

1

**UNA RECUPERACIÓN INCOMPLETA EN UN CONTEXTO INCIERTO:
DE LA PANDEMIA AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN
Y EL ESTALLIDO DE LA GUERRA**

1 Introducción

Las distorsiones en las cadenas de suministros, el repunte de la inflación y, ya en 2022, la guerra en Ucrania han obstaculizado la recuperación de la economía mundial tras la fase más aguda de la pandemia. En los dos últimos años, los acontecimientos en diversos planos con repercusiones sobre la actividad económica global se han sucedido a gran velocidad. Las restricciones a los movimientos personales y al contacto social, introducidas para contener la pandemia, dieron lugar, en la primavera de 2020, a una profunda caída de la actividad, sin precedente histórico reciente. El levantamiento gradual de esas medidas permitió que, en el verano de ese año, se iniciara una recuperación progresiva, que, no obstante, se vio obstaculizada, en el transcurso de 2021, por un conjunto de factores que incluyen el encarecimiento de numerosas materias primas, principalmente energéticas, y la aparición de alteraciones en las cadenas de suministros globales (o cuellos de botella), lo que ha alentado un repunte sostenido e intenso de las presiones inflacionistas. La agresión de Rusia a Ucrania, en febrero de 2022, ha ensombrecido de forma severa las perspectivas de evolución de la actividad económica y ha agravado las tensiones sobre los precios, en un entorno caracterizado por niveles de incertidumbre inusualmente elevados.

La senda gradual de recuperación de la actividad a lo largo de 2021 presentó, en todo caso, una elevada heterogeneidad por áreas geográficas y ramas de actividad. En los países avanzados, el rápido despliegue de las vacunas permitió afrontar las olas sucesivas de la enfermedad sin que fuera preciso reintroducir las medidas de contención de la pandemia con efectos más adversos sobre la actividad económica, sino solamente restricciones más focalizadas. Esta mejora gradual de la situación epidemiológica, junto con la efectividad de las políticas económicas, ha permitido, en muchos de estos países, que se haya alcanzado el nivel de producto previo a la crisis. Por el contrario, en un número elevado de economías emergentes, la pandemia siguió obstaculizando la actividad económica como consecuencia del lento ritmo de vacunación. Un factor que explica los diferentes progresos en la senda de recuperación, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, es la composición sectorial de la actividad. En concreto, los países más rezagados suelen coincidir con aquellos en cuya estructura productiva tienen un peso elevado aquellos servicios en los que la interacción personal desempeña un papel muy relevante, como los ligados al turismo.

A escala global, la oferta no fue capaz de responder con suficiente rapidez a la recuperación de la demanda. El levantamiento gradual de las restricciones dio

lugar a una reactivación relativamente rápida de la demanda, a lo que contribuyó el amplio apoyo prestado por las políticas macroeconómicas. Pero la producción mundial no reaccionó con la misma celeridad, lo que, en gran medida, se debió a la complejidad de las cadenas de suministros, caracterizadas por involucrar a proveedores muy distantes geográficamente entre sí y que operan bajo pedido y con reducidos niveles de existencias. En particular, la escasez de algunos bienes intermedios y la carencia de medios de transporte dieron lugar a alteraciones en distintos eslabones de esas cadenas de abastecimiento tan fragmentadas, lo que puso de manifiesto su fragilidad. Más recientemente, estas dificultades se han visto exacerbadas por las políticas de «COVID cero» de algunos países.

Una característica muy destacada de los desarrollos macroeconómicos observados desde comienzos de 2021 fue el repunte de los precios de las materias primas, en particular de las energéticas. Este es un fenómeno cuyas causas últimas no es fácil desentrañar, como se desarrolla en el capítulo 3 de este Informe. En parte obedece, como se acaba de discutir, a la rigidez de la oferta de algunos bienes intermedios (incluidos los energéticos) tras la recuperación de la demanda, y en parte, en particular en el contexto europeo, al papel que desempeña el gas como fuente de energía tanto primaria como en la generación de electricidad. Como la invasión de Ucrania ha puesto de relieve de forma dramática, los mercados del gas se encuentran sometidos a los vaivenes geopolíticos, en términos tanto de coste como de la propia seguridad del suministro.

Este aumento de los precios de las materias primas y las alteraciones en las cadenas de aprovisionamiento están conduciendo, ya desde el año pasado, a un repunte de la inflación que es generalizado por áreas geográficas y que ha sorprendido por su elevada intensidad y persistencia. Dada la naturaleza *a priori* transitoria de los fenómenos que estaban en su origen, las valoraciones iniciales acerca del alza de los costes de los consumos intermedios subrayaban su probable carácter pasajero. Sin embargo, a medida que estos aumentos de costes se han hecho más intensos y duraderos, han empezado a ser transmitidos por las empresas a sus precios finales. Además, los bienes energéticos forman parte, de modo directo, de la cesta de consumo de los hogares, por lo que su encarecimiento está conduciendo a una merma del poder de compra de estos agentes. Una eventual traslación plena del repunte de los costes de las empresas a sus precios finales y de los precios de consumo de los bienes energéticos a los crecimientos salariales pondría en marcha un proceso de realimentación entre precios y salarios que daría lugar a una mayor persistencia del fenómeno inflacionista, con las pérdidas de bienestar asociadas.

Con este trasfondo, las perspectivas con respecto a la evolución macroeconómica mundial eran, al inicio de 2022, moderadamente optimistas. Tras la superación de la variante ómicron, la evolución de la pandemia parece estar condicionando en menor medida el desarrollo de la actividad económica, sobre

todo en las economías avanzadas. Por otro lado, aunque la persistencia de la inflación y los cuellos de botella se estaban erigiendo en un riesgo creciente para la continuidad de la recuperación, seguía considerándose que, en el escenario más probable, esos fenómenos perderían fuerza en el transcurso del año.

Pero la agresión de Rusia a Ucrania ha alterado de forma drástica este escenario. La invasión es una perturbación de elevadas proporciones, con consecuencias adversas en términos de un menor crecimiento de la actividad económica y un aumento de las presiones inflacionistas. Los complejos canales a través de los que cabe esperar que se produzca esta alteración de la evolución económica global pueden agruparse en cuatro categorías, aunque estas no son estrictamente independientes entre sí.

El canal más relevante es, probablemente, el que discurre a través del importante peso de Rusia y Ucrania como productores mundiales de materias primas. La dependencia de Europa con respecto a algunas de estas materias primas, como el gas, es muy elevada y, aunque en el caso de España sea menor, nuestro país no puede sustraerse a la elevación de precios en los mercados globales. Además, la guerra ha puesto sobre la mesa la posibilidad de que el suministro de gas pudiera llegar a sufrir interrupciones, ante las cuales no resultaría sencillo encontrar proveedores alternativos a corto plazo. Adicionalmente, la guerra está afectando a la provisión de algunas materias primas agrícolas que son claves en la alimentación de la población mundial, y de algunos metales que desempeñan un papel central en la producción de ciertos bienes, como los productos tecnológicos y los automóviles.

En segundo lugar, el conflicto bélico ejerce un efecto adverso muy relevante sobre la actividad económica a través de su impacto sobre la confianza de los agentes privados. La incertidumbre acerca de la duración y del propio desarrollo de la guerra —y, en consecuencia, en torno a la evolución de las rentas de hogares y empresas— tiende a hacer que estos agentes pospongan sus decisiones de consumo e inversión.

En tercer lugar, el comercio mundial puede verse dañado significativamente. La exposición directa de España a los dos países en guerra es reducida, pero el impacto indirecto que discurre a través de otras economías más expuestas y a través de los efectos adversos que se están generando en las cadenas de producción de algunos bienes es potencialmente mucho más relevante que los efectos directos. Y existe el riesgo de que esas exposiciones se vean exacerbadas, de un modo que no es fácil anticipar, como consecuencia de las sanciones comerciales y financieras.

Por último, existe un potencial canal financiero de transmisión de la perturbación a la economía real. Por el momento, los efectos financieros, tanto a escala global como por lo que respecta a España, han sido reducidos, en términos

tanto de flujos de financiación como de su coste. Ahora bien, la intensificación del proceso inflacionario puede tener implicaciones significativas sobre la orientación de la política monetaria en las economías avanzadas, con el consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras a escala global. Además, no se puede descartar que los efectos adquieran una mayor relevancia en el futuro, particularmente en el contexto de las posibles implicaciones de la exclusión de Rusia de los circuitos financieros globales.

Este contexto de extraordinaria incertidumbre dificulta la formulación de proyecciones macroeconómicas. Las proyecciones más recientes del Banco de España, que datan de principios de abril, preveían que el PIB creciera un 4,5 % en 2022, bajo el supuesto de que no tenga lugar una escalada adicional en la guerra, de modo que su impacto macroeconómico más intenso se dejaría sentir en el segundo trimestre del año¹. Ese elevado crecimiento se explicaba, en gran parte, por el notable dinamismo con el que la economía cerró 2021, de modo que esa tasa seguiría siendo alta, del 3,1 %, incluso si la actividad permaneciera durante todo 2022 en el nivel del final del año pasado. Y, bajo este escenario, la inflación media de 2022 se situaría en el 7,5 %, que es la tasa más elevada de los precios de consumo en España desde 1986.

Ese escenario central está sometido a riesgos a la baja en relación con el crecimiento del PIB y al alza con respecto a la inflación. Una parte de estos riesgos se ha materializado ya, de acuerdo con la información conocida tras el cierre de las proyecciones. El crecimiento estimado del PIB en el primer trimestre del año ha sido inferior a lo esperado, lo que mecánicamente conduce a una revisión a la baja significativa del crecimiento medio de 2022. Por otro lado, salvo por lo que respecta al componente energético, los precios de consumo han registrado recientemente tasas de avance mayores de lo que esas proyecciones anticipaban. Más allá de estos datos ya observados, de cara al futuro los riesgos estarían vinculados, sobre todo, a la posibilidad de que las consecuencias de la guerra sean más persistentes y profundas, en términos, por ejemplo, de alzas mayores de los precios de las materias primas o de cese completo de los flujos comerciales entre la Unión Europea (UE) y Rusia. Además, en términos de actividad e inflación, los resultados serían también más desfavorables en un escenario en el que empresas y trabajadores intentaran preservar, respectivamente, sus márgenes y sus niveles salariales en términos reales, algo que no es factible ante una perturbación que conlleva una pérdida de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo. Como factor de riesgo al alza sobre la actividad, cabe la posibilidad de que los hogares eviten reducir su consumo de bienes y servicios en respuesta a la menor renta disponible mediante el recurso al ahorro que acumularon durante la pandemia. Esta posibilidad se ve moderada por el hecho de que los hogares con menores rentas —que son los que, por tener los bienes energéticos un mayor peso en su

¹ Véase recuadro 1, “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2024)”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

cesta de consumo, sufren en mayor medida sus aumentos de precios— apenas pudieran crear ese colchón de ahorro durante la crisis sanitaria.

En el contexto actual, las políticas económicas han de desempeñar un papel crucial. El Banco Central Europeo (BCE), como otros bancos centrales, ya ha iniciado un proceso de normalización de su política monetaria. En una coyuntura extraordinariamente incierta, 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. En particular, el Consejo de Gobierno del BCE ha insistido en que adoptará cuantas medidas sean necesarias para cumplir su mandato de estabilidad de precios y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera.

En España, la política fiscal debe continuar amortiguando los efectos de la sucesión de perturbaciones vividas en los dos últimos años, pero ha de actuar de forma selectiva y con medidas de carácter temporal, dados el elevado endeudamiento público y el consiguiente margen limitado de actuación. Tras el aumento de la deuda pública como consecuencia de la pandemia, el margen de maniobra de la política presupuestaria está próximo a su agotamiento, lo que exige que su uso sea muy selectivo y con medidas de carácter temporal, a fin de evitar que sea transmitida una carga excesiva a las generaciones futuras y, lo que sería más preocupante, que pueda verse comprometida la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esa necesidad de actuar de forma selectiva refuerza la conveniencia de apoyar a los agentes más afectados por el aumento de los precios energéticos mediante ayudas directas, en lugar de recurrir a medidas de rebajas generales de precios, que son más costosas y no proporcionan los incentivos adecuados a reducir el consumo de esos bienes.

La naturaleza de las perturbaciones más recientes hace que el instrumento de un pacto de rentas entre empresas y trabajadores sea especialmente adecuado para abordarlas. Como se ha apuntado, el encarecimiento de las materias primas importadas supone una pérdida de renta de la economía nacional, cuyo reparto debe ser acordado en el contexto del diálogo social. El acuerdo, ya sea explícito o tácito (como parece haber ocurrido hasta la fecha), debe partir de la premisa de que una realimentación entre crecimientos salariales y crecimientos de precios supondría una pérdida de renta adicional de la economía nacional, debido a la merma de competitividad exterior y, por consiguiente, a una caída de las exportaciones netas frente al resto del mundo.

Además, las políticas paneuropeas pueden realizar una contribución muy relevante. Los retos actuales trascienden obviamente las fronteras de nuestro país y pueden recibir una respuesta más apropiada si esta es conjunta a escala europea.

La guerra ofrece una oportunidad para intensificar la integración en el continente, aunque se haya desaprovechado en parte, al no haberse mutualizado hasta el momento la respuesta de las políticas fiscales.

Por último, la guerra ha añadido un argumento más, de índole geopolítica, para descarbonizar la economía española y europea. Lejos de hacer que la preocupación por las consecuencias del cambio climático haya pasado a un segundo plano, la seguridad del suministro energético ha reforzado la necesidad de acelerar la transición hacia fuentes de energía renovables que reduzcan la dependencia exterior. El capítulo 4 de este Informe analiza el reto de la transición energética para la economía española.

2 Consolidación de la recuperación económica y repunte de la inflación a escala global y en el área del euro

La actividad económica mundial consolidó su recuperación durante 2021 y los primeros meses de 2022, si bien el crecimiento mostró en este período un perfil temporal de desaceleración, que se ha visto acentuado tras la invasión de Ucrania por parte del ejército ruso a finales de febrero. El PIB mundial repuntó un 6,1 % en 2021 (véase gráfico 1.1.1), tras el retroceso del 3,1 % de 2020, gracias a los avances en el proceso de vacunación —que permitió suavizar las restricciones sanitarias y apuntalar la confianza de consumidores y empresas— y el apoyo continuado de las políticas económicas. La recuperación, no obstante, tuvo un perfil muy volátil y perdió cierto vigor a partir de los últimos meses de 2021, en un contexto de agravamiento de la incidencia de la pandemia en algunas regiones por el surgimiento de nuevas variantes de COVID-19, la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros² y, como se describe en detalle en el capítulo 3 de este Informe, un repunte significativo de la inflación, sobre todo por el incremento de los precios de la energía y los alimentos.

Por áreas geográficas, el ritmo de avance de la actividad resultó heterogéneo. Entre las principales economías, en 2021 el crecimiento del PIB fue del 5,7 % en Estados Unidos, del 5,3 % en el área del euro y del 7,4 % en el Reino Unido. Asimismo, China creció el 8,1 % en el conjunto del año, si bien en la segunda mitad de este experimentó una marcada desaceleración como consecuencia de la ralentización del sector inmobiliario residencial y la imposición de estrictas medidas sanitarias ante la aparición de nuevos focos de COVID-19. Entre las economías emergentes, la recuperación fue especialmente marcada en Asia emergente y América Latina³, con crecimientos del PIB del 7,3 % y del 6,8 %, respectivamente.

