

**26.04.2022**

**Un pacto de rentas en España: por qué y para qué**

50º Aniversario de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales –  
Universidad de Sevilla

Pablo Hernández de Cos  
Gobernador

---

Buenos días:

Agradezco la ocasión que me brindan de compartir con ustedes algunas reflexiones sobre el contexto económico actual, que, tras algo más de dos años del inicio de la pandemia, está marcado trágicamente por la invasión de Ucrania. Las repercusiones de esta guerra son difíciles de predecir, pero se anticipan de naturaleza global y de gran profundidad, tanto en el orden geopolítico como en el ámbito económico. A corto plazo, sus efectos adversos sobre la actividad y la inflación discurrirán a través de diversos canales, cuyo impacto será más acusado en Europa, dada su mayor interrelación con los países en guerra.

En mi intervención describiré, en primer término, los principales rasgos de la situación económica actual, condicionada por esas consecuencias de la guerra. Posteriormente, analizaré las líneas maestras que debería incorporar la respuesta de las políticas económicas ante los retos que plantean la guerra de Ucrania y sus repercusiones. Entre estos me gustaría destacar la necesidad de alcanzar un gran pacto de rentas para los próximos años en España, cuyo potencial contenido detallaré con posterioridad. La descripción inicial de la situación actual y perspectivas de la economía española, en particular en el terreno de la inflación, sirven de base para justificar esa necesidad.

## **La situación económica actual**

Antes de la guerra, **la economía mundial se encontraba en una senda de recuperación gradual, tras la fase más aguda de la pandemia**, aunque su dinamismo ya se había visto ralentizado a partir de la segunda mitad de 2021 por los cuellos de botella globales y el aumento de las presiones inflacionistas.

La senda gradual de recuperación de la actividad previa a la agresión de Rusia a Ucrania presentaba, en todo caso, una elevada heterogeneidad por áreas geográficas y ramas de actividad. Así, mientras que algunas economías ya habían alcanzado, e incluso rebasado, los niveles de actividad previos a la crisis sanitaria, en otras la recuperación todavía era incompleta, como en el caso de España, a pesar del elevado porcentaje de población vacunada, que se encuentra entre los más altos del mundo. En nuestro país, a finales de 2021 todavía persistía una brecha negativa del producto con respecto a los niveles prepandemia de 3,8 puntos porcentuales (pp), mientras que en el conjunto del área del euro esa brecha ya se había cerrado. Un factor que explica los diferentes progresos en la senda de recuperación es la composición sectorial de la actividad. En concreto, y tal como ocurre en España, la recuperación tiende a estar más retrasada en aquellos países en los que los servicios muy dependientes de la interacción personal, como los ligados al turismo, tienen un peso elevado en la economía.

Los desarrollos económicos en España, como en las restantes áreas geográficas, han estado condicionados por las sorpresas alcistas de la inflación desde la segunda mitad de 2021, impulsadas especialmente por la energía y los alimentos, aunque también ha tenido lugar ya un cierto repunte de la inflación subyacente. Entre diciembre de 2020 y marzo de 2022, el aumento interanual de los precios de consumo pasó del -0,6 % al 9,8 %.

La persistencia y la intensidad de las presiones inflacionistas reflejan la confluencia de diversos factores de demanda y de oferta. Entre los primeros, destacan la recuperación, relativamente fuerte, de la actividad tras el desplome de 2020 y los cambios producidos en

los patrones de consumo como consecuencia de la pandemia y de las medidas para contenerla. Entre los factores de oferta, sobresalen el encarecimiento de la energía, con fuertes tensiones en el mercado del gas, y las alteraciones en las cadenas globales de suministros. Este contexto de elevada inflación a escala global se ha reflejado también en expectativas de normalización de las políticas monetarias y, en consecuencia, en un endurecimiento moderado de las condiciones de financiación del sector privado.

**Al igual que ocurre a escala global, las repercusiones de la guerra sobre la economía española son muy inciertas.** La exposición directa de nuestro país a los países en conflicto es reducida. Pero la agresión a Ucrania ha alterado el entorno económico y representa, en un momento en el que la recuperación tras la pandemia está incompleta, una nueva perturbación, que cabe anticipar que comportará consecuencias adversas en los próximos trimestres sobre la actividad económica y las presiones inflacionistas **a través de diversos canales.**

De todos ellos, probablemente **el canal más importante sea el que discurre a través de los mercados de materias primas**, tanto energéticas como no energéticas, y, dentro de estas últimas, tanto alimenticias como metálicas, de las que Rusia y Ucrania son productores y exportadores relevantes a escala mundial. La exposición directa de España a estas importaciones es relativamente reducida; por ejemplo, solo el 6 % de las compras totales de productos energéticos al resto del mundo procedieron de Rusia en 2019. Ese porcentaje es bastante mayor en países como Alemania e Italia (17 % y 22 %, respectivamente).

