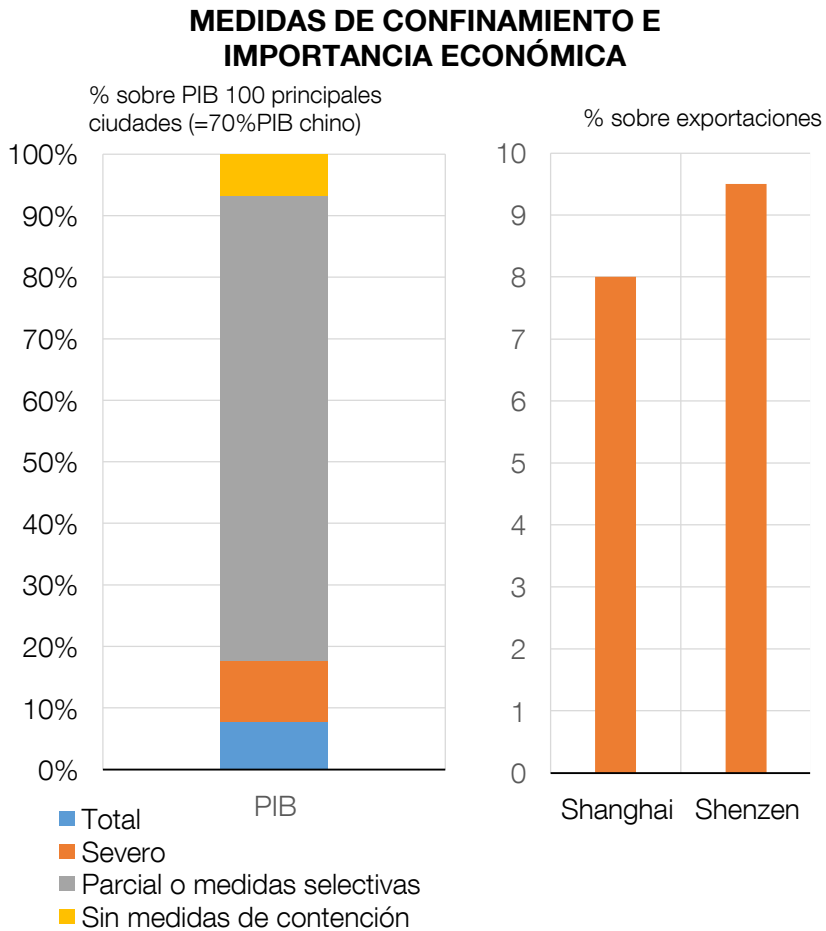
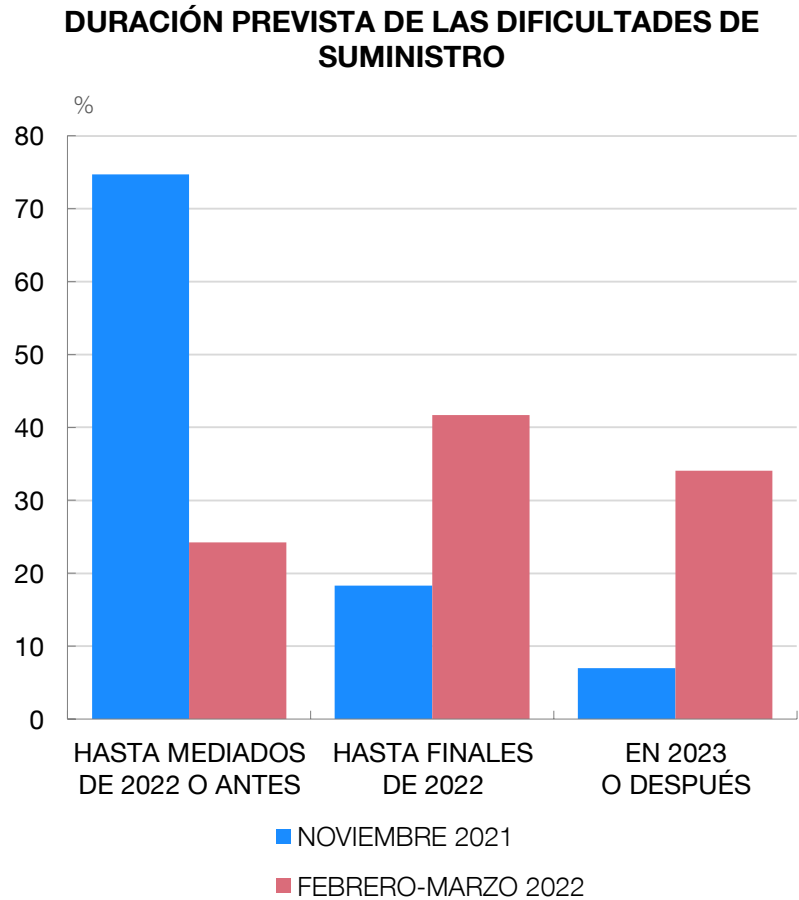
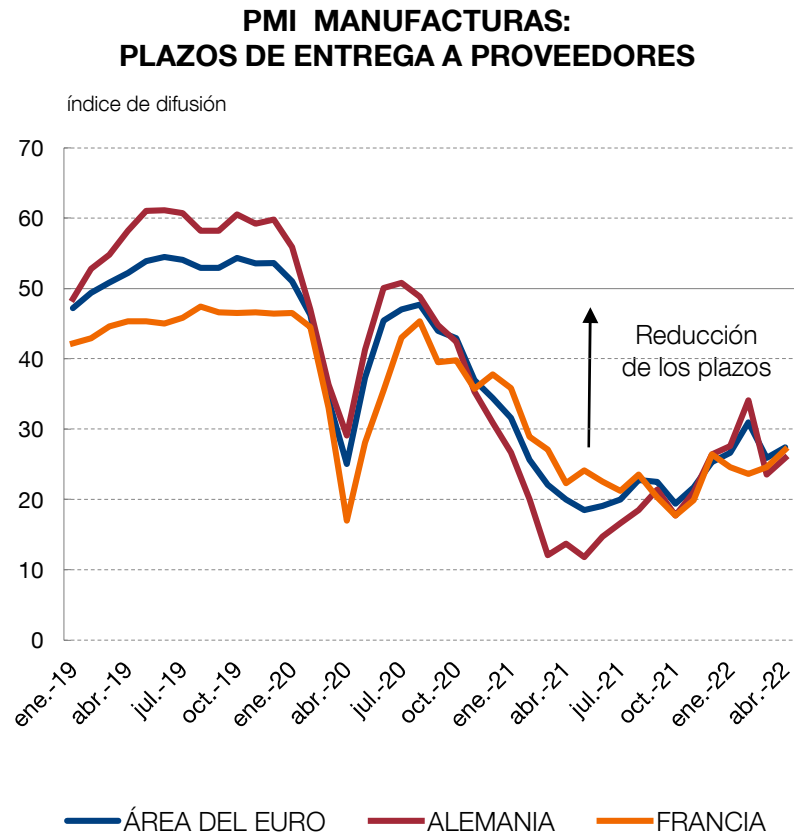