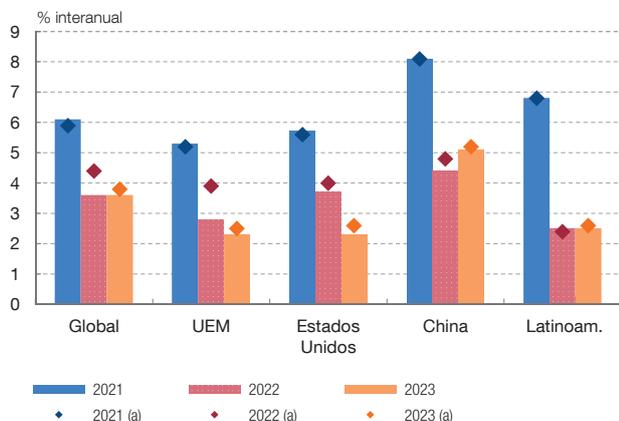
2 Véanse Kataryniuk, Del Río y Sánchez-Carretero (2021) y Alonso, Kataryniuk y Martínez-Martín (2021).

3 Véanse los informes de economía latinoamericana en <https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/enfoque/america-latina/>.

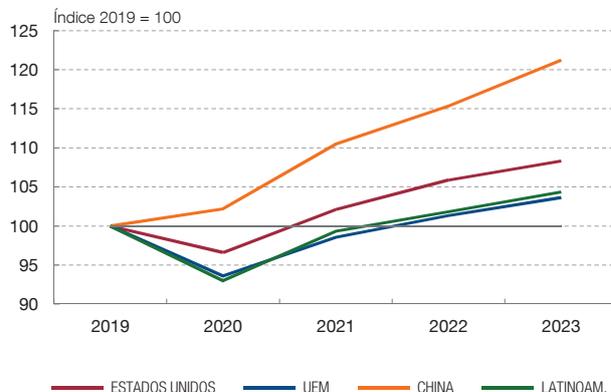
CONSOLIDACIÓN DE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2021

La recuperación económica mundial se consolidó en 2021, si bien el avance de la actividad mostró, a medida que avanzaba el año, un perfil de desaceleración que se ha visto acentuado tras la invasión de Ucrania y la imposición de sanciones a Rusia. El avance de la actividad fue heterogéneo por áreas geográficas, sectores económicos y en los componentes de la demanda. También está siendo heterogénea la recuperación entre los países del área del euro.

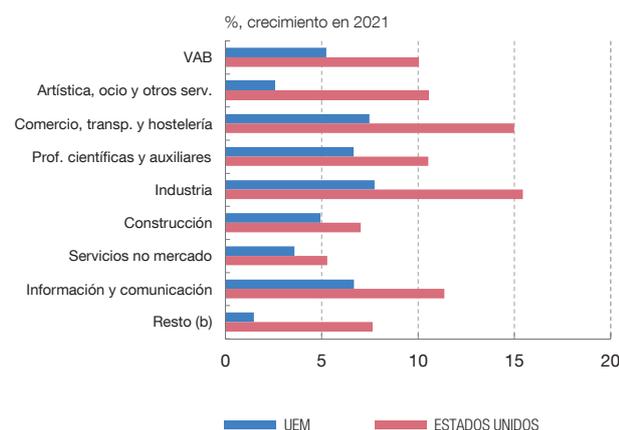
1 CRECIMIENTO DEL PIB PREVISTO POR EL FMI EN EL WEO DE ABRIL DE 2022



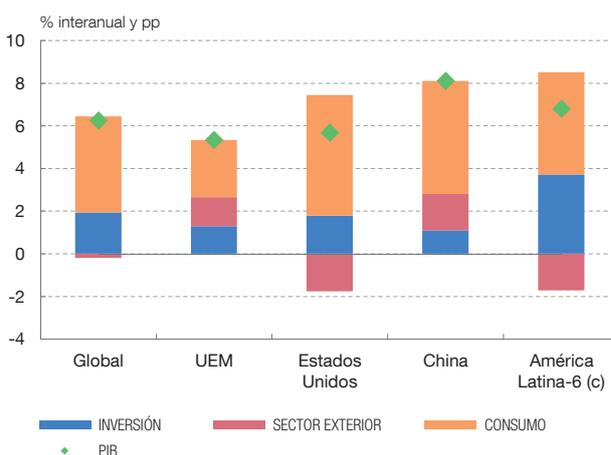
2 NIVEL DEL PIB POR REGIONES: PREVISIONES DE ABRIL DE 2022



3 CRECIMIENTO POR SECTORES DEL VAB



4 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN 2021



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales, Eurostat, Fondo Monetario Internacional [World Economic Outlook (WEO) de abril de 2022] y Refinitiv.

- a Previsiones del World Economic Outlook de octubre de 2021.
- b La categoría «Resto» incluye el sector primario y otros servicios de mercado (actividades financieras, seguros y actividades inmobiliarias).
- c Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.



No obstante, el crecimiento en las dos principales economías de esta última región (Brasil y México) se vio mermado en la segunda mitad del año por el repunte de la inflación, el endurecimiento de la política monetaria, la evolución de la pandemia y la persistencia en los cuellos de botella.

La estructura productiva –principalmente, en términos del peso de los sectores más expuestos a la interacción social y a las cadenas de suministro

mundiales—, el acceso diferencial a vacunas y la distinta capacidad de apoyo de las políticas económicas explican, en buena parte, las diferencias entre economías en el grado de recuperación de los niveles de actividad previos a la crisis. Así, mientras que Estados Unidos ya superó dichos niveles en la primera mitad de 2021, el conjunto del área del euro no lo hizo hasta finales del año (véase gráfico 1.1.2). Entre las mayores economías del área, solo Francia y los Países Bajos alcanzaron en 2021 su nivel de actividad prepandemia, mientras que, según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), se espera que Alemania e Italia lo hagan en 2022 y que España no lo consiga hasta 2023. Por su parte, aunque las economías emergentes ya han recuperado, en su conjunto, los niveles de actividad anteriores al COVID-19, el crecimiento acumulado desde finales de 2019 es considerablemente más reducido que el que hubiera resultado de mantenerse la evolución tendencial previa a la pandemia.

La heterogeneidad en los ritmos de recuperación afectó también a los distintos sectores económicos. La desviación de la demanda de servicios, influidos por las restricciones sanitarias, hacia demanda de bienes favoreció en un primer momento una recuperación rápida del sector industrial (véase gráfico 1.1.3), lo cual dio lugar a desajustes entre la oferta y la demanda en un contexto en el que se producían disrupciones en las cadenas globales de producción y distribución⁴. A partir del segundo trimestre del año, sin embargo, el avance de la vacunación, sobre todo en las economías avanzadas, favoreció la actividad del sector servicios según iba aumentando la movilidad por la relajación de las medidas de contención de la pandemia.

La recuperación global se sustentó principalmente en el consumo privado (véase gráfico 1.1.4). La retirada de las restricciones a la movilidad y las políticas públicas de apoyo a la renta de los hogares impulsaron el consumo privado, especialmente en Estados Unidos. Con todo, la tasa de ahorro de los hogares se ha mantenido por encima de su nivel anterior a la pandemia, debido posiblemente al aumento del componente precautorio, en un contexto en el que la incertidumbre ha permanecido en niveles elevados. Por su parte, la inversión en equipo, que había cobrado impulso en el primer semestre de 2021, favorecida por unas condiciones de financiación especialmente favorables, se vio lastrada en el segundo semestre del año por la persistencia de los cuellos de botella, el aumento de los precios de la energía y el resurgimiento de la pandemia en los meses finales del año. Igualmente, la recuperación de la inversión residencial también se vio constreñida por la escasez de materiales y, en algunas economías, de trabajadores en el sector de la construcción.

⁴ El capítulo 3 de este Informe proporciona una descripción detallada de los cuellos de botella en las cadenas de producción y analiza su impacto sobre la inflación. Véanse también [Attinasi, Bobasu y Gerinovic \(2021\)](#) y [Frohman et al. \(2021\)](#).

Los cuellos de botella que surgieron en las cadenas globales de valor ralentizaron la recuperación del comercio internacional de bienes, que ya había sobrepasado los niveles prepandemia a finales de 2020 (véase gráfico 1.2.1). El repunte de la demanda de bienes manufactureros, junto con las dificultades logísticas en los servicios de transporte y las medidas sanitarias en los centros de producción y puertos chinos, asociadas estas últimas a la política de «COVID cero» implementada por varios países asiáticos, dio lugar a un significativo aumento en los tiempos de entrega de los proveedores —sobre todo de insumos específicos, como semiconductores, equipos electrónicos y componentes de metal—, lo que causó alteraciones en las cadenas de producción internacionales y limitó el crecimiento del comercio de mercancías a escala mundial⁵. Por su parte, el comercio de servicios creció de forma continua a lo largo del año y llegó a alcanzar los niveles previos a la crisis sanitaria solo en el cuarto trimestre.

La evolución del comercio de bienes mostró asimismo cierta diversidad entre regiones, y en Europa estuvo marcada por la salida del Reino Unido del mercado único. La expansión del comercio fue notable en el conjunto de las economías emergentes y, en particular, en la región asiática, mientras que el crecimiento fue más contenido en las principales economías avanzadas (véase gráfico 1.2.2), donde el impacto de las disrupciones en las cadenas de producción globales ha sido más acusado, debido a la relevancia en su estructura productiva de las industrias más afectadas y a la gravedad de la escasez de insumos⁶. En el caso de los países europeos, además, la conclusión del período de transición del *brexit*, en enero de 2021, que marcó la salida del Reino Unido del mercado único europeo y la consiguiente entrada en vigor del Acuerdo de Comercio y Cooperación con la UE, afectó negativamente a las exportaciones del área del euro (véase gráfico 1.2.3). Así, la conclusión de dicho período transitorio coincidió con una marcada disminución del volumen de comercio de mercancías del Reino Unido con la UE⁷, que logró retomar el nivel previo al *brexit* solo en febrero de 2022 (véase gráfico 1.2.4). Esta recuperación limitada se debe, en parte, a que las empresas europeas con una mayor exposición al Reino Unido habrían aprovechado el período de transición para relocalizar gradualmente sus actividades comerciales hacia otros países de la UE, como apunta la evidencia disponible en el caso de España⁸.

En 2021 y en los meses transcurridos de 2022, la inflación se ha incrementado significativamente a escala global, hasta alcanzar tasas no observadas desde hace varias décadas (véase gráfico 1.3.1). Entre las economías avanzadas, las

5 Kataryniuk, Pérez y Viani (2021) y Di Stefano (2021) analizan el impacto de la crisis sanitaria sobre las cadenas globales de valor y concluyen que, aunque este fuera muy significativo, no existía evidencia, hasta ese momento, de que las empresas multinacionales estuvieran planeando, como consecuencia de la pandemia, una relocalización significativa de sus actividades productivas hacia sus países de origen.

6 Véase Frohm *et al.* (2021).

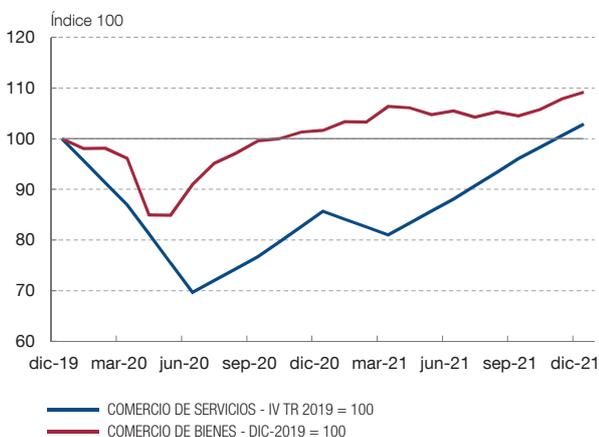
7 Véase Buesa *et al.* (2021).

8 Véase Gutiérrez, Lacuesta y Martín Machuca (2021).

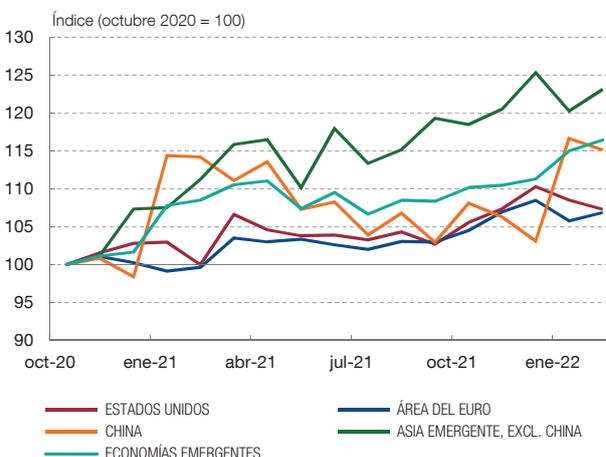
LA RECUPERACIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL SE HA VISTO LASTRADA POR LOS CUELLOS DE BOTELLA Y LOS REPUNTES DE LA PANDEMIA

La prolongación de los cuellos de botella que han venido afectando a las cadenas globales de producción y distribución ha ralentizado la recuperación del comercio internacional de bienes, que adicionalmente podría verse gravemente afectado por la guerra y las sanciones a Rusia. La expansión del comercio de bienes mostró asimismo cierta variabilidad entre economías, y en Europa estuvo marcada por la salida del Reino Unido del mercado único.

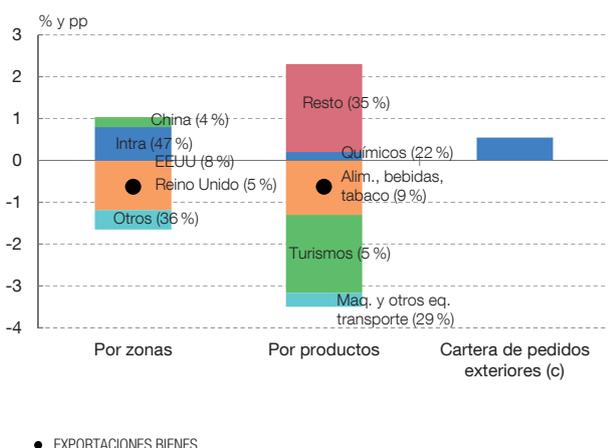
1 LA EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL (a)



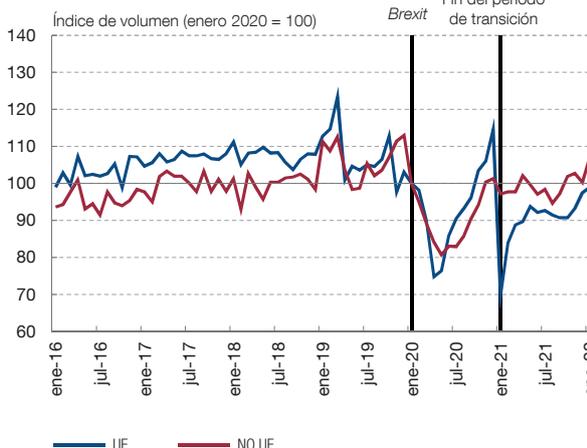
2 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO DE BIENES POR ÁREAS



3 UEM. VOLUMEN DE EXPORTACIONES DE BIENES REALES, CRECIMIENTO DE 2021 SOBRE 2019 Y CONTRIBUCIONES (b)



4 REINO UNIDO: VOLUMEN DEL COMERCIO BILATERAL DE BIENES UE FRENTE A NO UE



FUENTES: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB, por sus siglas en holandés), Office for National Statistics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

- a Los datos de comercio de servicios son nominales y tienen frecuencia trimestral. Se reporta la media ponderada de los países con disponibilidad de datos. Los datos de comercio de bienes están expresados en términos reales.
- b Entre paréntesis se proporciona el peso de cada producto y destino en las exportaciones de bienes totales de la UEM en 2021.
- c Encuesta a consumidores y empresarios de la Comisión Europea. Serie normalizada. Variación de 2021 respecto a 2019..