No obstante, la guerra está afectando, en un contexto de elevada volatilidad, al coste de esos bienes en los mercados globales independientemente de su origen. En particular, el encarecimiento de los bienes energéticos tiene efectos importantes sobre el coste de la cesta de consumo de los hogares y sobre el coste de la producción de las empresas. Además, no se puede descartar que la guerra acabe obstaculizando el propio suministro de algunos de estos bienes, lo que obviamente tendría un impacto elevado sobre los precios y sobre la actividad económica. Las autoridades europeas se han propuesto formalmente reducir la dependencia energética rusa con carácter estructural, pero este objetivo difícilmente puede alcanzarse a corto plazo.

En parte, el recrudecimiento de las presiones inflacionistas reflejado en el dato de marzo estaría acusando ya el aumento de precios de materias primas asociado a la guerra, aunque es, también en parte, el resultado de los efectos desfasados de la dinámica de aceleración de los costes intermedios en los meses precedentes sobre los precios de otros bienes y servicios, y de los problemas de desabastecimiento de algunos productos originados por la huelga del transporte de mercancías por carretera.

El impacto del aumento de costes energéticos es muy heterogéneo por grupos de agentes. Entre los hogares, afecta más a los de menores niveles de renta. Por ramas productivas, el impacto es, lógicamente, mayor en aquellas con más consumo energético.

Un segundo **canal**, también muy relevante, es el impacto de la guerra sobre **la confianza de hogares y de empresas**, dada la extraordinaria incertidumbre sobre la duración y el desarrollo del conflicto bélico, que, a su vez, introduce incertidumbre en torno a la evolución de las rentas de estos agentes, lo que hace que tiendan a posponer sus decisiones de consumo e inversión.

Un indicio de la magnitud de estos efectos es el fuerte retroceso del indicador de confianza de los consumidores en marzo (el mayor descenso de la serie histórica, que comienza en julio de 1986). Esta caída sugiere que el aumento de la incertidumbre habría podido comenzar a condicionar negativamente las decisiones de gasto de los hogares. A su vez, los resultados de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) sugieren que la guerra habría comenzado a deteriorar las expectativas de las sociedades no financieras sobre su facturación y también sobre la duración de los problemas en las cadenas de aprovisionamiento global, que ahora se estima que será mayor.

En tercer lugar, la invasión de Ucrania repercutirá sobre nuestra economía a través del **canal comercial**, cuyo impacto directo se presume moderado, ya que los flujos bilaterales con los países en guerra son relativamente reducidos. En 2019, último año antes de la pandemia, las exportaciones españolas de mercancías a Rusia y a Ucrania representaban tan solo un 1,6 % y un 0,3 % del total, respectivamente. Por su parte, el turismo ruso supuso ese año el 2,2 % del gasto total efectuado por los turistas extranjeros.

No obstante, los efectos indirectos sobre los flujos comerciales españoles pueden ser significativos. La guerra afectará particularmente a los países del centro y del este de Europa, más expuestos a Ucrania y a Rusia, y, por tanto, al crecimiento de los mercados de exportación españoles. Además, la invasión está teniendo un impacto negativo sobre las cadenas de suministro globales de algunos procesos productivos, con indicios de un reforzamiento de los cuellos de botella, tras la mejoría parcial experimentada en el último trimestre de 2021, aunque a ello habrían contribuido también los confinamientos llevados a cabo en China para frenar la pandemia. En todo caso, los indicadores más recientes de pedidos de exportación apuntan a una ralentización de los flujos comerciales.

A nadie se le escapa que, en un contexto de tanta incertidumbre, la elaboración de proyecciones macroeconómicas se complica aún más. **Las últimas previsiones del Banco de España<sup>1</sup>, publicadas el 5 de abril, corroboran que la dinámica de recuperación paulatina de la actividad se ha visto alterada por la invasión de Ucrania**, que ha provocado una **revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB y al alza de la inflación con respecto al anterior ejercicio de previsión**, de diciembre de 2021.