PESO DEL MERCADO EMISOR RUSO EN EL TURISMO FORÁNEO DE ESPAÑA (Año 2019)



Fuentes: Departamento de Aduanas e Instituto Nacional de Estadística.

CANAL COMERCIAL: PERO LOS EFECTOS INDIRECTOS PUEDEN SER RELEVANTES: LOS CUELLOS DE BOTELLA HAN AUMENTADO RECIENTEMENTE, AFECTADOS TAMBIÉN POR EL REBROTE DE LA PANDEMIA EN CHINA

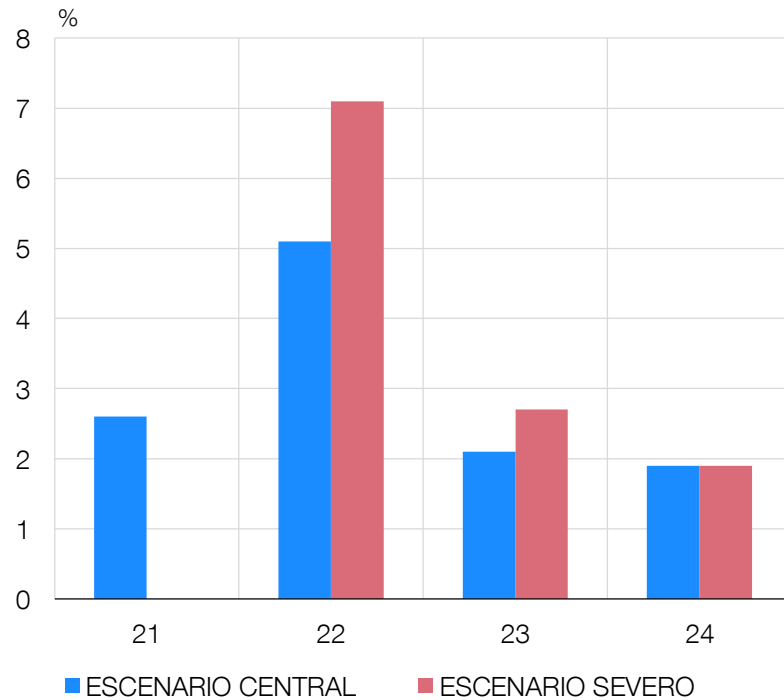


Fuentes: IHS Markit, Banco de España (EBAE) y John Hopkins University.

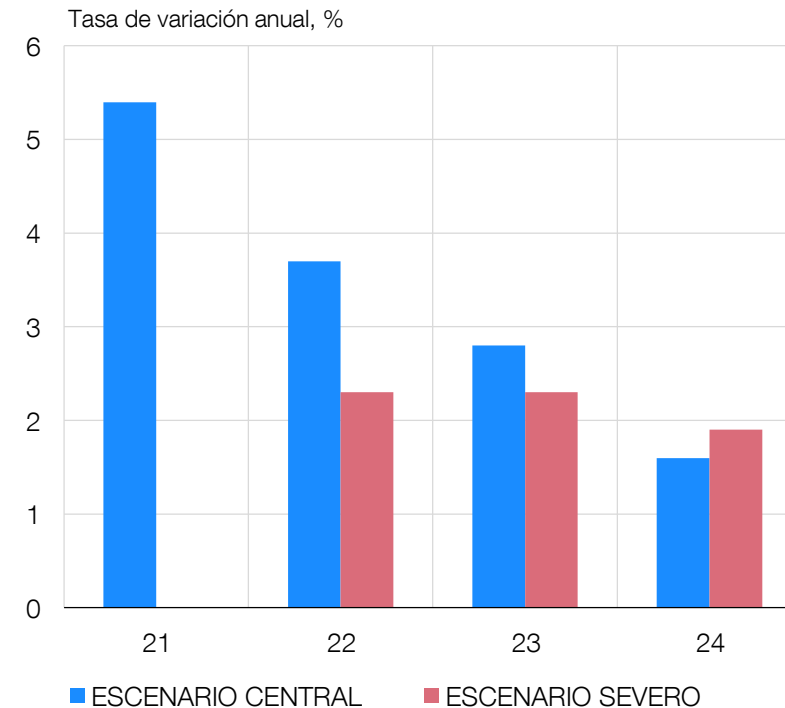
EN CONJUNTO LA GUERRA SUPONE UNA NUEVA PERTURBACIÓN, QUE CABE ANTICIPAR DE ELEVADA TRASCENDENCIA, CON CONSECUENCIAS ADVERSAS EN TÉRMINOS DE UN PEOR DESEMPEÑO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y UN AUMENTO DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS

En cuanto a la magnitud del impacto, para el área del euro el BCE contempla tres escenarios : **el crecimiento del PIB** en el área del euro en 2022 **se reduciría**, con respecto a las previsiones realizadas en diciembre, **entre 0,5 pp (hasta el 3,7%) y 1,9 pp (hasta el 2,3%)**. Por su parte, **la inflación media en 2022 se incrementaría**, de nuevo en relación con las previsiones de diciembre, **entre 1,9 pp (hasta el 5,1%) y 3,9 (hasta el 7,1%)**.

INFLACIÓN GENERAL DE LA UEM



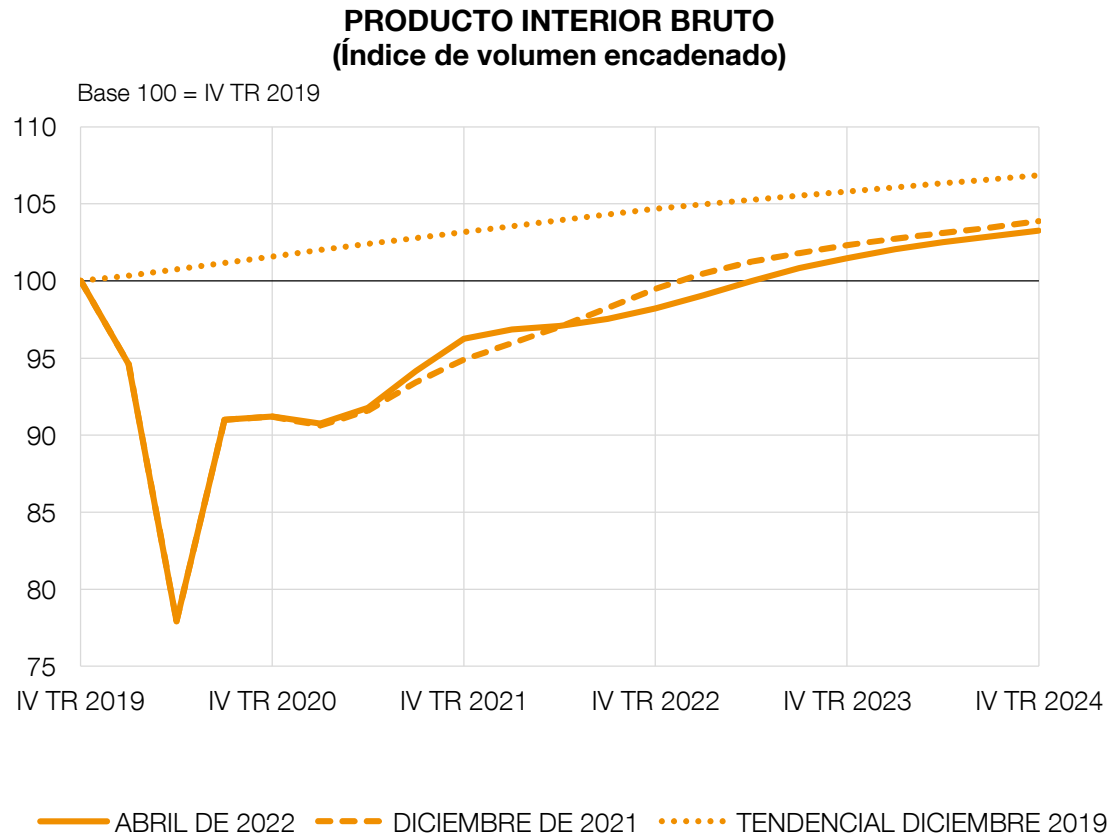
PIB REAL DE LA UEM



Fuente: Banco Central Europeo (proyecciones de marzo de 2022).

			PROYECCIONES DE ABRIL DE 2022 (a)			DIFERENCIAS CON LAS PROYECCIONES DE DICIEMBRE		
Tasa de variación anual (%), salvo indicación en contrario	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB	-10,8	5,1	4,5	2,9	2,5	-0,9	-1,0	0,7
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	3,0	7,5	2,0	1,6	3,8	0,8	0,0
IAPC sin energía ni alimentos	0,5	0,6	2,8	1,8	1,7	1,0	0,4	0,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	14,8	13,5	13,2	12,8	-0,7	0,3	0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-10,3	-6,9	-5,0	-5,2	-4,7	-0,2	-1,2	-1,4
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,0	118,4	112,6	112,8	113,5	-3,1	-0,9	0,0

Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



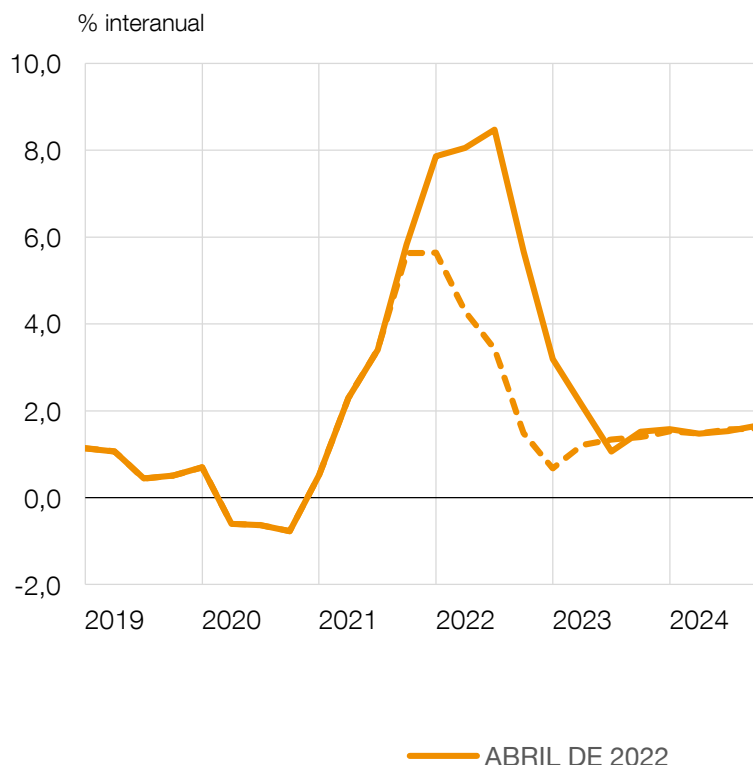
Tras un segundo semestre de 2021 más dinámico de lo previsto anteriormente, el conflicto bélico en Ucrania tendría su mayor incidencia negativa sobre la actividad en el segundo trimestre

El conflicto no resulta en un deterioro apreciable del potencial de crecimiento: al final del horizonte de proyecciones la economía crece a tasas similares a las previstas en diciembre

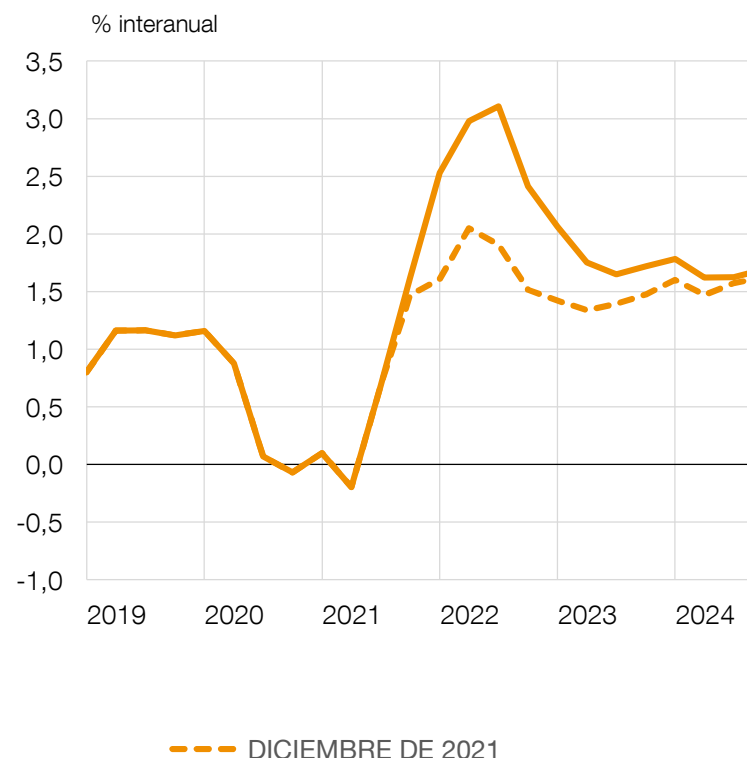
Se retrasa, hasta el tercer trimestre de 2023, el momento en el que la economía española recupera su nivel de PIB pre-pandemia

LA INFLACIÓN SE REvisa FUERTEMENTE AL ALZA EN 2022, SI BIEN SE PREVÉ UNA MODERACIÓN GRADUAL EN EL MEDIO PLAZO

IAPC GENERAL



IAPC SIN ALIMENTOS NI ENERGÍA



Fuerte revisión al alza de las previsiones de inflación general para 2022 debido, principalmente, al mayor crecimiento de los precios energéticos

La inflación subyacente también se revisa al alza, muy influida por la traslación parcial a los precios de consumo del encarecimiento de los insumos

No se contemplan efectos de segunda vuelta significativos sobre precios y salarios, por lo que se espera que la inflación retorne a niveles más moderados a partir de 2023

Duración e intensidad del conflicto bélico en Ucrania y persistencia de las posibles secuelas geopolíticas

Efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación

Ejecución e impacto sobre la economía de los fondos europeos NGEU

Precios de la energía

Consumo de los hogares y recurso a la bolsa de ahorro

Evolución de la pandemia

Cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministros

Impacto de la normalización de la política monetaria a escala global en los mercados financieros y en las condiciones de financiación

Posibles medidas de política fiscal y energética en España y la UE

ÍNDICE

1. La situación económica actual
2. Las respuestas de política económica
3. Conclusiones

Aumentar la autonomía estratégica y aliviar el impacto de la crisis

- A corto plazo, la acción debe destinarse a **respaldar a las empresas y colectivos de población más vulnerables** (relajar transitoriamente el marco de ayudas de estado al sector empresarial, establecer algunos límites temporales a los precios minoristas de la electricidad, aumentar el almacenamiento).
- Con una perspectiva de medio plazo, **es necesario aumentar la autonomía estratégica europea, en particular en energía y defensa**. En materia energética, a través de una mayor diversificación de suministradores e impulsando una reducción más rápida de la dependencia de los combustibles fósiles.