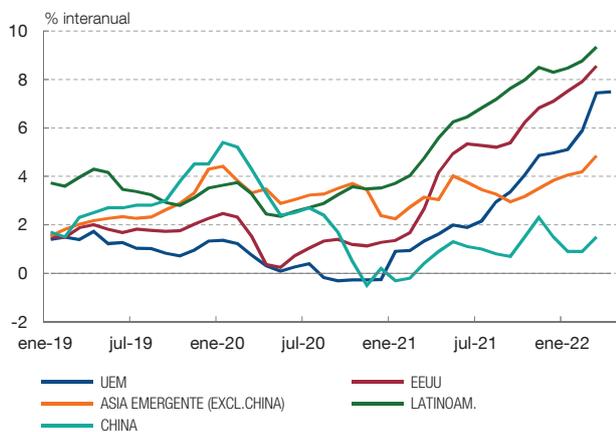


tensiones de los precios de consumo están siendo particularmente elevadas en Estados Unidos, donde la tasa de inflación llegó a alcanzar en marzo de este año el 8,5%, máximo desde 1982. Pero el repunte ha sido también muy pronunciado en el área del euro, donde el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) anotó un avance interanual del 7,5% en el mes de abril, un registro nunca visto en la historia de la Unión

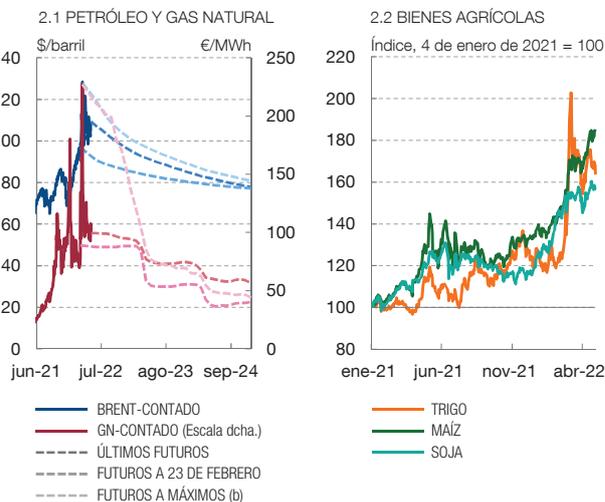
EL REPUNTE DE LA INFLACIÓN ESTÁ SIENDO MÁS INTENSO Y PERSISTENTE DE LO ANTICIPADO

La inflación se ha incrementado significativamente a escala global, hasta alcanzar tasas no observadas desde hace varias décadas, impulsada por el aumento de los precios de las materias primas energéticas y de los alimentos, así como por la persistencia de los cuellos de botella. El conflicto bélico en Ucrania ha dado lugar a una escalada adicional del precio de la energía y de algunos productos agrícolas, e introduce gran incertidumbre sobre las perspectivas de inflación a corto y a medio plazo.

1 INFLACIÓN INTERANUAL (a)



2 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



FUENTES: Bloomberg, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a El agregado «Latinoam.» es un agregado promedio de cinco países latinoamericanos (Brasil, Colombia, Chile, Perú y México).
 b El precio máximo del petróleo se alcanzó el 8 de marzo, y el del gas natural, el 7 de marzo.



Económica y Monetaria (UEM). Entre las economías emergentes, la inflación repuntó especialmente en América Latina y alcanzó en marzo el 9,3 % para el conjunto de la región, mientras que mostró un comportamiento muy moderado en China. Los incrementos de precios —que están siendo más intensos y persistentes de lo anticipado— se han dejado sentir, sobre todo, en las materias primas, principalmente las energéticas y agrícolas, afectadas también en la segunda mitad de 2021 por las tensiones geopolíticas que desembocaron en el estallido del conflicto bélico en Ucrania a fines de febrero de este año y en las duras sanciones impuestas a Rusia por parte de la comunidad internacional (véase gráfico 1.3.2). Como se discute en el capítulo 3, la inflación subyacente —que excluye la energía y los alimentos— ha evolucionado también al alza, aunque de forma más contenida, especialmente en el área del euro, donde registró un 3,5 % en abril (frente al 6,5 % de Estados Unidos en marzo).

Las expectativas de una retirada de estímulos monetarios más rápida de lo anticipado ante el repunte inflacionista y el aumento de la aversión al riesgo tras el estallido del conflicto bélico en Ucrania han endurecido las condiciones financieras globales desde principios de 2022, en particular en los mercados emergentes (véase gráfico 1.4.1). Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia —que, aunque con alguna variabilidad, se

habían mantenido en niveles reducidos a lo largo de 2021— repuntaron con cierta intensidad desde el inicio de este año (véase gráfico 1.4.2). También han aumentado las primas de riesgo de crédito corporativas —especialmente en el segmento de alto rendimiento— y los diferenciales de la rentabilidad de la deuda soberana en el área del euro (véase gráfico 1.4.3), hasta situarse actualmente en niveles más elevados que los observados antes de la pandemia.

La mayor aversión al riesgo también se ha visto reflejada en aumentos de las volatilidades implícitas en los mercados de renta fija y variable y en repuntes en los índices de riesgo sistémico, más significativos en el área del euro que en Estados Unidos (véase gráfico 1.4.4). Los principales índices bursátiles —que mantuvieron una tendencia creciente en 2021, apoyados en unos resultados empresariales mejores de lo esperado y en el avance de la campaña de vacunación a escala global— retrocedieron al inicio de este año, condicionados por el repunte de los tipos de interés y la invasión de Ucrania (véase gráfico 1.4.5). Por su parte, en los mercados de divisas, el euro ha mantenido una senda de depreciación frente al dólar y, en menor medida, frente al resto de sus principales socios comerciales (véase gráfico 1.4.6). La depreciación del euro frente al dólar respondería, por un lado, a la expectativa de un aumento de las divergencias entre los ciclos de política monetaria en ambas áreas y, por otro, a que el dólar habría actuado como moneda refugio en el actual contexto de tensiones geopolíticas, comparativamente más desfavorable para Europa.

La guerra en Ucrania ha deteriorado las perspectivas de crecimiento mundial para los próximos trimestres. La propia guerra y la respuesta de la comunidad internacional, con duras sanciones económicas contra Rusia, han acrecentado la incertidumbre, endurecido las condiciones de financiación, agravado los cuellos de botella y encarecido la energía y los alimentos (y, por tanto, moderado el poder de compra de los hogares e incrementado los costes de producción de las empresas). Estos efectos tienden a ser mayores en un área geográfica, como Europa, cuya dependencia de Ucrania y, sobre todo, de Rusia en el suministro de algunas materias primas es mayor⁹. En general, el cambio en el precio relativo de exportaciones e importaciones —los términos de intercambio— como consecuencia del encarecimiento de las materias primas tenderá a lastrar la actividad económica de los países importadores netos y a beneficiar a los exportadores netos, que podrían verse especialmente favorecidos en el caso de aquellas economías emergentes, como las de América Latina, que no tienen un elevado grado de integración en las cadenas globales de valor.

Las políticas económicas, que desempeñaron un papel esencial en la fase de estabilización de la crisis sanitaria, deberán ser protagonistas también en la fase actual, en la que el aumento extraordinario de la incertidumbre y las

9 Véase *Alonso et al.* (2022b).

Gráfico 1.4

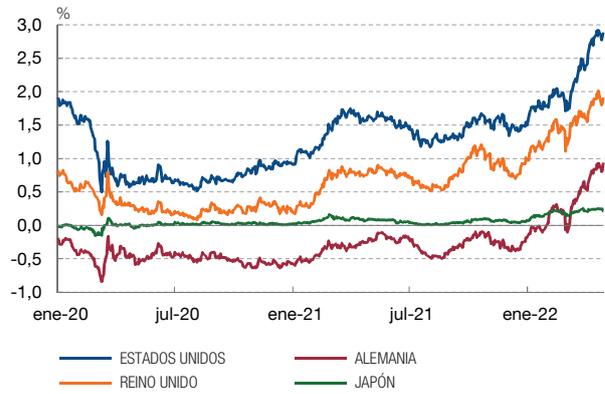
LAS CONDICIONES FINANCIERAS GLOBALES SE HAN ENDURECIDO RECIENTEMENTE

Las condiciones financieras se han endurecido desde principios de 2022, en especial en los mercados emergentes. Las rentabilidades a largo plazo de los bonos públicos de mayor calidad crediticia y los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana en el área del euro han repuntado en 2022 por las expectativas de una retirada de los estímulos monetarios a escala global más rápida de lo anticipado ante el repunte inflacionista. La mayor incertidumbre y el incremento de la aversión al riesgo se han visto reflejados en un aumento de la volatilidad de los precios de los activos financieros y en repuntes en los índices de riesgo sistémico. Estos desarrollos, junto con el ascenso de los tipos de interés a largo plazo, han afectado a la evolución de los principales índices bursátiles y los tipos de cambio.

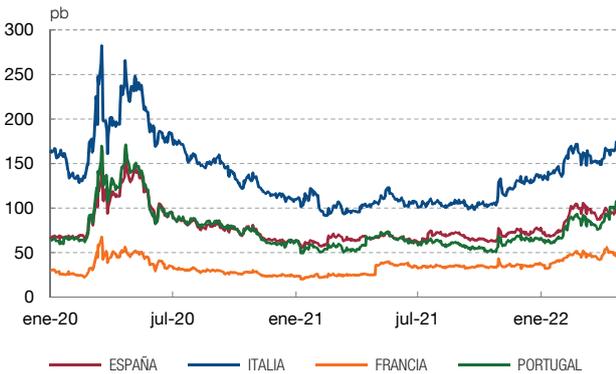
1 ÍNDICES GOLDMAN SACHS DE CONDICIONES FINANCIERAS



2 TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



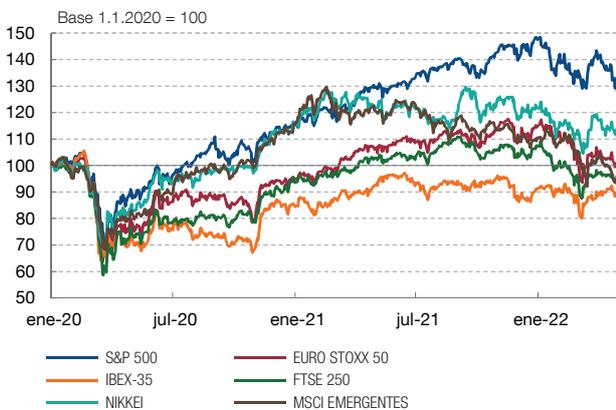
3 DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



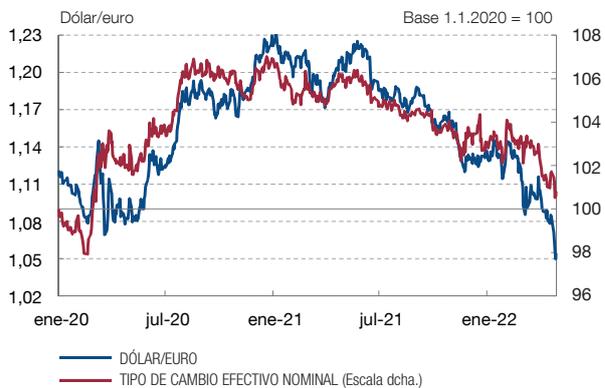
4 INDICADOR COMPUESTO DE RIESGO SISTÉMICO (a)



5 ÍNDICES DE BOLSA



6 TIPOS DE CAMBIO DEL EURO (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License y Banco Central Europeo.

a Indicador compuesto de riesgo sistémico elaborado por el BCE (CISS).
 b Un aumento (disminución) indica una apreciación (depreciación) del euro.



tensiones inflacionistas amenazan la continuidad de la recuperación mundial.

Como se analiza en el epígrafe 4 y, de manera más extensa, en los capítulos 2 y 3 de este Informe, las perspectivas de crecimiento dependerán, en buena medida, de la correcta calibración de las respuestas de la política fiscal y la monetaria. Estas deberán mantener una orientación a medio plazo —que asegure el anclaje de las expectativas en torno a los objetivos de estabilidad de precios y de sostenibilidad de las finanzas públicas—, al tiempo que retienen la suficiente flexibilidad a corto plazo, la cual resulta necesaria en un contexto de notable incertidumbre como el actual. También adquieren una particular relevancia en el contexto presente las reformas estructurales que acompañen a dichas políticas con el objetivo de elevar el crecimiento potencial y favorecer la flexibilidad de las economías para responder a futuros *shocks*. Más allá de las consecuencias del conflicto bélico sobre el crecimiento y la inflación, las perspectivas de la actividad mundial vienen también condicionadas por la evolución todavía incierta de la pandemia. El ritmo heterogéneo de la campaña de vacunación a escala global y la posible aparición de nuevas variantes de COVID-19 implican que la crisis sanitaria no está resuelta de forma definitiva. En este sentido, resulta esencial reforzar iniciativas colaborativas multilaterales, como COVAX¹⁰, que tengan como objetivo acelerar la fabricación de vacunas y garantizar su acceso justo y equitativo a todos los países.

3 Luces y sombras de la recuperación en España

A lo largo de 2021 tuvo lugar una recuperación paulatina de la economía española, que se prolongó al inicio de 2022 hasta la invasión rusa de Ucrania.

Entre el comienzo de la pandemia y el desencadenamiento de la guerra, la evolución de la actividad en España se vio condicionada por los desarrollos epidemiológicos y por las medidas de contención de la enfermedad (véase esquema 1.1). La fuerte caída del PIB en el segundo trimestre de 2020, a raíz del primer confinamiento, fue seguida de un rebote, también intenso, en los meses de verano de ese año. Pero la recuperación se estancó con posterioridad, hasta el segundo trimestre de 2021, cuando comenzó una fase de mayor crecimiento del producto a medida que se fueron debilitando las consecuencias de la pandemia sobre la salud pública y sobre la actividad económica, gracias a los avances en la campaña de vacunación. En un contexto de mantenimiento de condiciones financieras favorables, estos desarrollos se apoyaron inicialmente, casi de forma exclusiva, en la demanda interna, aunque las exportaciones netas también realizaron una aportación significativa al avance del producto en la segunda mitad del año. En todo caso, la intensidad de la recuperación se vio limitada, de modo creciente a medida que transcurría 2021, por las alteraciones en las cadenas de suministro globales y las presiones inflacionistas.

10 COVAX es el pilar de las vacunas del Acelerador del Acceso a las Herramientas contra el COVID-19, una iniciativa de colaboración mundial impulsada por la Organización Mundial de la Salud para acelerar el desarrollo y la producción de pruebas, tratamientos y vacunas contra el COVID-19, y garantizar un acceso equitativo a ellos.