Estas previsiones se han realizado contando con la información, todavía de carácter parcial, correspondiente al primer trimestre del presente año. De acuerdo con los datos disponibles, la recuperación de la actividad había continuado en el período previo a la guerra, como apunta, por ejemplo, la información procedente de la afiliación a la Seguridad Social, incluso a pesar de los efectos de la expansión de la variante ómicron del virus, lo que probablemente guarda relación con los efectos beneficiosos de la elevada tasa de vacunación alcanzada sobre las consecuencias de la enfermedad. Pero esos mismos datos de afiliación a la Seguridad Social muestran ya una cierta desaceleración del crecimiento del empleo en marzo y las primeras semanas de abril, tras la invasión de Ucrania.

---

<sup>1</sup> Véase [“Proyecciones macroeconómicas para la economía española \(2022-2024\)”, recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 1/2022, Banco de España.](#)

La guerra ha conducido, a través de los canales descritos previamente, a una rebaja de la proyección del crecimiento del producto para 2022 de 0,9 pp, hasta el 4,5 %, y de 1 pp en 2023, hasta el 2,9 %.

En concreto, en el caso de la revisión de 2022, de acuerdo con las estimaciones realizadas en el Banco, el encarecimiento de las materias primas, el aumento de la incertidumbre y el menor crecimiento de los mercados mundiales llevarían a rebajas respectivas del crecimiento de 0,7 pp, 0,6 pp y 0,5 pp. Estos factores contrarrestarían con creces otros que operan en sentido contrario. Entre ellos destaca el hecho de que el PIB avanzara en el segundo semestre de 2021 con más intensidad que la anticipada en el ejercicio de previsión de diciembre, de acuerdo con las últimas cifras publicadas de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)<sup>2</sup>. Y en esta misma dirección opera el impulso proporcionado por las medidas incluidas en el Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania, aprobado el 29 de marzo por el Consejo de Ministros<sup>3</sup>, que mencionaré brevemente más adelante.

En todo caso, bajo el supuesto de que la duración del conflicto bélico sea limitada, la actividad seguirá viéndose apoyada por soportes como la previsible mejoría de la situación epidemiológica, el uso de los fondos NGEU y las condiciones de financiación todavía favorables (aunque algo más estrictas que en trimestres precedentes).

En cuanto a las **previsiones de la evolución de la inflación**, se espera, en línea con las sendas de los correspondientes mercados de futuros, que las presiones alcistas del componente energético alcancen su nivel máximo en el segundo trimestre del año, para desacelerarse posteriormente. Las proyecciones de la inflación descansan en el supuesto de una traslación relativamente moderada (aunque más intensa que en el ejercicio de previsión de diciembre) de los aumentos de los costes intermedios a los precios finales, en línea con la información de la EBAE, y de una magnitud reducida de los efectos de segunda vuelta, esto es, una escasa realimentación entre las presiones inflacionistas de precios y de salarios. Las presiones inflacionistas se verán amortiguadas parcialmente por las medidas contenidas en el Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania<sup>4</sup>. Además, estas previsiones no incluyen todavía las posibles modificaciones de los precios del mercado eléctrico que se están negociando actualmente en el seno de la Unión Europea.

En este escenario, la inflación sería del 7,5 % en 2022, para descender en 2023 hasta alrededor del 2 %, gracias, sobre todo, a la moderación del componente energético. La inflación subyacente no comenzaría a disminuir hasta finales de 2022, una vez que se corrijan las presiones al alza sobre los costes de las empresas asociadas a los precios energéticos y a los cuellos de botella, de forma que en el conjunto de 2022 repuntará, en

---

<sup>2</sup> Específicamente, los nuevos datos de la CNTR implican una revisión al alza de la tasa de crecimiento del PIB en 2022 de 0,8 pp.

<sup>3</sup> Las proyecciones no incorporan estimaciones de la propuesta remitida a la Comisión Europea por los Gobiernos de España y de Portugal para rebajar el impacto del encarecimiento del gas sobre los precios mayoristas de la electricidad, ya que se desconoce el modo en que esta medida se concretará finalmente. Las medidas incluidas en este plan tendrían un impacto positivo de 0,2 pp en la tasa media de crecimiento del PIB.

<sup>4</sup> Las medidas incorporadas en el Plan reducirían la tasa de inflación media en 2022 entre 0,5 pp y 0,8 pp.

promedio, hasta el 2,8 %, para moderarse paulatinamente en el resto del horizonte de proyección. En comparación con el ejercicio de diciembre, la previsión de la inflación para 2022 se revisa sustancialmente al alza, en 3,8 pp, debido, sobre todo, a las sorpresas recientes de su componente energético.