Mutualizar el coste

- Como en el caso de la pandemia, el conflicto bélico supone una perturbación muy negativa de carácter exógeno y común al conjunto de economías europeas, pero con potenciales efectos asimétricos entre países, sectores y empresas, dado que los niveles de exposición y dependencia a la economía rusa y ucraniana son muy distintos, y la posición de partida de los países es también diferente.
- **La acción conjunta europea vuelve a ser la vía más eficaz, a través de la mutualización de recursos presupuestarios**, para facilitar la financiación del gasto público que ha surgido como consecuencia de la invasión.
- **Debe evitarse con ello que la guerra sea una fuente de fragmentación financiera en Europa.**

Acelerar la integración europea

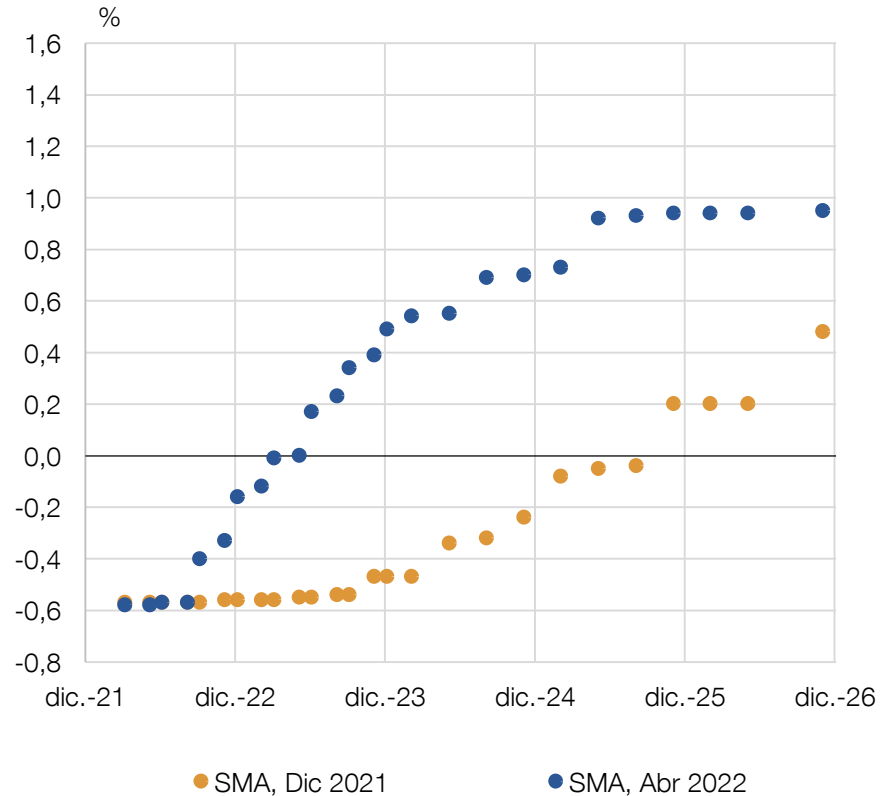
- Constitución de una **capacidad fiscal común y permanente** en el área del euro.
- Creación de un **activo seguro europeo** (un avance en este sentido, son las emisiones de bonos paneuropeos para financiar el NGEU) y **mayor grado de integración de los mercados de capitales** del área del euro.
- **Complejidad de la Unión Bancaria:** constitución de un mecanismo europeo de garantía de depósitos y establecimiento de un marco común para la resolución de crisis sistémicas.

CONTEXTO INFLACIONARIO	La inflación ha aumentado significativamente, debido principalmente al encarecimiento de los costes de la energía. Las presiones inflacionistas se han intensificado en muchos sectores
PONDERACIÓN DE RIESGOS EN LA TOMA DE DECISIONES	<p>Las decisiones del Consejo de Gobierno (CG) ponderan los riesgos que surgen para lograr el objetivo de estabilidad de precios:</p> <ul style="list-style-type: none">• Por un lado, el efecto inflacionista a corto plazo de la guerra, derivado de las disrupciones de comercio y del notable encarecimiento de los costes de la energía, aumenta la probabilidad de efectos de segunda ronda.• Por otro lado, el efecto negativo del conflicto y la incertidumbre asociada sobre el crecimiento económico en el área del euro, podrían reducir las presiones inflacionistas en el medio plazo.• En conjunto, los riesgos al alza para las perspectivas de inflación se han intensificado, especialmente a corto plazo.• Aunque distintos indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de encuestas a expertos se sitúan en torno al 2%, existen indicios preliminares de revisiones de esos indicadores por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento.

DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA

APP	Los últimos datos disponibles refuerzan la expectativa del CG de que las compras netas bajo el APP deberían concluir en 3T22. Las reinversiones se mantendrán durante un período prolongado tras la fecha en la que se comiencen a subir los tipos de interés.
PEPP	El 31 marzo finalizaron las compras netas bajo el marco del PEPP. Reinversiones al menos hasta el final de 2024. En caso de que se produzca fragmentación en los mercados podrán ajustarse en cualquier momento de manera flexible en el tiempo, entre clases de activos y entre jurisdicciones.
TIPOS DE INTERÉS	Cualquier ajuste de los tipos de interés oficiales del BCE tendrá lugar transcurrido algún tiempo desde el final de las compras netas en el marco del APP y será gradual.
Estamos preparados para ajustar todos nuestros instrumentos de acuerdo con nuestro mandato, y actuar con flexibilidad si fuera necesario, para asegurar que la inflación se estabilice en nuestro objetivo del 2 % a medio plazo.	

UEM: EXPECTATIVAS DEL €STR



Fuentes: Survey of Monetary Analysts (SMA) del Banco Central Europeo (BCE).

TIPO DE INTERÉS OIS UEM A 10 AÑOS



Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 22/04/2022.