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: ENTRE LA SUPERACIÓN DE LA PANDEMIA Y LA INCERTIDUMBRE DE LA GUERRA EN UCRANIA

	 PRINCIPALES DESARROLLOS	 POLÍTICAS ECONÓMICAS
PRIMERA MITAD DE 2021	<p>La evolución de la pandemia y las medidas de contención de la enfermedad condicionaron el devenir de la actividad económica, lo que lastró su recuperación, especialmente en el sector servicios.</p> <p>El avance del proceso de vacunación permitía anticipar la superación de la crisis sanitaria y, por tanto, una reactivación más vigorosa de la actividad para la segunda mitad del año, apoyada en la evolución favorable del empleo.</p>	<p>Las políticas monetaria y fiscal proporcionaron un soporte crucial a la actividad ante las nuevas olas de la pandemia, si bien el despliegue de las vacunas hacía vislumbrar su progresiva normalización.</p>
SEGUNDA MITAD DE 2021	<p>La retirada de las medidas de contención favoreció la rotación sectorial de la actividad hacia los servicios. Sin embargo, las disrupciones en las cadenas de suministros y las alzas de los precios de las materias primas, especialmente energéticas, frenaron la recuperación de las manufacturas.</p> <p>La incertidumbre sobre la duración de las presiones inflacionistas y de los cuellos de botella, así como la nueva variante del virus, amenazaba la senda de recuperación en el tramo final del año. En cambio, las expectativas de posible liberación del ahorro acumulado y de despliegue de los fondos NGEU hacían presagiar un cierto soporte a la actividad.</p>	<p>Se inició el proceso de normalización de las políticas económicas, debido al repunte de la inflación, si bien aún mantuvieron un tono ampliamente expansivo.</p>
PRIMER CUATRIMESTRE DE 2022	<p>La recuperación retomó el pulso en las primeras semanas del año, ante la mejora de la situación epidemiológica y algún tímido indicio de alivio de los cuellos de botella. Pero la invasión de Ucrania ha supuesto, por distintas vías, una nueva perturbación sobre la actividad económica y los precios: renovado encarecimiento de las materias primas, pérdida de confianza de los agentes privados y ralentización del comercio internacional.</p> <p>La guerra genera una elevada incertidumbre, con riesgos a la baja en la actividad y al alza en la inflación.</p>	<p>La política monetaria ha de guiarse por su mandato de estabilidad de precios, sin sobre-reaccionar a la evolución de sus componentes más volátiles.</p> <p>La política fiscal debe mitigar los efectos adversos de la nueva perturbación, pero selectivamente, dado su escaso margen de maniobra (en particular, en España). Alcanzar un pacto de rentas sería altamente deseable.</p>

FUENTE: Banco de España.

Y, cuando comenzaban a atisbarse los primeros indicios de alivio de estos fenómenos, sobrevino el inicio de la guerra.

La aproximación del PIB español al nivel pre-pandemia está siendo más lenta que en el conjunto del área del euro. En concreto, la brecha entre el PIB del primer trimestre de 2022 y el del cuarto trimestre de 2019 asciende todavía al 3,4 %. Por el contrario, el área del euro ya ha superado al comienzo de este año el nivel de actividad previo a la crisis pandémica. Desde el punto de vista de los componentes de demanda, el menor avance de la recuperación en nuestro país es atribuible al comportamiento menos favorable del consumo privado, la inversión en vivienda y las exportaciones de servicios turísticos. Desde la perspectiva de la oferta, el retraso

relativo de la recuperación en España se explica por el peso comparativamente más elevado, dentro del PIB y del empleo, de las ramas que requieren de una mayor interacción social. Además, algunos factores de naturaleza estructural, como el tamaño reducido que presentan las empresas españolas, han podido amplificar las repercusiones negativas de la pandemia en nuestro país.

3.1 Los cuellos de botella y la inflación: frenos a la recuperación cuya incidencia está intensificando la guerra en Ucrania

Las sucesivas olas de la pandemia tendieron a comportar consecuencias cada vez menos graves sobre la salud pública conforme fue avanzando el proceso de vacunación. La situación epidemiológica se deterioró significativamente a comienzos de 2021, pero la mejoría observada a partir de marzo condujo a la finalización, el 9 de mayo, del tercer estado de alarma (véase gráfico 1.5.1). Posteriormente, se sucedieron dos brotes más, aunque su gravedad fue comparativamente menor. El primero de estos episodios, que tuvo lugar al comienzo del verano, fue más agudo en España que en los países de su entorno, lo que influyó negativamente sobre la temporada turística. El segundo, asociado a la variante ómicron, cuya capacidad de contagio es más elevada, provocó, como en el resto de Europa, un aumento explosivo de la incidencia a partir de diciembre, hasta alcanzar niveles muy elevados a mediados de enero de este año. Desde entonces ha tenido lugar una notable mejora de la situación epidemiológica.

Un factor crucial a la hora de explicar la reducción gradual de la gravedad de la enfermedad en las olas sucesivas es la proporción creciente de población con pauta completa de vacunación. El proceso de vacunación en España se convirtió rápidamente en uno de los más avanzados a escala internacional. Al final del verano de 2021, el 80 % de la población tenía ya la pauta completa (véase gráfico 1.5.2). La vacunación ha mitigado la gravedad de la enfermedad y, por tanto, las cifras de hospitalizaciones y fallecimientos en relación con la incidencia en los sucesivos brotes del año pasado.

Ello permitió una paulatina disminución del impacto de la pandemia sobre la actividad. La mejora de la situación sanitaria posibilitó que, en el transcurso del año, se flexibilizaran progresivamente las medidas de restricción del contacto social y se recuperara la movilidad (véase gráfico 1.5.3). Ese proceso fue, no obstante, incompleto, por lo que la recuperación de la actividad tampoco fue plena, en el sentido de que no ha permitido que se alcance el nivel de producto previo a la crisis y de que no se ha extendido a todas las ramas productivas por igual.

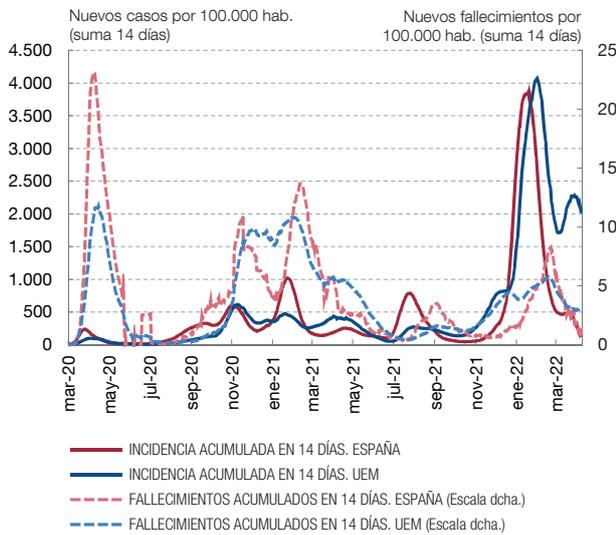
En el conjunto de 2021, el PIB creció un 5,1 %. El avance del producto se sustentó principalmente en la aportación de la demanda interna, de 4,7 puntos porcentuales (pp), incluida la contribución de 5 décimas de la variación de existencias (véase

Gráfico 1.5

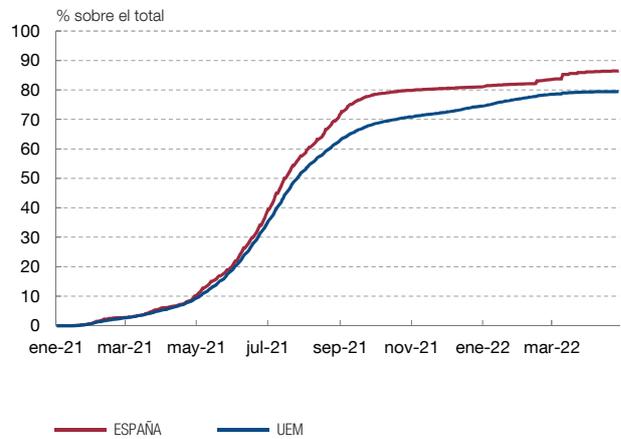
EN ESPAÑA, LA ACTIVIDAD SE RECUPERÓ GRADUALMENTE, FAVORECIDA POR LA MEJORA DE LA SITUACIÓN SANITARIA

La economía española se recuperó gradualmente en 2021, aunque de forma incompleta, favorecida por la disminución del impacto de la pandemia sobre la actividad gracias al proceso de vacunación.

1 EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN ESPAÑA Y EN LA UEM (a)



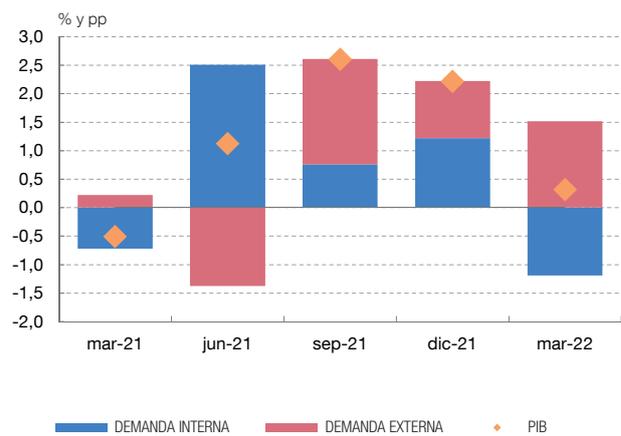
2 PORCENTAJE DE POBLACIÓN TOTALMENTE VACUNADA (b)



3 INDICADOR DE MOVILIDAD DE GOOGLE



4 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB REAL Y CONTRIBUCIONES



FUENTES: Our World in Data, Instituto Nacional de Estadística, Google y Banco de España.

a Último dato: 9 de abril.

b Con información hasta el 27 de abril.

c Desviación porcentual respecto a la movilidad observada en un período de referencia prepandemia (3 de enero-6 de febrero de 2020). Se representan las medias móviles de 7 días.



gráfico 1.5.4). La demanda exterior neta aportó casi 0,5 pp. En el primer trimestre de 2022, las consecuencias de la guerra dieron lugar a que el crecimiento del PIB se moderara significativamente, hasta el 0,3 % en tasa intertrimestral.

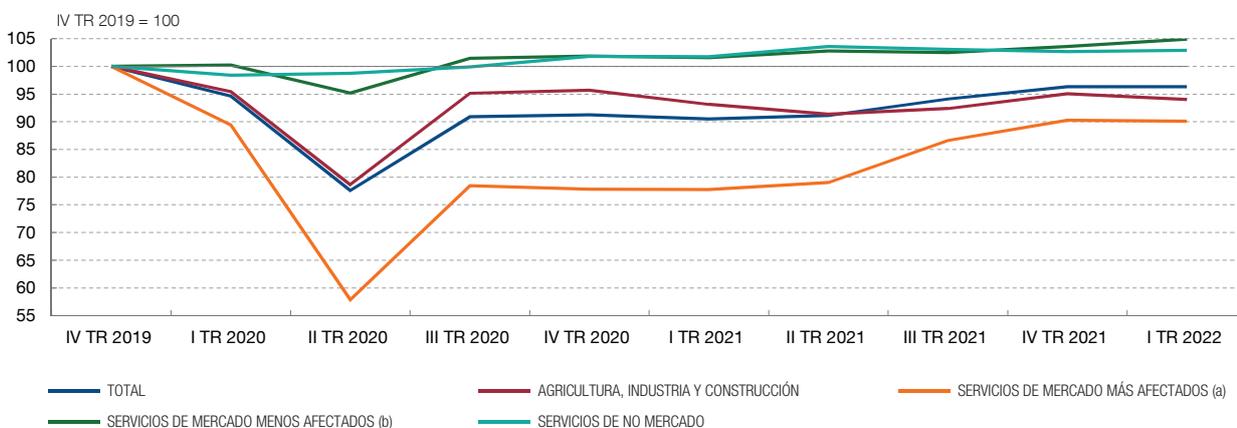
A lo largo de 2021 y en la parte transcurrida de 2022 se ha producido un intenso proceso de rotación sectorial de la actividad. En el primer semestre del año

Gráfico 1.6

LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD HA SIDO HETEROGÉNEA POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Las ramas más afectadas por la pandemia presentan una evolución más rezagada respecto al resto, que, en muchos casos, ya han alcanzado los niveles previos a la crisis sanitaria.

1 EVOLUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO, POR RAMAS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Comisión Europea.

- a** Comercio, transporte y hostelería, Actividades profesionales, científicas y administrativas, y Actividades artísticas y recreativas.
b Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, y Actividades inmobiliarias.



pasado, el mantenimiento de un grado elevado de restricciones frente a la pandemia hizo que los servicios sometidos a la interacción social presentaran una notable atonía, en tanto que las ramas manufactureras mostraban una mayor pujanza. Pero, a medida que avanzaba el año, en las ramas de hostelería y ocio la actividad fue cobrando un mayor dinamismo conforme la vacunación iba permitiendo levantar las medidas de contención frente a la pandemia (véase gráfico 1.6). A la vez, las disrupciones en el transporte marítimo, las dificultades para el abastecimiento de algunos insumos y el encarecimiento de estos alteraron, a partir de mediados de 2021, la recuperación de las ramas primarias, industriales y de construcción. Dentro del sector manufacturero, la producción de material de transporte ha estado especialmente expuesta a las disrupciones en los procesos productivos, debido a los fuertes desajustes entre oferta y demanda que comenzaron a registrarse en la industria de semiconductores y circuitos integrados a partir del tramo final de 2020 y que se intensificaron progresivamente a lo largo de 2021. Este fenómeno ha conducido a un recorte de la producción de numerosas plantas automovilísticas en España y en el resto de Europa¹¹. Esta actividad es muy sensible a las alteraciones en las cadenas internacionales de suministros, ya que su producción está muy fragmentada en diferentes localizaciones y trabaja con reducidos niveles de

¹¹ Los índices de producción industrial en España de las ramas de fabricación de automóviles y de otro material de transporte (trenes, aviones, barcos) están un 21,5% y un 6,6%, respectivamente, por debajo del nivel prepandemia.

existencias (según el modelo *just in time*). Se trata, además, de un sector muy relevante no solo por su peso en el conjunto de la economía (2,7 % sobre el VAB total en 2019, incluyendo las ramas de fabricación y venta de vehículos de motor), sino también por la elevada magnitud de los efectos de arrastre generados sobre la actividad de otras ramas¹².

Como en otras áreas geográficas, los precios de consumo se han acelerado de forma muy pronunciada. El aumento de la tasa de variación interanual ha sido prácticamente ininterrumpido entre diciembre de 2021 y marzo de 2022, meses en los que ha pasado del -0,6 % al 9,4 %, su valor más alto desde 1985^{13, 14}. En su mayor parte, ese aumento de la tasa del indicador general es atribuible al encarecimiento de la energía, componente al que se deben casi dos terceras partes del incremento total (véase gráfico 1.7.1). No obstante, también han intensificado su ritmo de crecimiento a lo largo de este período los precios de los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios. El indicador de inflación subyacente, que mide la evolución de los precios de estos dos últimos componentes —los cuales habitualmente muestran oscilaciones menos pronunciadas—, ha repuntado, entre diciembre de 2020 y marzo de 2022, desde el -0,1 % hasta el 3 %. Este incremento también se observa, aunque con menor intensidad, cuando se consideran otras medidas alternativas de inflación basadas en la exclusión de los componentes más volátiles (véase gráfico 1.7.2).

Como se describe con mayor detalle en el capítulo 3 de este Informe, se pueden identificar tres factores tras este aumento de la inflación. El primero de ellos, de naturaleza fundamentalmente mecánica, está vinculado con la fuerte desaceleración de los precios de numerosos bienes y servicios en los primeros meses de la pandemia, lo que dio lugar a la aparición, a partir de marzo de 2021, de potentes efectos base en la inflación interanual¹⁵. El segundo factor está vinculado con la respuesta de la oferta a la recuperación de la demanda tras los peores momentos de la crisis sanitaria y los cambios que se han producido en los patrones de consumo de los hogares como consecuencia de esta y de las medidas para contenerla. En este contexto, como se ha señalado, la adaptación imperfecta de los

12 La fabricación de vehículos de motor es la rama que más PIB estaría detrayendo en España como consecuencia del impacto de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. En concreto, se estima que las perturbaciones en esta rama habrían reducido la tasa media de crecimiento del PIB en 0,2 pp en 2021 y podrían rebajarlo en otro medio punto porcentual en 2022 [véase [Fernández-Cerezo, Montero y Prades \(2021\)](#)]. Los efectos directos de la caída de la producción del sector automovilístico explicarían algo menos del 30 % de esta revisión, mientras que el resto se debería a los efectos de arrastre, tanto nacionales como internacionales.