**El balance de riesgos de este ejercicio de previsión está orientado a la baja en el caso de la actividad económica y al alza en el de la inflación.** Todo ello en un contexto de extraordinaria incertidumbre como consecuencia de la guerra de Ucrania y de sus implicaciones geopolíticas. La actividad y la inflación serán, en particular, muy sensibles a los desarrollos en los mercados energéticos y de materias primas, y a la hipotética aparición de efectos de segunda vuelta entre precios y salarios y de la senda de consumo y de ahorro de los hogares. Más adelante, y a modo de ilustración, describiré con cierto detalle las repercusiones adversas sobre la economía española de la aparición de efectos de segunda vuelta, lo que subraya la necesidad de adoptar una respuesta de política económica que anticipa estos riesgos a través de un pacto de rentas.

### **La respuesta de las políticas económicas**

**La magnitud de los efectos de la guerra dependerá** también, en último término, **de la respuesta de las políticas económicas, que están llamadas a desempeñar un papel crucial.** Permítanme que haga algunas reflexiones relacionadas con esta cuestión.

#### **Políticas económicas europeas**

Al igual que la pandemia, **la invasión de Ucrania es una perturbación muy negativa, de carácter exógeno y común al conjunto de la Unión Europea (UE), aunque con efectos asimétricos entre países, sectores y empresas.**

Es esta una consideración muy relevante a la hora de iluminar el debate acerca del papel que deben desempeñar los distintos instrumentos de política económica. En mi opinión, dada esa condición de perturbación común, la respuesta óptima a esta **sería una acción a escala europea contundente** que permita, a corto plazo, paliar los efectos económicos, particularmente por lo que respecta a los agentes más vulnerables. Además, a medio plazo, esta crisis subraya la necesidad de aumentar la autonomía estratégica europea, en materia tanto energética como de defensa.

**En efecto, la acción conjunta europea vuelve a ser la vía más eficaz**, idealmente a través de la mutualización de recursos presupuestarios, para facilitar la financiación del aumento resultante del gasto público. Esta respuesta común debería evitar un deterioro persistente de las perspectivas económicas, eliminando, en paralelo, una nueva fuente potencial de fragmentación financiera en Europa.

La **Comisión Europea**, en el marco de la iniciativa denominada *RePowerEU*, ha propuesto un **plan para reducir en un 60 % la demanda de gas ruso a finales de 2022**. En este ámbito, España puede desempeñar un papel muy destacado, ya que concentra el 25 % de la capacidad regasificadora de la UE. El pleno aprovechamiento de esta capacidad requerirá, no obstante, una inversión en interconexiones entre países que permita superar los cuellos de botella existentes en la actualidad. Adicionalmente, en respuesta al aumento de los precios de la energía, el plan contempla el estudio de opciones para optimizar el diseño del mercado eléctrico a la luz de los cambios que se espera que se produzcan en el

*mix* de producción. También prevé la posibilidad de relajar temporalmente el marco de ayudas del Estado al sector empresarial y establecer algunos límites temporales a los precios minoristas de la electricidad.

Desde una perspectiva más general, la guerra subraya la **necesidad de acelerar la integración europea** para que la UE sea un actor relevante en la escena global, capaz de decidir sobre su futuro y de defender sus valores.

Un elemento clave de esa integración es la creación de una **capacidad fiscal común y permanente en el área del euro**, lo que facilitaría la respuesta de las políticas económicas ante perturbaciones graves. El diseño de esta capacidad fiscal común ha de partir, precisamente, de las lecciones que aprendimos del programa *Next Generation EU* (NGEU) y del Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE, por sus siglas en inglés), que se pusieron en marcha para hacer frente a la pandemia, y de las que aprendamos ahora de nuestra respuesta a la guerra.

Un segundo ámbito de integración económica es el **financiero**. Las emisiones de bonos paneuropeos destinados a financiar el NGEU, junto con las que eventualmente pudieran llegar a realizarse como parte de la respuesta a la invasión de Ucrania, son un paso importante en la creación de un activo seguro europeo. Además, un mayor grado de integración de los mercados de capitales del área del euro favorecería un aumento del grado de compartición de riesgos ante perturbaciones asimétricas.

Finalmente, un tercer elemento necesario de refuerzo de la arquitectura institucional de la eurozona viene dado por la **culminación de la unión bancaria**, con la constitución de un mecanismo europeo de garantía de depósitos y con el establecimiento de un marco común para la resolución de las crisis sistémicas.