Política fiscal nacional

- Respuestas **granulares y focalizadas** en los hogares, empresas y sectores más vulnerables.
- Las medidas deben ser **temporales y selectivas**, dado el notable aumento de los desequilibrios presupuestarios durante la pandemia y el actual contexto de elevada inflación, evitando un impulso fiscal generalizado.
- Los instrumentos que se utilicen no deben distorsionar las señales de precios, ya que dificultarían el necesario ajuste de la demanda.
- Debe acompañarse de un diseño temprano y, una vez que la recuperación esté asentada, de la implementación de un **programa de consolidación a medio plazo** que permita reducir gradualmente el elevado endeudamiento público.
- Aplicación de un **conjunto exhaustivo y ambicioso de reformas** que aborden nuestros problemas estructurales y eleven nuestro producto potencial, lo que permitirá reducir también nuestro endeudamiento público.
- **Aceleración de los proyectos y reformas del programa NGEU.**
- Como parte del pacto de rentas, es necesario **evitar el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto** que pudieran alimentar adicionalmente el actual proceso inflacionista.

Bonificación extraordinaria y temporal (entre el 1 de abril y el 30 de junio de 2022) en el precio de venta al público de los carburantes

Reducción de los cargos del sistema eléctrico en un 36% respecto a marzo hasta el 31 de diciembre de 2022 (un 55% respecto a agosto de 2021)

Prórroga hasta el 30 de junio de 2022 de la suspensión del IVPEE y de tipos reducidos en el IVA de la factura eléctrica (10%) y del IEE (0,5%)

Prórroga de las limitaciones en las revisiones del precio de la tarifa de último recurso de gas natural de abril y julio de 2022 (máximo incremento del 5% para el consumidor minorista)

Límite máximo de la revisión de los contratos de alquiler en el 2% del 1 de abril al 30 de junio

Pacto de rentas entre trabajadores y empresas

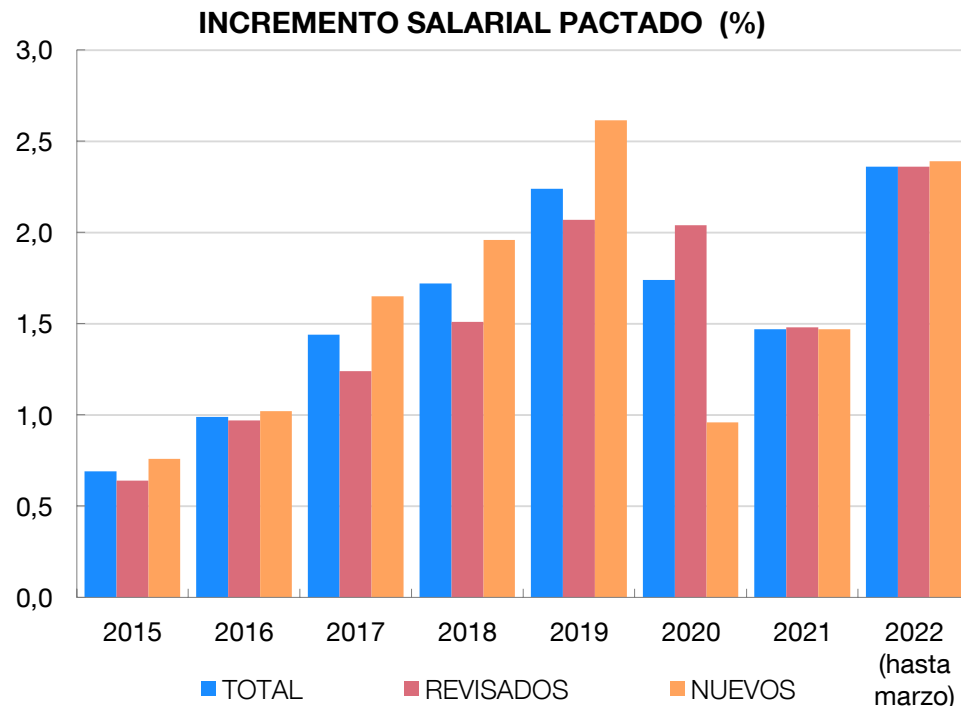
- La **pérdida de rentas** de la economía que supone el aumento de costes energéticos, agravado a raíz de la invasión de Ucrania, **debe ser repartida entre trabajadores** (caída de su poder adquisitivo) **y empresas** (disminución de sus márgenes), que evite una espiral inflacionista.
- **Evitar la adopción de medidas generales o excesivamente rígidas**, dada la heterogeneidad de sectores, empresas y trabajadores, permitiendo que el ajuste no recaiga en los colectivos más vulnerables.
- **No recurrir a fórmulas de indiciación automática** de los salarios a la inflación pasada o a cláusulas de salvaguarda, cuya aplicación elevaría los efectos de segunda ronda (espiral inflación-crecimiento salarial).
- **Compromisos plurianuales** en los **aumentos salariales** (e.g. a la inflación subyacente), complementados, en su caso, con compromisos en la **protección del empleo**, que aporten certidumbre a los agentes en sus decisiones de consumo e inversión.
- **Compromisos de moderación de los márgenes empresariales**, para asegurar la competitividad de las empresas españolas y que el crecimiento económico se resienta lo menos posible.