13 La serie del IAPC comienza en 1997. Por este motivo, para el período 1985-1996 la comparación se establece frente al índice de precios de consumo (IPC).

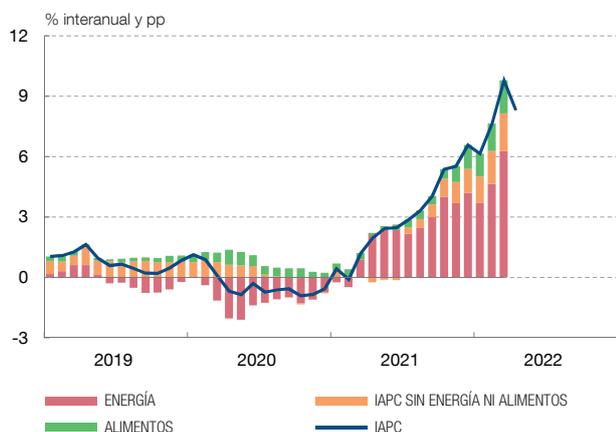
14 En abril, el IAPC se desaceleró hasta el 8,3 % según el indicador adelantado. Sin embargo, en la fecha de cierre de este Informe no se dispone del desglose por componentes, lo que dificulta la valoración de este dato más reciente, aunque la información parcial disponible apunta a que la reducción de la tasa sería el resultado de la ralentización del componente energético, mientras que el índice no energético habría seguido repuntando.

15 Se denomina así al efecto que surge por el hecho de que la tasa de variación interanual en un determinado mes se vea afectada por las variaciones intermensuales, anormalmente bajas o altas, observadas en el mismo mes del año anterior. Para una explicación más detallada de este efecto, véase [Banco de España \(2016\)](#).

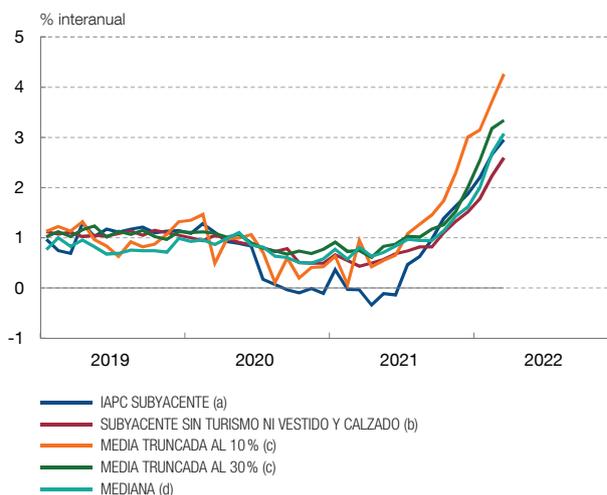
EL INCREMENTO DEL PRECIO DE LA ENERGÍA EXPLICA GRAN PARTE DEL AUMENTO DE LA INFLACIÓN, PERO TAMBIÉN HA REPUNTADO EL RITMO DE AVANCE DEL RESTO DE LOS PRECIOS DE CONSUMO

Desde comienzos de 2021, la inflación ha registrado un fuerte incremento, impulsada, fundamentalmente, por los precios de la electricidad y de los derivados del petróleo. No obstante, las tasas de crecimiento de los precios del resto de los bienes y servicios que integran la cesta de consumo también han repuntado con distintos grados de intensidad. Ello ha obedecido a distintos factores, que incluyen la recuperación de la demanda tras la paulatina apertura de la economía, al irse levantando las restricciones impuestas a raíz de la pandemia, y las alteraciones en la oferta causadas por los cuellos de botella en la producción.

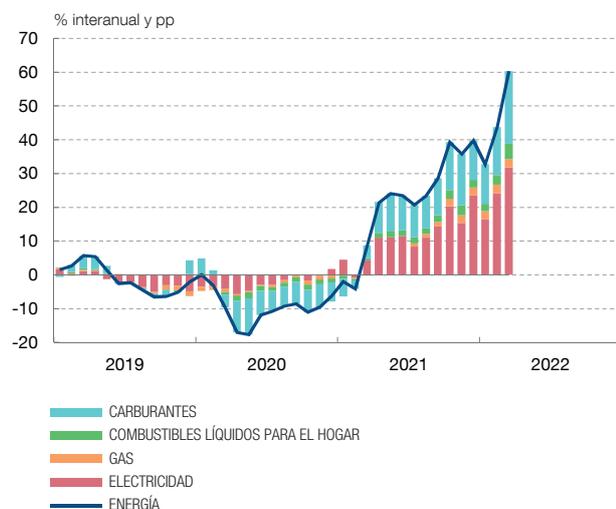
1 IAPC GENERAL. EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



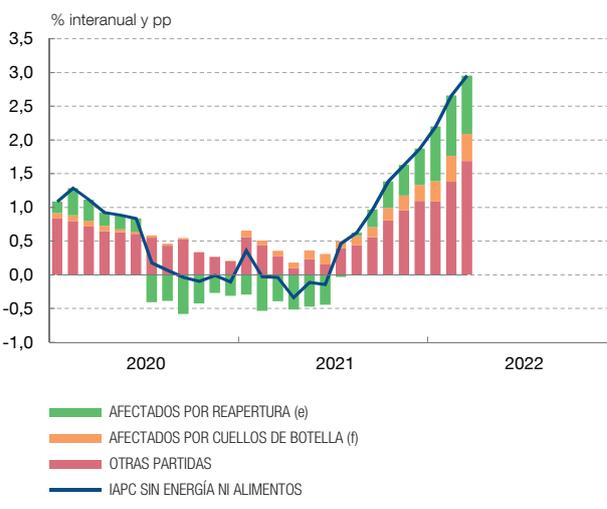
2 MEDIDAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE



3 IAPC DE ENERGÍA. EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



4 IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS. EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a IAPC sin energía ni alimentos.
- b IAPC sin energía, alimentos, vestido y calzado, paquetes turísticos, servicios de alojamiento y transporte aéreo.
- c La media truncada se define como la tasa media tras excluir aquellas partidas que muestran una menor y una mayor variación de precios. En particular, para la media truncada al 10 % (30 %) se excluye el 5 % (15 %) de las partidas en ambos extremos de la distribución de dichas variaciones de precios.
- d La mediana se refiere a la tasa de variación que se encuentra en el punto medio de la distribución de las variaciones de precios de todas las partidas del IAPC.
- e Incluye: vestido y calzado, transporte aéreo, servicios recreativos y culturales, y servicios de alojamiento.
- f Incluye: vehículos, piezas de repuesto y accesorios, y mobiliario y enseres.



procesos productivos a estos desarrollos de la demanda, junto con la proliferación de alteraciones en el transporte marítimo internacional, ha producido disrupciones en las cadenas globales de suministros¹⁶, que han traído consigo un encarecimiento significativo de un conjunto amplio de bienes intermedios. El tercer factor, en parte relacionado con el anterior, es el encarecimiento de la energía a escala global, como se detalla a continuación.

Desde comienzos de 2021 ha tenido lugar un fuerte aumento de los precios de los hidrocarburos y la electricidad. El encarecimiento del gas y del petróleo desde el inicio del pasado año ha sido muy pronunciado, en parte como consecuencia de la progresiva intensificación de las tensiones geopolíticas. Además, el incremento del precio del gas, materia prima empleada por las centrales de ciclo combinado para la producción de electricidad, y, aunque en menor medida, el de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero dieron lugar a un fuerte encarecimiento de la electricidad en los mercados mayoristas, dado el sistema de fijación de precios utilizado en estos últimos¹⁷. Estos aumentos han afectado a los precios minoristas de la electricidad en España con una intensidad significativamente mayor que en otros países europeos (véase gráfico 1.7.3)¹⁸.

La traslación de la subida del coste de los *inputs* productivos a los distintos componentes de los precios de consumo no energéticos ha sido, por el momento, parcial. El encarecimiento de la energía se ha trasladado de forma rápida y plena al correspondiente componente de los precios de consumo. Pero la transmisión del aumento de precios de los bienes intermedios (energéticos y no energéticos) a los precios del resto de los componentes de la cesta de consumo está siendo, de momento, parcial (véase gráfico 1.7.4). Ello está en línea con la evidencia empírica disponible, que sugiere que la magnitud del impacto de los cambios en los precios de los bienes intermedios —que han sido los más afectados por los cuellos de botella— en el IAPC es relativamente reducida y se produce con cierto desfase¹⁹. En el episodio actual, este aspecto se ve corroborado por los

16 Véanse [Kataryniuk, Del Río y Sánchez Carretero \(2021\)](#) y [Attinasi et al. \(2021\)](#).

17 El mercado mayorista de la electricidad opera bajo un sistema marginalista en el que todos los generadores reciben un mismo precio, correspondiente al precio de casación de la oferta y la demanda, el cual se relaciona con los costes marginales de producción de la tecnología más cara. La evolución en el mercado mayorista de los precios de la electricidad en España, similar a la del resto de los países europeos, refleja un incremento del 575 % entre finales de 2020 y marzo de 2022. Más del 80 % de ese encarecimiento se explica por el aumento del precio del gas, mientras que el de los derechos de emisión contribuyó con casi un 10 % adicional. Para un mayor detalle de la estimación realizada, véase [Pacce, Sánchez y Suárez-Varela \(2021\)](#).

18 Este mayor incremento de los precios minoristas en España es consecuencia de las diferencias en los sistemas de fijación de esos precios en distintos países, que dan lugar a velocidades de transmisión diferentes de los desarrollos en los mercados mayoristas. Esa traslación es particularmente rápida en España, mientras que en otros países aún no se han observado las repercusiones de las alzas recientes de precios en los mercados mayoristas.

19 En un análisis de correlación simple para el período 2003-2021, se observa que la mayor relación entre el incremento de los precios de producción de los bienes intermedios y la inflación subyacente tiene lugar con un desfase de seis meses. Esta demora es inferior a la encontrada para el caso del área del euro, donde se estima que la traslación de los precios de los bienes intermedios a los precios de los bienes industriales no energéticos tardaría en producirse entre 12 y 18 meses [véase [Koester et al. \(2021\)](#)].

resultados de distintas encuestas a las sociedades no financieras, como los índices de gestores de compras [*Purchasing Managers' Index* (PMI, por sus siglas en inglés)] y la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)²⁰, que indican que, en efecto, 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, a pesar de la recuperación de la demanda.

La guerra en Ucrania ha dado lugar a un encarecimiento adicional de la energía y ha reforzado algunas de las distorsiones en las cadenas globales de valor. A principios de año estaban comenzando a emerger las primeras señales de relajación de las tensiones en las cadenas de abastecimiento mundiales. Pero esos indicios han quedado oscurecidos, tras el comienzo de la guerra, por las disrupciones en los aprovisionamientos provenientes de Rusia y Ucrania. Asimismo, los precios en los mercados de hidrocarburos, así como en los de algunos metales y materias primas agrícolas, han registrado un tensionamiento adicional. De esta forma, están ganando persistencia factores cuya naturaleza se preveía en principio transitoria, lo que hace más probables su eventual transmisión generalizada a otras variables nominales de la economía y la aparición de efectos adversos sobre la actividad global. En particular, la prolongación de la etapa de costes elevados de los insumos reduce la capacidad de los márgenes empresariales para seguir absorbiéndolos, y esto se traduce, por tanto, en una mayor filtración a los precios finales de consumo. En un contexto en el que los trabajadores también están viendo reducidas sus rentas reales, una inflación más persistente podría acabar trasladándose a las demandas salariales y, por consiguiente, a los costes laborales, dando lugar al fenómeno de retroalimentación entre precios y salarios conocido como «efectos de segunda vuelta».

3.2 La limitada reactivación del gasto de hogares y empresas

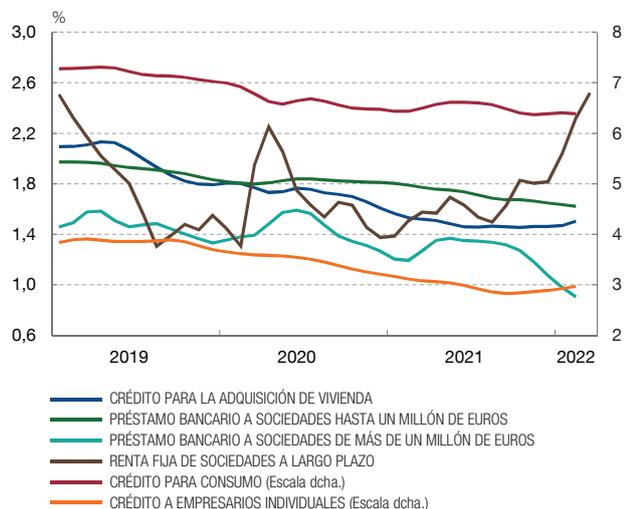
Las condiciones financieras, que se habían mantenido holgadas a lo largo de 2021, han comenzado a endurecerse en los primeros meses de este año. En el transcurso de 2021, las decisiones de gasto de los agentes privados de la economía se vieron favorecidas por la prolongación del período de condiciones de financiación favorables. Los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito se redujeron de forma generalizada a medida que avanzaba el año, hasta alcanzar nuevos mínimos históricos en todos los segmentos (véase gráfico 1.8.1). Ahora bien, esta tendencia se ha interrumpido en 2022. Aunque en los primeros meses del año los tipos de interés de los préstamos bancarios se han mantenido en niveles reducidos, el aumento reciente de las rentabilidades en el mercado interbancario sugiere que, a corto plazo, ha comenzado a elevarse también el coste del crédito.

²⁰ Véase Izquierdo (2022).