### ***La política monetaria del Banco Central Europeo***

En cuanto a la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), **dado el contexto de altas presiones inflacionistas observadas recientemente, esta ha continuado con el proceso de normalización iniciado el pasado mes de diciembre**. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno ha querido hacer explícita su voluntad de **preservar distintas opciones abiertas y de mantener la gradualidad y la flexibilidad de sus decisiones en un futuro**. Ello se juzga necesario, en el actual contexto de incertidumbre, para poder reaccionar a los datos que vayamos observando para cumplir el mandato de estabilidad de precios encomendado al BCE y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera.

En efecto, **la guerra de Ucrania aumenta la dinámica alcista de la inflación a corto plazo**, sumándose a las presiones producidas por el aumento del precio de la energía, los cuellos de botella y la normalización de la demanda. La intensificación y la prolongación de estas presiones inflacionistas a corto plazo **aumentan la probabilidad de la aparición de efectos de segunda ronda** y, por tanto, de fortalecimiento de la dinámica de la inflación a medio plazo. Si bien, la guerra está generando un efecto negativo sobre el crecimiento económico, que potencialmente podría llegar a ser significativo, en particular a corto plazo, y en un contexto en el que el PIB del área del euro se encuentra todavía por debajo de su nivel potencial.

**En conjunto, los riesgos al alza para las perspectivas de inflación se han intensificado, especialmente a corto plazo.** Asimismo, 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.

Así, en la línea de normalización de la política monetaria, **el pasado 31 de marzo finalizaron las compras netas bajo el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP).** Las reinversiones del principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP continuarán, al menos, hasta el final de 2024 y, en caso de que se produzcan episodios de fragmentación en los mercados de deuda relacionados con la pandemia, las reinversiones podrían reajustarse de manera flexible.

Además, en la reunión del Consejo de Gobierno del pasado 14 de abril consideramos que **los últimos datos disponibles refuerzan la expectativa de que las compras netas bajo el marco del programa de compra de activos (APP) deberían concluir en el tercer trimestre de este año.**

**Por su parte, hemos señalizado que el aumento de los tipos de interés tendrá lugar transcurrido algún tiempo desde el final de las compras netas del APP y será gradual.**

**Finalmente, el Consejo de Gobierno del BCE ha señalado que 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.** La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en el diseño y en la realización de las compras de activos ha contribuido a contrarrestar las dificultades en la transmisión de la política monetaria y ha hecho que los esfuerzos del Consejo de Gobierno para lograr su objetivo sean más eficaces. En el marco del mandato del Consejo de Gobierno, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas para la transmisión de esa política pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios.

**En consonancia con la comunicación de este proceso de normalización de la política monetaria, desde diciembre se ha producido un adelanto en el calendario de las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales.**

**Las perspectivas de normalización de la orientación de la política monetaria se han reflejado asimismo en un repunte de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro.** Concretamente, la tasa OIS a diez años, que aproxima el tipo de interés libre de riesgo de la eurozona, se ha elevado en unos 170 pb desde el comienzo del año.

#### ***La política fiscal nacional***

**Las políticas económicas nacionales también han de desempeñar un papel importante en la coyuntura actual.**

**Pero el margen de actuación de la política fiscal está constreñido por las elevados niveles alcanzados de endeudamiento público y déficit público estructural .**

Por ese motivo, **es importante que la política fiscal nacional haga uso de su capacidad para actuar de forma muy granular y focalizada hacia hogares, empresas y sectores más vulnerables a esta combinación de perturbaciones, que en muchos casos todavía no se habían recuperado plenamente de los efectos adversos de la pandemia.** En particular, los agentes objeto de la actuación de la política fiscal han de ser los hogares de rentas más bajas, que son los que más sufren el impacto de la inflación, y las empresas más intensivas en energía.

Además, con el mismo objetivo de minimizar las repercusiones de las medidas de carácter fiscal sobre los desequilibrios presupuestarios, es importante que **estas sean temporales, para no aumentar más el déficit estructural, y que los instrumentos que se utilicen no distorsionen las señales de precios, ya que dificultarían el ajuste de la demanda.**

Asimismo, la necesidad de evitar una realimentación del actual proceso inflacionista es un argumento adicional para **eludir un impulso fiscal generalizado y un uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto.** Esta desindexación debe ser parte del pacto de rentas al que me voy a referir más adelante.