LOS COSTES DE LAS PRESIONES ALCISTAS DE PRECIOS SE ESTÁN REPARTIENDO ENTRE TRABAJADORES Y EMPRESAS

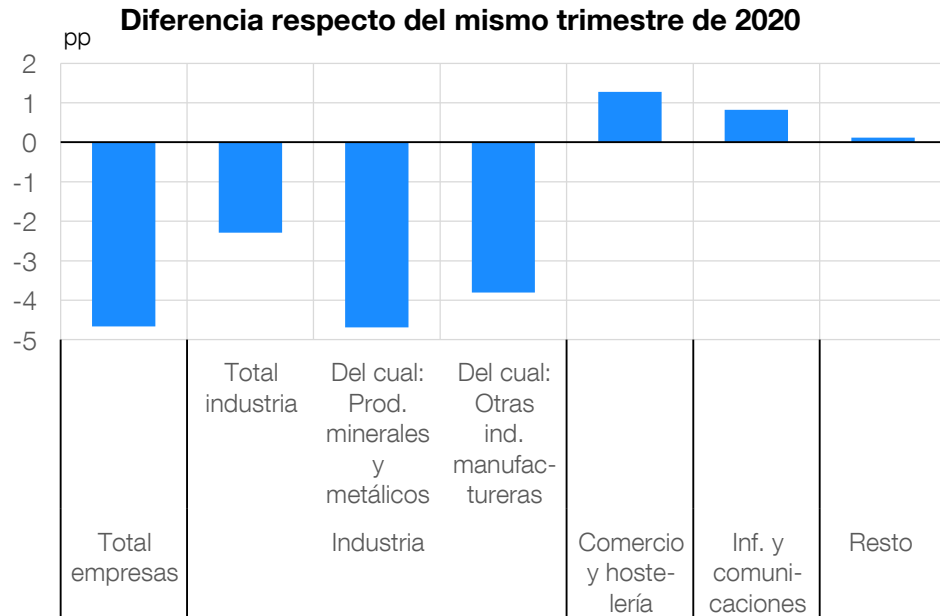
Por el lado de los trabajadores, en marzo, el incremento salarial pactado para 2022 se incrementó hasta el 2,4% –desde el 1,5% de 2021–, porcentaje claramente inferior a las tasas de inflación observadas en los últimos meses y a las esperadas para 2022.

Las empresas no han venido trasladando de forma plena a los precios de sus productos el aumento de sus costes:

- Según una **Encuesta del BE (EBAE)**, en el último trimestre de 2021, tres cuartas partes de las empresas experimentaron un aumento en sus costes, mientras que solamente el 30 % de ellas aumentaron el precio de venta de sus productos.
- Según la **Central de Balances Trimestral**, el aumento de los costes energéticos habría frenado la recuperación de los excedentes en las ramas más intensivas en el consumo de energía.



EVOLUCIÓN DEL MARGEN COMERCIAL EMPRESARIAL EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021

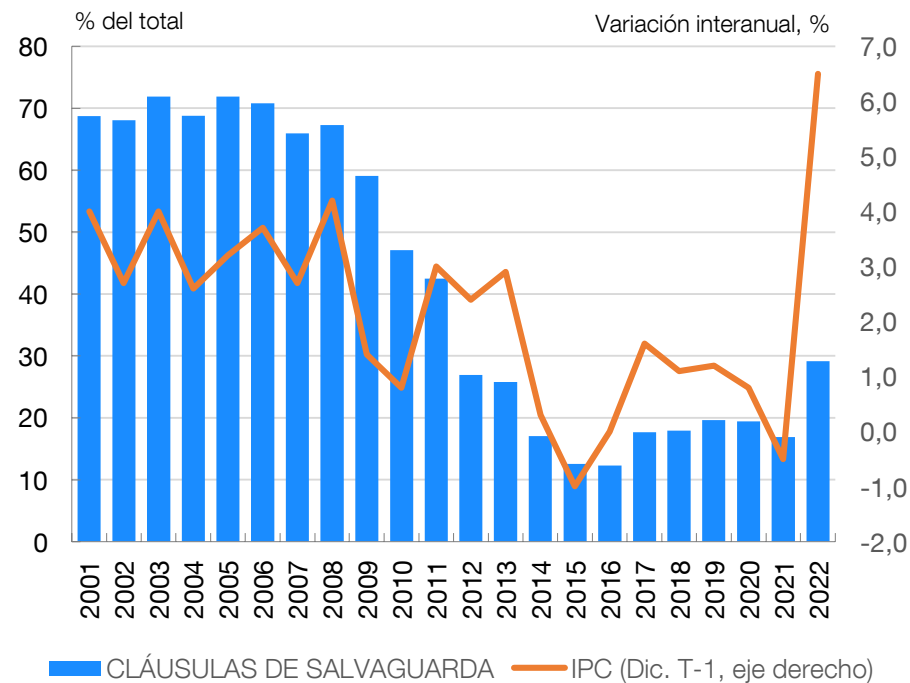


Fuentes: Banco de España y Ministerio de Trabajo y Economía Social. En el gráfico derecho, el margen comercial se define como el cociente entre el VAB y la producción.

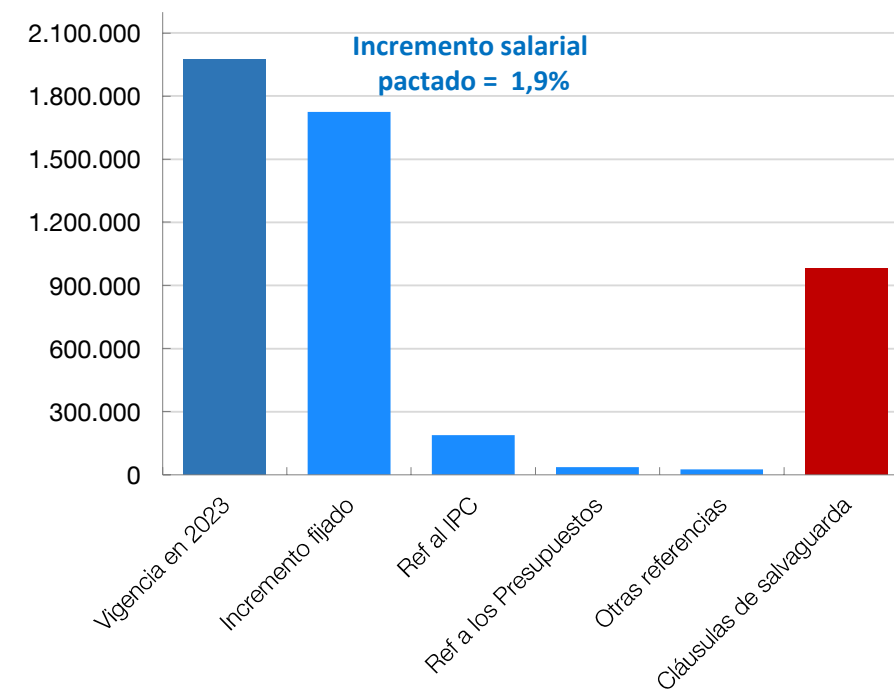
En los convenios registrados hasta marzo de 2022 se observa un repunte en el porcentaje de trabajadores con cláusula de salvaguarda (29,1% frente al 16,9% en 2021).