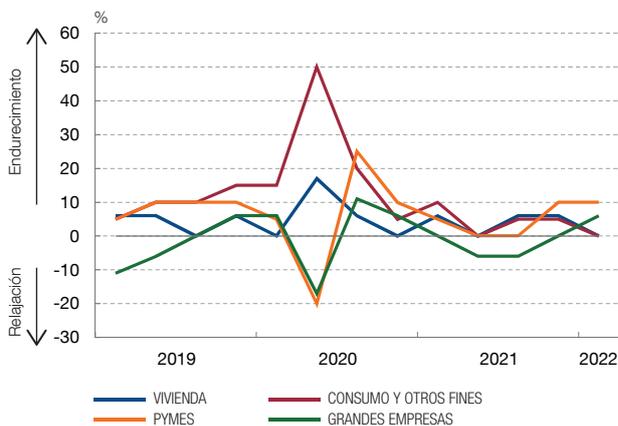
LAS CONDICIONES FINANCIERAS SE MANTUVIERON HOLGADAS EN 2021 Y EL CRÉDITO MOSTRÓ POCO DINAMISMO EN LA MAYORÍA DE LOS SEGMENTOS

Los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios alcanzaron nuevos mínimos históricos, mientras que el coste de la financiación con valores de renta fija repuntó desde el verano. Los criterios de aprobación de los préstamos a hogares y a pymes se endurecieron ligeramente a lo largo de 2021, mientras que se relajaron levemente en el caso de las grandes empresas. Sin embargo, en el primer trimestre de 2022 los criterios de concesión de préstamos a las empresas se habrían endurecido ligeramente. Las nuevas operaciones de crédito a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron en niveles muy elevados, pero mostraron un comportamiento débil en el resto de los segmentos. La ratio de endeudamiento del sector privado no financiero se redujo gracias al aumento del PIB.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



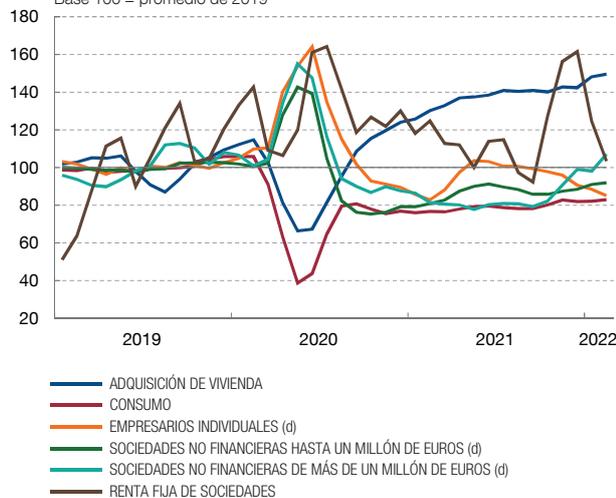
2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS (b)



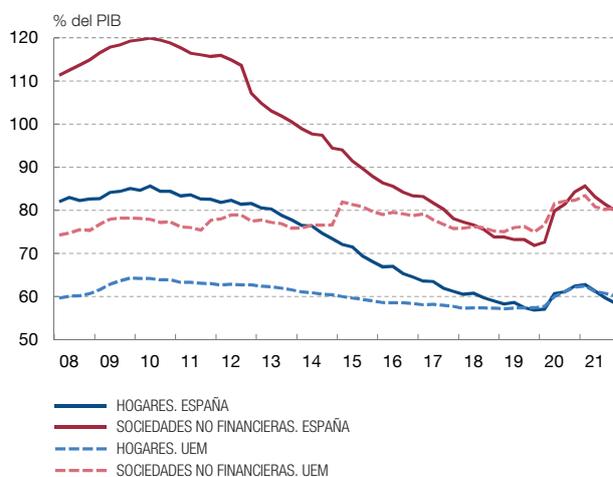
3 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO (c)

Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses

Base 100 = promedio de 2019



4 ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Thomson Reuters.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b EPB. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente \times 1 + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida \times 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida \times 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente \times 1.
- c Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de depósito como por los establecimientos financieros de crédito.
- d Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



En el caso de la financiación empresarial a largo plazo, se ha intensificado en los primeros meses de este año como consecuencia del aumento de los tipos de interés libres de riesgo al mismo plazo.

La oferta de crédito se contrajo levemente en algunos segmentos de mercado a lo largo de 2021 y en el primer trimestre de 2022, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) (véase gráfico 1.8.2). A lo largo del año pasado, los criterios de concesión de préstamos se hicieron ligeramente más restrictivos en el caso de los destinados a hogares y pymes, mientras que, en los otorgados a grandes empresas, se registró, por el contrario, una leve relajación. En el primer trimestre de este año, estos criterios se habrían endurecido ligeramente en el caso de las empresas, independientemente de su tamaño. En el contexto descrito de condiciones financieras favorables y de ausencia de restricciones de oferta de crédito, la evolución dispar de la demanda de financiación por segmentos se reflejó en una trayectoria también heterogénea de los correspondientes flujos (véase gráfico 1.8.3). Estos desarrollos de los flujos crediticios, unidos a la senda positiva de las rentas, permitieron que las ratios de endeudamiento de hogares y familias descendieran a partir de mediados del año pasado (véase gráfico 1.8.4).

Aunque significativa, la recuperación del consumo ha sido insuficiente para que este agregado retome el nivel previo a la pandemia. El consumo creció en 2021 un 4,6 %, en tasa media anual, pero, en el primer trimestre de 2022, registró un notable retroceso (del -3,6 % en tasa intertrimestral). De este modo, el nivel actual todavía dista un 9,7 % del correspondiente al cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 1.9.1). Varios factores han venido dificultando la recuperación del consumo. En primer lugar, la renta bruta disponible siguió sin alcanzar en 2021 su nivel previo a la crisis sanitaria en términos nominales, a pesar de su ritmo de avance relativamente elevado en 2021. En segundo lugar, la preocupación por las consecuencias sanitarias de la pandemia siguió frenando, durante todo el año pasado, el gasto de los hogares españoles en aquellas partidas que conllevan más interacción social, como el turismo. No obstante, el consumo de estos servicios presentó, en todo caso, una normalización parcial a lo largo del año (véase gráfico 1.9.2). En tercer lugar, las dificultades de aprovisionamiento de algunos consumos intermedios han conducido a caídas en la producción de determinadas ramas industriales, lo que ha limitado la capacidad de los hogares para cubrir la demanda de ciertos bienes. Este es el caso, en particular, de los automóviles, cuyas ventas siguieron disminuyendo en 2021 y en el primer cuatrimestre de 2022²¹.

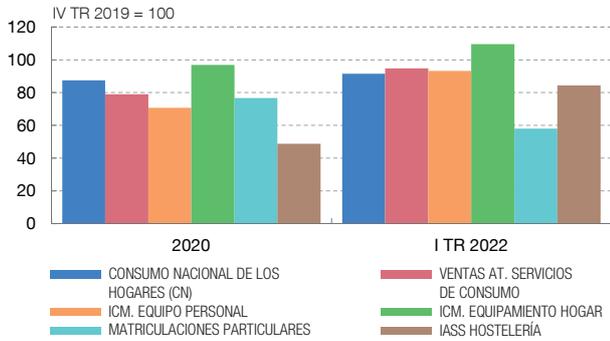
21 En contraposición, la facturación de la industria de equipamiento electrónico, hacia la que se redirigieron estos consumos intermedios al inicio de la pandemia (en particular, los microchips), cuando las empresas automovilísticas redujeron sus pedidos, ha mostrado un notable vigor. El gasto en esta partida superó ampliamente al previo a la crisis sanitaria, y su dinamismo podría estar apuntando a un cambio persistente en los patrones de consumo en favor de bienes de mayor contenido tecnológico, proceso que estaría impulsado por la aceleración del proceso de digitalización que ha propiciado la pandemia. También el gasto en equipamiento del hogar, que ya había presentado una resistencia notable en 2020, creció con fuerza en 2021.

Gráfico 1.9

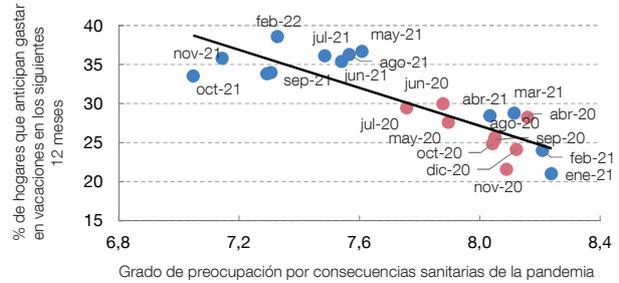
EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS HA MOSTRADO UNA RECUPERACIÓN INCOMPLETA CON RESPECTO A LOS NIVELES PREVIOS A LA PANDEMIA, EN UN CONTEXTO EN EL QUE, EN TÉRMINOS AGREGADOS, LA BOLSA DE AHORRO ACUMULADA EN 2020 NO SE HABRÍA DESTINADO A GASTO CORRIENTE

El repunte del consumo de las familias, de intensidad desigual por partidas de gasto, fue insuficiente para alcanzar los niveles previos a la pandemia. El dinamismo del consumo se vio limitado por el carácter parcial de la recuperación de las rentas, la persistencia de un impacto negativo de la pandemia sobre las partidas de gasto que conllevan un mayor grado de interacción social y los cuellos de botella. La tasa de ahorro se mantuvo en un nivel elevado, sin que los hogares de mayor renta, que acumularon el grueso del ahorro forzoso en 2020, hayan recurrido a estos fondos para destinarlos a consumo.

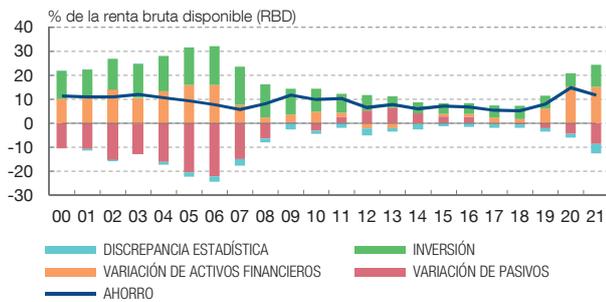
1 EVOLUCIÓN DEL GASTO DE LOS HOGARES (PROMEDIO ANUAL, EN RELACIÓN CON EL NIVEL OBSERVADO EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2019) (a)



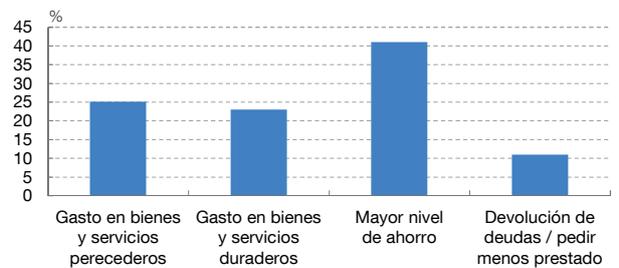
2 PREOCUPACIÓN POR LAS CONSECUENCIAS SANITARIAS DE LA PANDEMIA FRENTE A INTENCIÓN DE GASTAR EN VACACIONES EN LOS SIGUIENTES 12 MESES



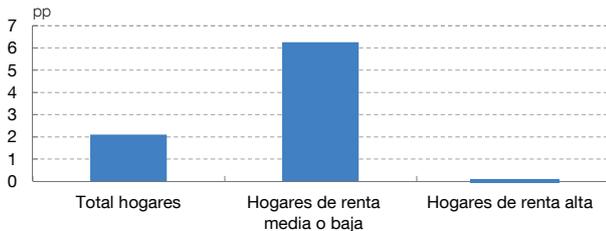
3 DESTINO DEL AHORRO BRUTO DE LOS HOGARES (b)



4 DESTINO ESPERADO DEL AHORRO ACUMULADO ENTRE ENERO DE 2020 Y MARZO DE 2021. DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL. ESPAÑA



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



6 IMPACTO MEDIANO DE LA SUBIDA DEL PRECIO DE LA ENERGÍA (PROMEDIO 2021 FRENTE A PROMEDIO 2020). DESGLOSE POR DECIL DE RENTA



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

- a El gasto en equipo personal y en equipamiento del hogar recoge la evolución de estas partidas de acuerdo con el índice de comercio al por menor (ICM), mientras que el correspondiente a servicios de consumo recoge la evolución de las ventas de grandes empresas, de acuerdo con la información de la Agencia Tributaria (AT), en este segmento. El indicador de actividad del sector servicios (IASS) de la hostelería recoge la actividad en esta rama. Para las partidas de gasto obtenidas a partir de la información de la AT y del IASS no se dispone de información para el mes de marzo, por lo que los datos para el primer trimestre de 2022 recogen el valor promedio en enero y febrero de 2022 en relación con el observado en el cuarto trimestre de 2019.
- 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.
- c 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.
- d Incremento obtenido asumiendo estabilidad en las cantidades de energía consumidas, y un incremento en sus precios igual al observado, en promedio, en 2021.



En cuarto lugar, un factor muy relevante está siendo el repunte de los precios, que ha erosionado el poder de compra de los hogares. Finalmente, el desencadenamiento de la guerra ha podido reforzar, más recientemente, la actitud precavida de los hogares ante sus decisiones de gasto.

En este contexto de moderada recuperación del consumo real, la tasa de ahorro experimentó un retroceso a lo largo de 2021. No obstante, esta última variable siguió en niveles elevados en comparación histórica (véase gráfico 1.9.3). En concreto, la tasa de ahorro fue del 11,4 % de la renta disponible, 3,6 pp menos que en 2020, pero 3,1 pp más que en 2019. El repunte del consumo en 2021 fue, en términos nominales, algo superior al de las rentas, lo que, en parte, se debió precisamente al alza de la inflación de la segunda mitad del año. En todo caso, la recuperación incompleta del consumo y la persistencia de tasas de ahorro relativamente elevadas estuvieron en consonancia con la debilidad que presentó el flujo de crédito al consumo (que se situó un 22 % por debajo de los niveles medios de 2019), a pesar de las favorables condiciones de financiación.

Estos desarrollos parecen indicar que, en términos agregados, los hogares no habrían recurrido en el transcurso de 2021 al exceso de ahorro acumulado desde el inicio de la pandemia para adquirir bienes y servicios de consumo. En 2020, los hogares destinaron al ahorro una proporción muy elevada de sus rentas. Ello fue consecuencia, por un lado, del ahorro por motivo de precaución en un contexto de gran incertidumbre por la crisis sanitaria y, por otro, de la imposibilidad de consumir ciertos servicios a causa de las restricciones impuestas para el control de la pandemia²². A lo largo de 2021, pese a la disminución gradual de la incertidumbre acerca de la situación sanitaria y al levantamiento progresivo de las restricciones, los hogares habrían seguido ahorrando por encima de lo que diría su comportamiento histórico, por lo que incluso habrían incrementado esta bolsa de ahorro, al menos en términos agregados.

La información procedente de encuestas indica que, hacia la primavera de 2021, los hogares esperaban destinar al gasto una proporción significativa del ahorro acumulado desde el inicio de la pandemia. En esta dirección apunta la edición de la Encuesta de Expectativas del Consumidor (CES, por sus siglas en inglés) del BCE llevada a cabo en el mes de marzo de 2021 (véase gráfico 1.9.4). Sin embargo, la información disponible sugiere que esa utilización del ahorro de 2020 que los hogares declaraban, en la primavera de 2021, querer hacer para la adquisición de bienes y servicios de consumo a lo largo del año pasado no se habría producido en la práctica en términos agregados. Ello no excluye que ese uso haya podido ser significativo para algunos grupos de hogares.

22 Cuenca, Martínez Carrascal y Del Río (2021) contiene un análisis de la evolución del ahorro de los hogares en los trimestres inmediatamente posteriores al inicio de la pandemia.

Los hogares de mayores ingresos, que han concentrado el grueso del exceso de ahorro del sector acumulado durante la pandemia, no habrían recurrido a esta bolsa para incrementar su consumo. Los hogares de ingresos elevados acumularon, en proporción a sus rentas, un mayor volumen de recursos en el primer año de pandemia. No obstante, en 2021 siguieron manteniendo niveles de gasto alejados de los previos a la crisis sanitaria, de modo que no habrían llegado a recurrir al ahorro del que hicieron acopio un año antes, en parte porque en su cesta de consumo tienen un peso comparativamente mayor las partidas que en 2021 siguieron viéndose lastradas por la pandemia (véase gráfico 1.9.5). Por el contrario, los hogares de menores rentas habían acumulado en 2020 un exceso de ahorro más modesto. Ello obedeció tanto a que la crisis afectó con mayor intensidad a sus ingresos como al menor peso dentro de sus cestas de consumo de los servicios cuya adquisición se vio limitada por la pandemia. Pero la liberación de esos fondos habría sido más intensa en 2021²³. No obstante, el hecho de que este grupo de hogares hiciera un cierto uso de su bolsa de ahorro no habría tenido un efecto suficientemente importante sobre la tasa de ahorro agregada como para devolverla a su nivel prepandemia.