Con este trasfondo, deben ser valoradas las medidas adoptadas para mitigar las consecuencias económicas y sociales asociadas al conflicto bélico. Por su parte, el Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania aprobado por el Consejo de Ministros, el pasado 29 de marzo<sup>5</sup> incluye medidas que, según la estimación del Gobierno, tienen un coste directo de 6.000 millones de euros en 2022<sup>6</sup><sup>7</sup>.

Además, un elemento de la política fiscal en el que resultaría conveniente incidir de manera más decidida es la formulación de un compromiso creíble con la estabilidad presupuestaria a medio plazo. Ello contribuiría a limitar los riesgos de tensiones en los mercados financieros que un contexto de elevada incertidumbre como el actual podría alimentar. Este compromiso debería plasmarse en un **programa de consolidación fiscal gradual, con vistas a su puesta en marcha una vez que la recuperación sea sólida.** Un proceso de ajuste gradual minimiza la posibilidad de que se produzcan cambios bruscos en el tono de las políticas presupuestarias que puedan lastrar la recuperación en curso.

La reducción del elevado endeudamiento público se facilitaría también a través del aumento del producto potencial de la economía, lo que requiere la **aplicación de reformas que aborden las deficiencias estructurales de la economía. El uso de los fondos NGEU puede ser también particularmente útil para facilitar estas reformas y realizar las inversiones necesarias para apoyar estas transformaciones.**

---

<sup>5</sup> Véase [Real Decreto-ley 6/2022](#).

<sup>6</sup> A este importe hay que añadir un pasivo contingente de 10.000 millones de euros vinculado a la nueva línea de avales ICO aprobada como parte del paquete para cubrir las necesidades de liquidez empresarial debidas al aumento temporal del coste de la energía y de los combustibles.

<sup>7</sup> Las principales medidas con impacto presupuestario directo incluyen la bonificación por parte del Estado a todos los ciudadanos de 15 céntimos de euro por cada litro de combustible repostado —desde el 1 de abril hasta el 30 de junio—, la prórroga hasta esa misma fecha de las rebajas vigentes en la imposición de la energía, las medidas compensatorias y ayudas directas al sector del transporte e industrias electrointensivas —por valor de 1,4 mm de euros— y el plan de acogida a refugiados —con un presupuesto de 1,2 mm de euros—.

## La necesidad de un pacto de rentas

Hay una dimensión adicional de la respuesta a la situación actual que es muy específica de esta perturbación y que reviste una importancia capital. En concreto, como he expuesto, la agresión a Ucrania ha exacerbado las tensiones geopolíticas que ya habían contribuido decisivamente con anterioridad al fuerte encarecimiento de las materias primas energéticas —la mayor parte de las cuales importamos del exterior—. Este aumento del precio de la energía importada supone **una pérdida de renta de nuestra economía**. Y, como vengo repitiendo en numerosas ocasiones, la menor renta del conjunto de la economía se traduce necesariamente en una merma de rentas de sus agentes.

Resulta deseable en este contexto que esos agentes (fundamentalmente, empresas y hogares, pero también Administraciones Públicas) interioricen esa reducción de la renta nacional y acuerden un reparto de esta, con el fin de **evitar que se desencadene una realimentación de incrementos de precios y costes**. Un proceso de esta naturaleza en España solo agravaría los efectos perniciosos de la perturbación actual, porque la elevación simultánea de los niveles de precios y salarios en el contexto actual conllevaría una pérdida de competitividad exterior frente a los países con los que compartimos moneda que agravaría los efectos, ya de por sí nocivos, de la perturbación actual sobre la competitividad, el empleo y el crecimiento económico, y que, de generalizarse al conjunto del área del euro, obligaría a una normalización más agresiva de la política monetaria del BCE para garantizar el cumplimiento de nuestro mandato de estabilidad de precios.

Evitar estos escenarios justifica, en mi opinión, la necesidad de un pacto de rentas como el que llevo propugnando desde el pasado mes de octubre. ¿Pero qué características ha de tener ese reparto de los costes de la actual crisis? En mi opinión, su diseño ha de ser objeto de un acuerdo en el marco del diálogo social (lo que hemos llamado «pacto de rentas entre empresas y trabajadores»). Pero creo que su definición debería apoyarse en algunos principios generales. Enunciaré, en concreto, cinco que me parecen especialmente relevantes.