Para 2023, el **incremento salarial pactado** estaría en línea con el acordado para 2022, si bien para el 10% de los trabajadores afectados dicho aumento está referenciado a la evolución de la inflación y la mitad de los trabajadores afectados tienen incorporados en sus convenios cláusulas de salvaguarda.

INCIDENCIA DE LAS CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA CONTRA LA INFLACIÓN



TRABAJADORES AFECTADOS POR CONVENIOS COLECTIVOS PARA 2023



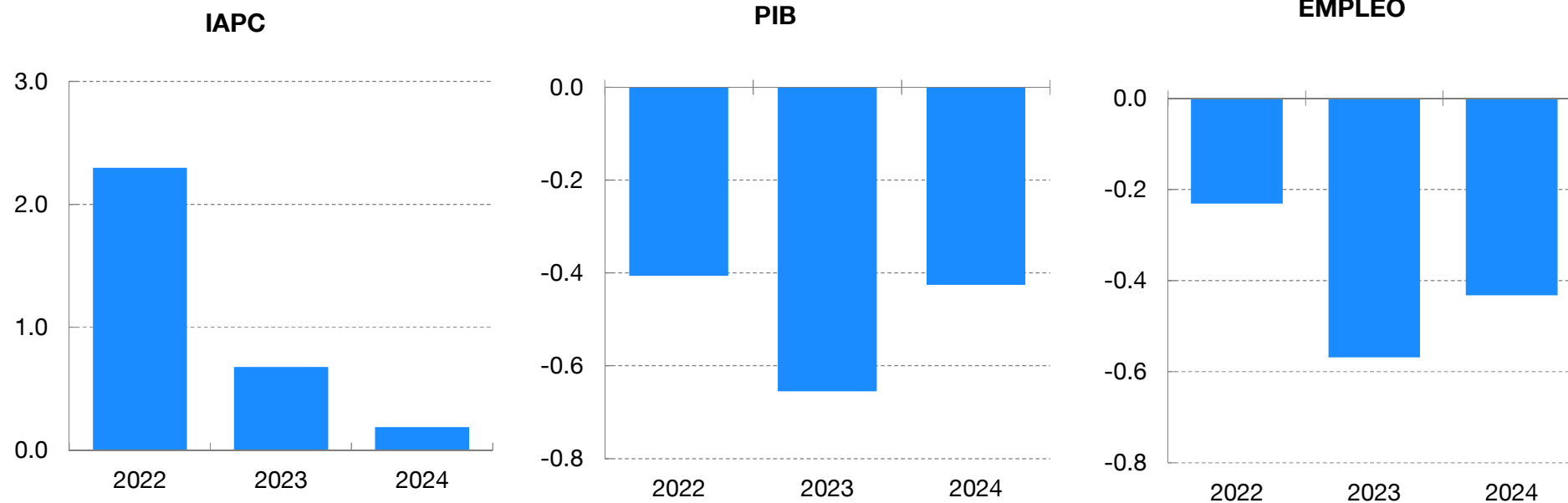
Fuente: Ministerio de Trabajo y Economía Social. Última observación: marzo de 2022.

LAS REPERCUSIONES POTENCIALES ADVERSAS DE LOS EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA SOBRE LA INFLACIÓN, LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO SON APRECIABLES, COMO SE ILUSTRAN EN ESTE EJERCICIO DE SENSIBILIDAD

A diferencia de lo observado, 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, provocando **efectos de segunda vuelta** sobre precios y salarios.

El **impacto negativo acumulado** sobre la actividad y el empleo, en diferencias respecto a las proyecciones actuales, podría ser de aproximadamente 1,5 pp en 2024.

DIFERENCIAS RESPECTO AL ESCENARIO BASE (EN PP)



Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

ÍNDICE

1. La situación económica actual
2. Las respuestas de política económica
3. Conclusiones

La guerra en Ucrania supone una notable perturbación negativa cuando la economía española aún no había completado su recuperación de la crisis sanitaria

- Fuerte repunte del **precio de las materias primas**
- Impacto negativo sobre la **confianza de los agentes** y las dinámicas financieras
- Deterioro de los **flujos comerciales**

Las **políticas** económicas europeas y las fiscales nacionales deberán responder de manera **decidida y flexible**

- Apoyo focalizado a hogares, empresas y a los sectores afectados más vulnerables
- Mejora de la incertidumbre

El fuerte repunte de los **precios de la energía y de otras materias primas** es un riesgo para la estabilidad de precios a medio plazo

- Evitar que estas tensiones inflacionistas se trasladen al medio plazo, a través de los efectos de segunda vuelta
- Acordar un pacto de rentas, que requerirá sacrificios a corto plazo
- Normalización progresiva y gradual de la política monetaria, que mantenga ancladas las expectativas de inflación en el 2%

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