El encarecimiento de la energía está teniendo un impacto significativo sobre el poder de compra de las rentas de los hogares. El aumento de precios incide con especial intensidad sobre los hogares de menores ingresos, ya que la factura energética supone una proporción más elevada de su gasto total. En concreto, los incrementos de los precios de la electricidad, el gas, los carburantes y otros combustibles observados en 2021 habrían hecho aumentar el peso de estas partidas en el gasto nominal total en 3,1 pp y 1,4 pp, respectivamente, en los deciles inferior y superior de la renta (véase gráfico 1.9.6)²⁴. Esa brecha por grupos de renta es incluso mayor en el caso del componente de la energía consumida en el hogar. Además, el margen del que disponen los hogares con menor renta para amortiguar el impacto sobre su consumo de este incremento de precios mediante una reducción de su ahorro es menor, por una doble razón: sus tasas de ahorro suelen ser más reducidas y, además, solo una pequeña proporción de estos hogares pudieron acumular ahorro extraordinario durante la pandemia.

La iniciación de viviendas, que en los meses posteriores al comienzo de la pandemia se redujo significativamente, ha repuntado de forma continuada

23 Ello habría obedecido a la confluencia de varios factores. En primer lugar, la recuperación del mercado de trabajo, que habría beneficiado precisamente a los hogares de menores rentas, habría permitido que sus niveles de gasto se normalizaran en mayor medida, al favorecer una menor necesidad de ahorro por motivo de precaución. Además, el menor peso en su cesta de consumo de las partidas todavía restringidas por la pandemia habría contribuido también a esta normalización. Por último, los hogares de los estratos de menores ingresos que constituyeron una bolsa de exceso de ahorro en 2020 probablemente hicieron frente al repunte de los precios de la energía de 2021 a través de la utilización de estos fondos, lo que les permitió evitar tener que recortar el gasto en otras partidas.

24 Estas cifras corresponden a los impactos medianos en cada uno de estos grupos de población. Para una discusión sobre los efectos macroeconómicos de una subida del precio de la electricidad, véase Hurtado *et al.* (2022). Por otro lado, en el capítulo 3 pueden observarse las tasas de inflación específicas de las cestas de consumo de cada grupo de hogares según su nivel de renta.

con posterioridad. Los visados de obra nueva han alcanzado niveles similares a los de la etapa previa al COVID-19. No obstante, la drástica disminución de las iniciaciones de viviendas en los trimestres centrales de 2020 ha seguido lastrando el volumen de obra ejecutada a lo largo de 2021 y en los primeros meses de 2022 y, por tanto, la inversión residencial. Además, en la etapa más reciente, el ritmo de construcción de nuevas obras ha podido verse condicionado negativamente por cierta escasez de mano de obra en algunos oficios del sector. También habrían podido empezar a tener una incidencia adversa en la actividad constructora las dificultades en el suministro de algunos materiales de construcción, que se han reflejado en un aumento continuado y de notable magnitud de su coste.

La compraventa de viviendas por parte de los hogares repuntó con fuerza en 2021. Frente a la atonía de la ejecución de obra, las compraventas mostraron un dinamismo más elevado que en el período previo a la pandemia, evolución que se ha prolongado al inicio de 2022. La fortaleza de las transacciones de viviendas ha sido especialmente pronunciada en el segmento de nueva construcción, en el que el volumen de operaciones fue en 2021 lo bastante alto como para compensar con creces la caída observada durante el período de mayores restricciones frente a la pandemia (véase gráfico 1.10.1). Con ello, el peso de este segmento del mercado en el total ha seguido aumentando, aunque el grueso de las transacciones se ha concentrado en el de segunda mano. El vigor de la demanda de vivienda en 2021 obedeció a varios factores, que incluyen la mejoría de la situación económica general en un contexto de condiciones financieras holgadas, la materialización de decisiones de inversión pospuestas con la irrupción de la pandemia y los cambios surgidos a raíz de esta en las preferencias de las familias hacia viviendas con espacios exteriores y más amplias, como las unifamiliares (véase gráfico 1.10.2).

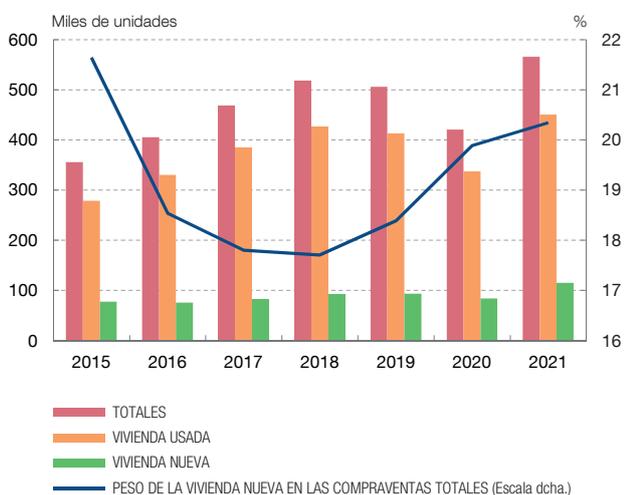
En el futuro más inmediato, la inversión en vivienda se verá impulsada por el gasto llevado a cabo en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU). La implementación del Plan de Rehabilitación y Regeneración Urbana en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) debería suponer un soporte muy relevante para la inversión residencial, dado que el Plan compromete un elevado volumen de recursos para la rehabilitación de vivienda, en especial para el propósito de mejora de su eficiencia energética. A su vez, la iniciación de proyectos asociados a los fondos europeos del PRTR para la rehabilitación de entornos residenciales y la construcción de viviendas en alquiler social en edificios energéticamente eficientes dinamizará la inversión residencial, si bien su implementación podría demorarse por la persistencia de los cuellos de botella en el sector.

Sin embargo, no parece entreverse un impulso adicional en la inversión en vivienda como consecuencia de los cambios en las preferencias de los hogares. Desde mediados de 2021, la demanda de vivienda unifamiliar ha

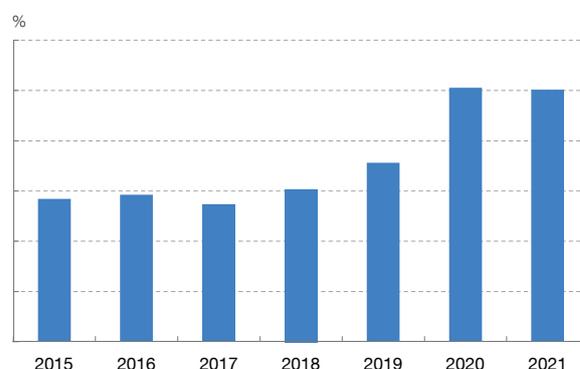
LAS COMPRAVENTAS DE VIVIENDAS SE SITUARON CLARAMENTE POR ENCIMA DE SU NIVEL PREPANDEMIA EN 2021

Prosiguió el aumento del peso de las compraventas de vivienda nueva dentro del total, aunque siguen siendo minoritarias. Por otro lado, algunas de las tendencias previas a la pandemia, aceleradas con su irrupción, se han frenado o revertido parcialmente, como muestra la estabilización del peso de la vivienda unifamiliar en las compraventas totales o la ganancia del peso de las capitales más pobladas en las compraventas de su provincia.

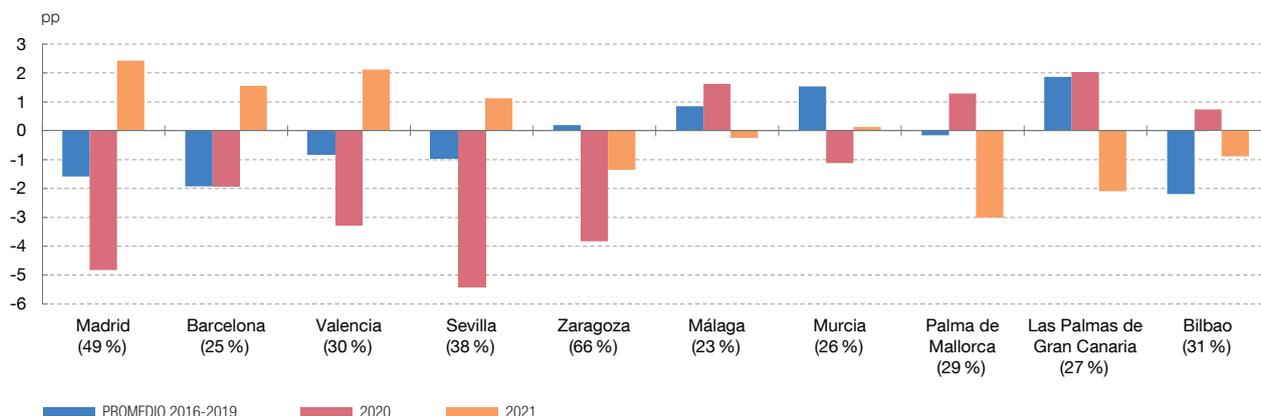
1 COMPRAVENTAS REGISTRADAS



2 COMPRAVENTAS DE VIVIENDA UNIFAMILIAR: PESO EN LAS COMPRAVENTAS ESCRITURADAS TOTALES



3 COMPRAVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA EN LA CAPITAL: VARIACIÓN DE SU PESO EN EL TOTAL DE LA PROVINCIA (a)



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

a Debajo del nombre de la capital, entre paréntesis, se representa el peso de las compraventas en el total de su provincia en 2021. Se seleccionan las diez capitales de provincia más pobladas.

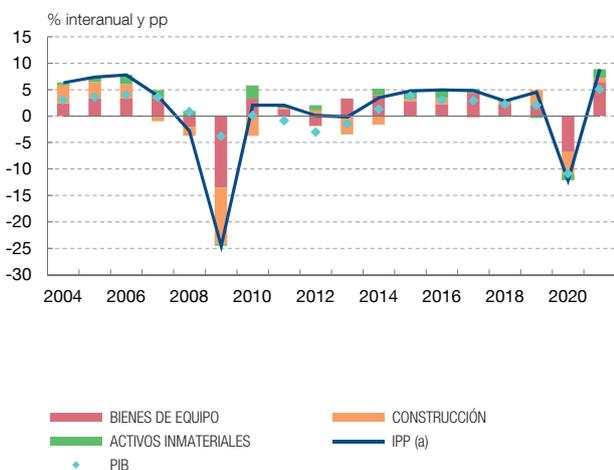


estabilizado su peso en las compraventas totales. Además, en las áreas urbanas más pobladas, la tendencia de desplazamiento hacia las afueras, que se aceleró a raíz de la pandemia, favorecida por el teletrabajo y por la mejor adaptación de la oferta a las nuevas preferencias de los hogares (con precios medios más bajos que en el centro del núcleo urbano), tendió a revertir en 2021 (véase gráfico 1.10.3).

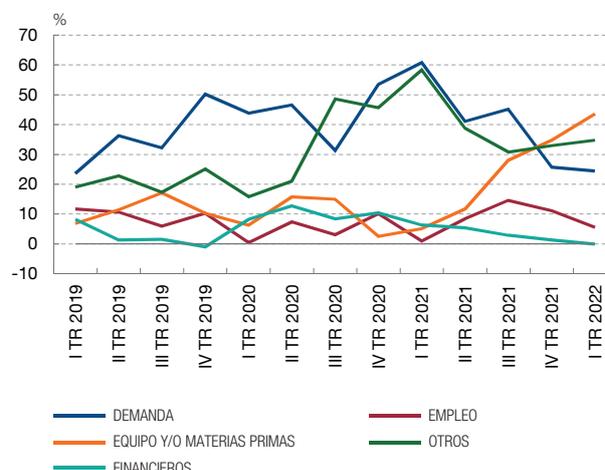
LA INVERSIÓN EMPRESARIAL HA MOSTRADO UN CIERTO DINAMISMO, PERO ESTE HA SIDO INSUFICIENTE PARA RECUPERAR LOS NIVELES PREPANDEMIA

La inversión productiva privada, que aumentó un 8,8% en 2021, no ha recuperado todavía sus niveles prepandemia. Diversos factores limitaron su expansión, como el deterioro en la situación patrimonial de las empresas como consecuencia de la crisis sanitaria, los cuellos de botella o el aumento de los costes energéticos.

1 INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA (IPP) Y PIB



2 FACTORES LIMITATIVOS EN LA INDUSTRIA DE BIENES DE INVERSIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea e IHS Markit.

a La IPP en términos reales es una estimación que resulta de detraer de la inversión total la realizada en vivienda y la correspondiente al sector público. El INE proporciona toda la información para realizar estos cálculos, excepto el deflactor de la inversión pública, que se estima a partir de la información de otros deflatores.



La inversión productiva privada registró un avance relativamente elevado en 2021. En concreto, el crecimiento estimado fue del 8,8% (véase gráfico 1.11.1). En todo caso, a la hora de valorar esta evolución, hay que tener en cuenta que las oscilaciones de la inversión empresarial son habitualmente mucho más pronunciadas que las de la demanda final. Sin embargo, en 2021 el crecimiento de esta última variable, de un 7,1%, no fue muy diferente del de la inversión productiva privada. El crecimiento de este agregado se vio impulsado por las consecuencias de la pandemia, en términos tanto de la intensificación del proceso de digitalización como de la necesidad de adaptación por parte de las empresas a las medidas de contención de los contagios. Pero, por otro lado, el modesto dinamismo de la inversión resulta coherente con la persistencia de un grado de incertidumbre todavía elevado (aunque inferior al de 2020) en relación con la resolución de la pandemia. Su recuperación se vio también limitada por el deterioro en la situación patrimonial del sector a raíz de la crisis sanitaria, los cuellos de botella que afectaron a la producción, el aumento de costes energéticos y, en algunas ramas de actividad, la recuperación todavía incompleta de los niveles de utilización de la capacidad productiva con respecto a lo observado antes de la pandemia. La información de la Contabilidad Nacional relativa al primer trimestre apunta a un dinamismo más elevado de la inversión en equipo frente al componente de inversión en otras construcciones.

El flujo de crédito bancario a las empresas mostró un dinamismo escaso, frente a la mayor fortaleza de la captación de fondos en los mercados de renta fija. El débil impulso del crédito en 2021 respondió, en parte, a que las necesidades de financiación externa de las empresas fueran relativamente reducidas, tras haber acumulado en 2020 un elevado colchón de liquidez. Además, el escaso vigor del crédito discurrió en paralelo a la sustitución de financiación bancaria por emisiones de valores de renta fija, que continuaron en niveles históricamente elevados en 2021 (véase gráfico 1.8.3). Como resultado de todo ello, los saldos vivos de financiación externa de las empresas aumentaron moderadamente en 2021, si bien, gracias al incremento del PIB, la ratio de deuda se redujo en 4,3 pp, hasta el 79,9 % (véase gráfico 1.8.4). No obstante, el empeoramiento de la situación patrimonial de las empresas que operan en algunas ramas ha sido significativo tras la pandemia, lo que ha podido lastrar su inversión.

Las alteraciones en las cadenas globales de valor afectaron a la producción de bienes de equipo. Las encuestas de confianza empresarial de la Comisión Europea proporcionan información acerca de los factores que, según las propias sociedades, están limitando su producción. En las ramas productoras de bienes de equipo, la proporción de empresas que informan de un impacto negativo derivado de la escasez de materiales ha crecido de forma continuada entre el primer trimestre de 2021 y el primero de 2022, hasta convertirse en el mayor factor limitador de su producción (véase gráfico 1.11.2). El elevado impacto de los cuellos de botella sobre las industrias productoras de bienes de equipo es coherente con la utilización, por parte de estas, de una elevada proporción de insumos importados.