**En primer lugar, los costes deben repartirse entre todos los agentes implicados.** En el caso extremo de que las empresas pretendieran que sus márgenes unitarios se mantuvieran intactos, la reducción del poder de compra de las rentas de los hogares terminaría por traducirse en una menor demanda de la producción de las empresas. En el otro extremo, el mantenimiento pleno del poder adquisitivo de los trabajadores supondría una amenaza para la capacidad de las empresas de generar recursos suficientes para llevar a cabo sus procesos de inversión y, en último término, para su propia supervivencia, lo que se traduciría en pérdidas de empleo y de bienestar.

**Hasta la fecha, la información de la que disponemos sugiere que este reparto de los costes entre empresas y trabajadores se estaría produciendo ya de una forma tácita.** En concreto, los aumentos salariales pactados para 2022 en los convenios colectivos registrados hasta marzo se situaron en el 2,4 %, incremento que es claramente inferior tanto al registrado recientemente por los precios de consumo como al que se espera que estos muestren en el conjunto de este ejercicio. Por consiguiente, en la práctica los trabajadores están sufriendo una pérdida de poder adquisitivo.

Ahora bien, este incremento está reflejando en gran medida, fundamentalmente, lo que los agentes sociales pactaron en los convenios colectivos de carácter plurianual negociados a lo largo de los dos últimos años en un entorno inflacionista muy diferente al actual, por lo que este mecanismo de estabilización está dando signos de agotamiento. Por ello considero que se requieren actuaciones explícitas.

De modo análogo, en el caso de **las empresas**, distintas piezas de información ponen de manifiesto que, en el período más reciente, **no han trasladado plenamente a los precios de sus productos el reciente aumento de sus costes, de manera que sus márgenes se habrían reducido**. Así se desprende, por ejemplo, de las respuestas de las empresas de nuestro país en la edición más reciente de la EBAE, correspondiente al primer trimestre de 2022. Según los resultados de la encuesta, cerca del 82 % de las empresas experimentaron en ese período un aumento en sus costes como consecuencia del encarecimiento de sus consumos intermedios, mientras que solamente algo más del 40 % aumentaron el precio de venta de sus productos.

**Una segunda consideración a la hora de determinar las características concretas del pacto de rentas ha de atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre trabajadores, empresas y sectores.** Por tanto, se debe combinar la necesaria coordinación a escala nacional con mecanismos que permitan adaptar el acuerdo a las diferencias de productividad y actividad que existen entre empresas y sectores<sup>8</sup>. De igual modo, si hay segmentos de los hogares cuyas condiciones de vida se ven particularmente afectadas de forma adversa por el encarecimiento de la energía, resulta lógico que el pacto de rentas alivie la merma de recursos de estos agentes. En definitiva, estas consideraciones se traducen en la necesidad de que un eventual pacto de rentas evite adoptar medidas de aplicación excesivamente general, que resultarían demasiado rígidas para algunos segmentos de agentes.

**En tercer lugar, también sería deseable que se evitaran fórmulas de indexación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguardia<sup>9</sup>.** El objetivo es, precisamente, reducir el riesgo de que se desencadene una realimentación entre los incrementos de los salarios y los de los precios. En este sentido, es verdad que no es mayoritario el porcentaje de trabajadores con convenio registrado hasta marzo de este año que tienen algún tipo de cláusula de garantía salarial que relaciona los incrementos finales pactados en 2022 a la evolución de la inflación. Pero la cifra, un 30 %, es sensiblemente superior a la que se observaba a finales de 2021, cuando era del 17 %. Más preocupante es aún el hecho de que, cuando se analizan los convenios que tendrán vigencia en 2023, este porcentaje sube hasta casi el 50 % del total, aunque en este caso esté referido todavía a un número reducido de convenios.

**En cuarto lugar, sería deseable que un eventual pacto de rentas contemplara compromisos plurianuales concernientes a los incrementos salariales y a la protección del empleo.** Ello aportaría certidumbre a los hogares y a las empresas a la hora

---

<sup>8</sup> Así, el peso de los *inputs* energéticos en la producción o la exposición a la competencia internacional son muy diferentes entre sectores y empresas.

<sup>9</sup> Este tipo de cláusulas suponen, con distintos matices, una traslación automática a los crecimientos salariales de los aumentos de precios que puedan producirse en el futuro, con independencia del tipo de perturbación que hayan ocasionado estos últimos, por lo que generan los efectos de segunda ronda que se desea evitar.

de tomar sus decisiones de gasto e inversión. Los compromisos referidos a los crecimientos salariales deberían inspirarse en la inflación subyacente. Estas recomendaciones se extenderían tanto a los incrementos de los salarios como, de acordarse, a las posibles cláusulas de garantía salarial. En el pasado, este tipo de prácticas ya fueron acordadas por los agentes sociales y se mostraron como una herramienta útil para sostener el empleo, mejorar la competitividad de las empresas y favorecer el crecimiento económico<sup>10</sup>.

En quinto lugar, **estas directrices sobre la evolución salarial deberían acompañarse de compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales**. Solo de esta manera la moderación salarial se trasladará efectivamente a la competitividad empresarial, a la vez que se limitará la traslación de los aumentos de los costes de los insumos energéticos al resto de bienes y servicios de la economía. Y habría que articular algún mecanismo para que esta moderación de márgenes sea verificable.

**Las simulaciones efectuadas mediante el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) subrayan los beneficios de una política de rentas exitosa.** El MTBE permite estimar el efecto sobre la actividad y el empleo de una reacción del resto de los precios nacionales y de los salarios privados en línea con el efecto directo del aumento del precio de la energía sobre el nivel general de precios. El impacto negativo acumulado sobre la actividad y el empleo, en diferencias respecto a las proyecciones actuales, si se produjese esta traslación completa, podría ser de aproximadamente 1,5 pp en 2024. Además, la renta disponible real de los hogares disminuiría, debido a la caída del empleo y al aumento adicional de la inflación.

## Conclusiones

Concluyo resaltando los mensajes fundamentales que me gustaría que ustedes recordaran de mi intervención en este importante momento histórico en que la agresión a Ucrania, además de suponer un extraordinario drama humano, podría constituir una seria amenaza para el proyecto social y político europeo. Tres son esos mensajes principales.

En primer lugar, la guerra va a dañar, a través de varios canales, la continuidad de la recuperación económica que venía desarrollándose gradualmente tras la pandemia, por mucho que la intensidad de estos efectos negativos solo podamos, por el momento, estimarla con gran incertidumbre. Como es lógico, el impacto dependerá de la gravedad y la duración del conflicto. En este sentido, las últimas proyecciones del Banco de España implican una rebaja sustancial del crecimiento del producto en 2022 y 2023, mientras que la tasa de inflación repuntaría de forma acusada en el presente año.

En segundo lugar, el papel de las políticas económicas es muy importante en este escenario. Por un lado, las políticas económicas europeas y las políticas fiscales nacionales deben responder de forma decidida, proveer un apoyo focalizado a los hogares, empresas y sectores afectados más vulnerables, y aportar certidumbre. Es importante que, en efecto, esta actuación sea selectiva y temporal en el caso de la política fiscal de un país como España, cuyo margen de maniobra presupuestario, ya muy reducido antes de la pandemia, se ha debilitado adicionalmente de forma significativa como consecuencia de esta.

---

<sup>10</sup> Así, por ejemplo, el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012-2014, firmado a principios de 2012, estableció recomendaciones salariales que excluían de los acuerdos salariales la consideración del componente energético, en el caso de que, como ocurre en la actualidad, aumentaran los precios de este.

Por otro lado, en un contexto de fuerte repunte de la inflación, el BCE ha dado pasos graduales hacia la normalización de su política monetaria, que ha provocado ya un cierto endurecimiento de las condiciones financieras. De cara al futuro, las decisiones de política monetaria dependerán de los nuevos datos y, dado el elevado nivel de incertidumbre, mantendrán flexibilidad, gradualismo y opcionalidad. Y mantenemos un compromiso claro de que adoptaremos cuantas medidas sean necesarias para garantizar la estabilidad de precios y salvaguardar la estabilidad financiera.

Por último, en el contexto actual de fuerte repunte de los precios de la energía y de algunas otras materias primas resulta primordial evitar la aparición de efectos de segunda vuelta de la inflación, en particular a través de una espiral de precios y salarios. Evitar esta realimentación no es fácil ni, sobre todo, gratificante a corto plazo. Exige acordar un pacto de rentas entre trabajadores y empresarios en el que todos acabarán ganando a medio plazo, pero en el que todos han de asumir una pérdida a corto plazo. Y exige también evitar el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto público. En un contexto de tanta incertidumbre como el que estamos viviendo, un acuerdo de estas características aportaría un elemento muy valioso de estabilidad y certidumbre, que permitiría minimizar la persistencia y los costes del actual shock inflacionista y facilitaría el necesario ajuste de la economía, lo que redundaría en un mayor empleo y bienestar de los ciudadanos. De nuestra capacidad para alcanzar estos compromisos difíciles dependerá, en gran medida, la evolución de nuestra economía en los próximos años.