La escalada de los costes energéticos limitó la recuperación de la inversión de forma muy heterogénea entre las distintas ramas. El peso de los costes de la energía utilizada en el proceso productivo sobre la cifra de negocio se situaba alrededor del 2 % en 2019, de acuerdo con la información de la Encuesta de Estructura Empresarial del Instituto Nacional de Estadística (INE)²⁵. Este dato agregado esconde, no obstante, una gran disparidad por ramas de actividad y por tamaño empresarial, de modo que el impacto del aumento en el coste de la energía sobre los costes totales ha sido muy heterogéneo. En concreto, el peso de los gastos energéticos supera el 12 % de la cifra de negocios en el transporte y en la fabricación de materiales de construcción, y el 6 % en la fabricación de ciertos productos obtenidos a partir de minerales y en las industrias extractivas. En

25 Véase [Matea Rosa, Martínez Casares y Vázquez Martínez \(2021\)](#). La elasticidad de la actividad ante un aumento del precio de una fuente energética puede ser descompuesta en dos partes: el parámetro que mide la disminución en el consumo energético de las empresas ante el encarecimiento de esa fuente de energía y el parámetro que aproxima la reducción en la producción asociada al menor uso de energía. Por ejemplo, para el primero de estos parámetros, [Labandeira, Labeaga y López \(2016\)](#) encuentran, para el caso concreto de la electricidad en España, un valor en torno a $-0,3$. Por su parte, el segundo parámetro se aproxima por la ratio entre el coste de la energía y la cifra de negocio (por ejemplo, $0,002$ para la electricidad). El producto de estos dos parámetros indica que una subida de 20 pp del precio de la electricidad podría reducir la producción agregada de la economía en 0,1 pp a corto plazo.

cambio, estos costes suponen una proporción inferior al 0,6 % de la cifra de negocios de las ventas en las ramas de fabricación de material de transporte, información y comunicaciones, en las actividades profesionales científicas, técnicas, administrativas y de servicios auxiliares, y en el suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado. Además, la composición del gasto energético varía también sustancialmente por ramas de actividad. Así, los combustibles distintos de la electricidad y el gas natural son el componente más importante de la factura energética en el transporte y el comercio, pero en la industria y los servicios lo es la electricidad. Finalmente, un desglose en función del tamaño empresarial refleja que el consumo de energía en las empresas medianas (de 20 a 49 empleados) es algo mayor que el del resto de las sociedades en las ramas de comercio, transporte y servicios. Por el contrario, en la industria no se observan grandes diferencias en el consumo energético según el tamaño de las empresas.

La utilización de la capacidad productiva se ha recuperado solamente de modo parcial tras el retroceso de 2020. El aumento del grado de utilización de la capacidad productiva ha sido mayor en las industrias de bienes de consumo e intermedios, en las que ya se ha superado, al comienzo de 2022, el nivel previo a la pandemia. Ello explica que la demanda de bienes de inversión sea mayor en estas ramas.

Las diferencias en la evolución de la actividad por ramas productivas se vieron reflejadas en un comportamiento dispar de los distintos componentes de la inversión en 2021. La trayectoria de la inversión en otras construcciones y en equipo de transporte fue más desfavorable que la de la inversión en maquinaria y bienes intangibles, componentes que, a finales de 2021, ya habían alcanzado su nivel prepandemia en ambos casos. Esta heterogeneidad en la trayectoria de los diferentes componentes de la inversión se explica por la distinta evolución de la actividad por sectores productivos, que invierten de forma muy dispar en los distintos tipos de activos y que se han visto afectados con diferente intensidad por la crisis sanitaria y las alteraciones en las cadenas globales de suministros.

La recuperación ha sido comparativamente más intensa en el caso de la inversión en maquinaria. Ello se explicaría por el menor impacto de las medidas de contención frente a la pandemia sobre las ramas manufactureras, que concentran una proporción elevada de este tipo de inversión²⁶. Por el contrario, en otras ramas, como la hostelería, en las que la incidencia negativa de la pandemia ha sido muy elevada, el peso de la inversión en maquinaria en el total de la formación bruta de capital en este activo es muy reducido.

26 En 2019, último año para el que se dispone de información sobre la composición de la inversión por ramas de actividad, la inversión de las ramas manufactureras en maquinaria y otros equipos supuso el 26 % de la inversión total en este tipo de activos. Véase [Pacce \(2022\)](#).

La inversión en medios de transporte se ha visto lastrada por los desarrollos en el sector de transporte y almacenamiento. Estas ramas, que son las que tienen un mayor peso relativo en este componente de la inversión²⁷, se han visto afectadas muy intensamente tanto por las restricciones adoptadas para frenar la pandemia como por las alteraciones en las cadenas globales de suministros. Ambos factores han frenado la renovación de la capacidad instalada de las empresas de estas ramas y, de este modo, su formación bruta de capital fijo en material de transporte. En parte, esta evolución se habría visto contrarrestada por el mayor esfuerzo inversor en material de transporte de otras ramas de actividad, como el comercio, cuyas necesidades de inversión en este tipo de activos se han visto acrecentadas por el aumento de las ventas electrónicas a raíz de la pandemia. Finalmente, la crisis sanitaria ha incentivado también la aceleración del proceso de digitalización de las empresas y, de esta manera, su inversión en activos intangibles.

Hasta la fecha, el programa NGEU ha proporcionado un impulso relativamente modesto de la inversión. La información disponible sobre la ejecución de proyectos acogidos al programa sugiere que su volumen habría sido, por el momento, relativamente reducido, aunque debería aumentar en los dos próximos años. Además, existen argumentos que llevan a esperar un aumento de la inversión en activos intangibles, como los cambios organizativos surgidos a raíz de la pandemia —la digitalización de la actividad, la implantación del teletrabajo o la venta *online*, entre otros— y los retos asociados a los cambios en el contexto geopolítico —por ejemplo, la ciberseguridad—. También la persistencia de las disrupciones en el transporte internacional podría conducir a un incremento de la inversión en esas ramas.

3.3 La evolución de los intercambios exteriores: la recuperación del turismo

La demanda exterior neta contribuyó en casi 0,5 pp al avance del PIB en 2021. Ello contrasta con la aportación fuertemente negativa, de 2,2 pp, del año anterior. La evolución de los distintos flujos, de exportaciones o importaciones y de bienes o de servicios (tanto turísticos como no turísticos), fue muy heterogénea. En concreto, los niveles de los intercambios de bienes a finales de 2021 eran solo ligeramente mayores que un año antes, al verse crecientemente afectados por las repercusiones de los cuellos de botella globales. En cambio, las exportaciones de servicios turísticos experimentaron una fuerte reactivación en el transcurso del año, como consecuencia de la mejora de las condiciones sanitarias y del levantamiento gradual de las medidas de contención. Estas tendencias se han prolongado al inicio de 2022, período en el que ha seguido observándose una cierta atonía de los flujos de comercio de bienes y un fuerte dinamismo del turismo receptor.

27 En 2019, el sector de transporte y almacenamiento concentró el 34% de la inversión en material de transporte. Las actividades administrativas y servicios auxiliares y el comercio al por menor y al por mayor fueron las otras dos ramas con un mayor peso en la inversión en material de transporte (supusieron un 26% y un 16% de este, respectivamente).

El total de exportaciones evolucionó en 2021 en línea con los desarrollos observados en los mercados de destino (véase gráfico 1.12.1). Por su parte, la competitividad a través de los precios contribuyó negativamente al crecimiento de las exportaciones totales. Las pérdidas de competitividad acumuladas reflejaron, frente al área del euro, el diferencial positivo de la tasa de crecimiento de los precios industriales de exportación y de los precios de producción interior de manufacturas, y, frente al resto de los países desarrollados, la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal.

El dinamismo de las exportaciones de bienes se vio limitado en el transcurso del año por las alteraciones en las cadenas globales de producción. Además, a comienzos de 2021, el *brexit* tuvo un cierto impacto negativo sobre las exportaciones de bienes, aunque este fue transitorio y limitado²⁸.

La evolución de las exportaciones de bienes está siendo heterogénea por áreas geográficas y por tipo de producto. Por lo que respecta a la primera de estas dos dimensiones, las ventas al resto del área del euro han presentado un mayor dinamismo en comparación con las extracomunitarias (véase gráfico 1.12.2). En cuanto a la evolución por productos, las alteraciones en la oferta están afectando particularmente a las exportaciones de automóviles, que, sobre todo desde mediados de 2021, han mostrado retrocesos significativos, como reflejo de la elevada integración de esta actividad en las cadenas globales de valor y, en particular, de su dependencia de determinados componentes electrónicos, como los microchips, cuya capacidad de producción mundial se ha revelado insuficiente para atender la demanda. En el conjunto de 2021, las exportaciones de automóviles fueron algo más de un 20 % inferiores a las de 2019 (véase gráfico 1.12.3). Ya en 2022, la guerra en Ucrania ha afectado, a escala global, a la producción de algunos componentes de la industria automovilística, aunque, en comparación con otros, los fabricantes españoles presentan una menor dependencia de los proveedores radicados en ese país.

El número de empresas exportadoras de bienes se recuperó a lo largo de 2021. La cifra total de exportadores superó el nivel prepandemia en un 5,5 % (véase gráfico 1.12.4)²⁹. Sin embargo, el conjunto de empresas que constituyen la base exportadora habitual o estable (aquellas sociedades que exportan durante al menos cuatro años consecutivos) seguía siendo en 2021 un 1,4 % menor que dos años antes.

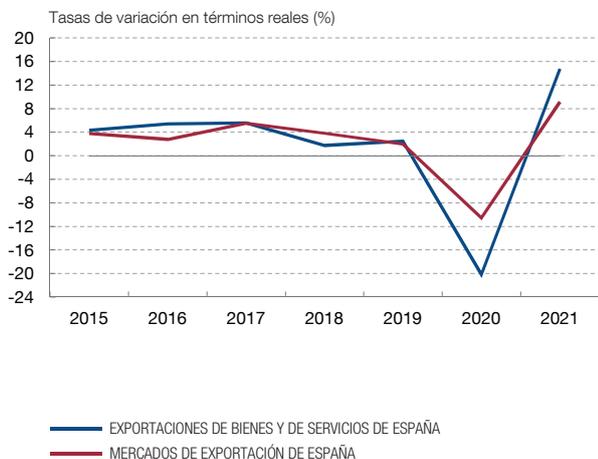
28 La materialización de la salida del Reino Unido de la UE y las fricciones generadas por la adaptación a los nuevos trámites aduaneros hicieron que el dinamismo de las exportaciones de bienes a este país (que supusieron el 6,8 % del total en 2019) fuera reducido. En realidad, ya desde el referéndum del *brexit*, la incertidumbre que caracterizó el proceso de negociación del nuevo marco de las relaciones bilaterales entre la UE y el Reino Unido provocó una desviación del comercio español hacia otros mercados europeos [véase [Gutiérrez, Lacuesta y Martín Machuca \(2021\)](#)].

29 Solo se consideran los exportadores con un volumen de ventas al exterior superior a 5.000 euros, dadas las peculiaridades de las empresas que exportan por debajo de ese umbral. En todo caso, el peso de estas últimas en las exportaciones totales es insignificante.

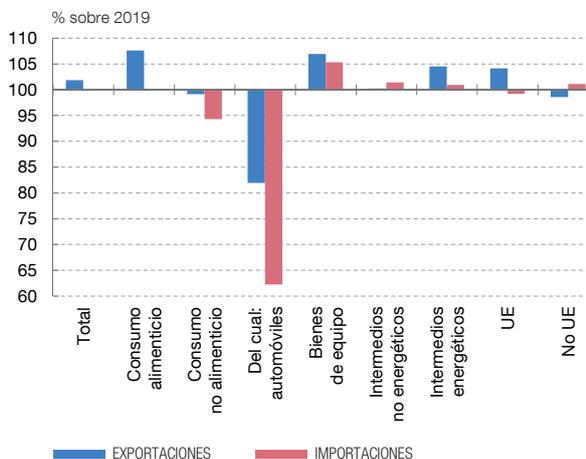
LA DEMANDA EXTERNA NETA CONTRIBUYÓ POSITIVAMENTE A LA EVOLUCIÓN DEL PIB EN 2021

La demanda exterior neta sumó 5 décimas al crecimiento del PIB en 2021, debido a la recuperación de las exportaciones turísticas. Dentro de las exportaciones de bienes destaca la evolución desfavorable de las ventas de automóviles al exterior. La cifra de empresas exportadoras repuntó en 2021, tras el descenso del año anterior.

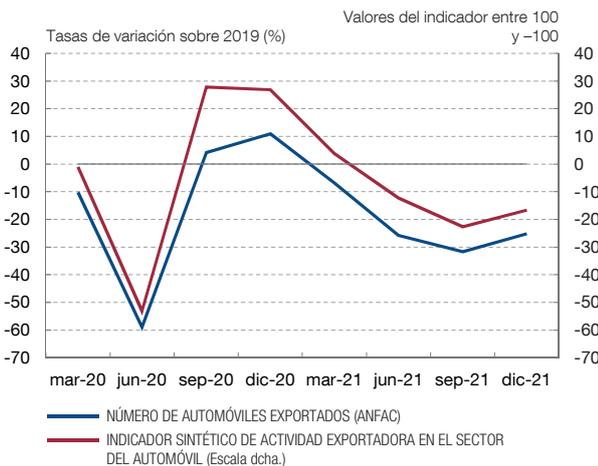
1 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES



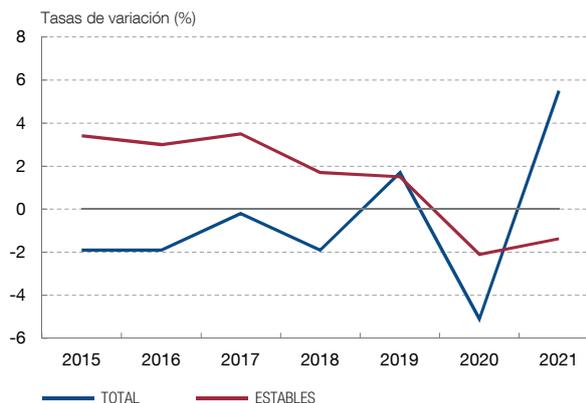
2 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES REALES DE BIENES
Año 2021 (en porcentajes sobre 2019)



3 EXPORTACIONES DE AUTOMÓVILES



4 NÚMERO DE EMPRESAS EXPORTADORAS (a)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital e Instituto Nacional de Estadística.

a Se excluyen los operadores de comercio exterior por debajo de 5.000 euros. Se considera empresa exportadora estable aquella que ha exportado al menos cuatro años consecutivos.

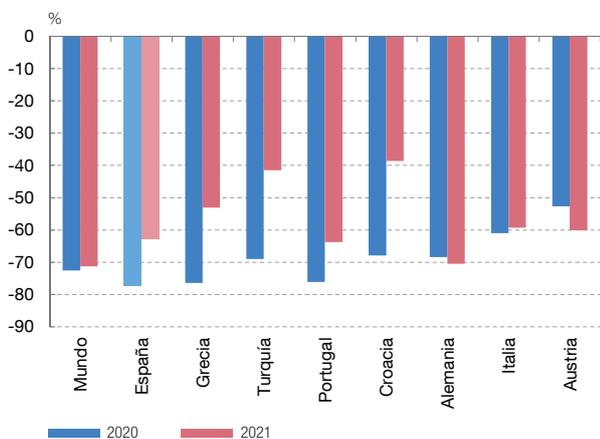


Las exportaciones reales turísticas se recuperaron de forma gradual, pero intensa, a lo largo de 2021, conforme se iban relajando las restricciones a la movilidad internacional. La reactivación, en paralelo a los avances en el proceso de vacunación, fue incompleta y presentó altibajos, en función de los brotes de la pandemia. Las llegadas y el gasto turístico, que, en comparación con sus niveles del mismo mes de 2019, se situaban en diciembre de 2020 en el 15,1 % y el 13,9 %, habían escalado hasta el 72,1 % y el 80,6 % en febrero de 2022. En relación con

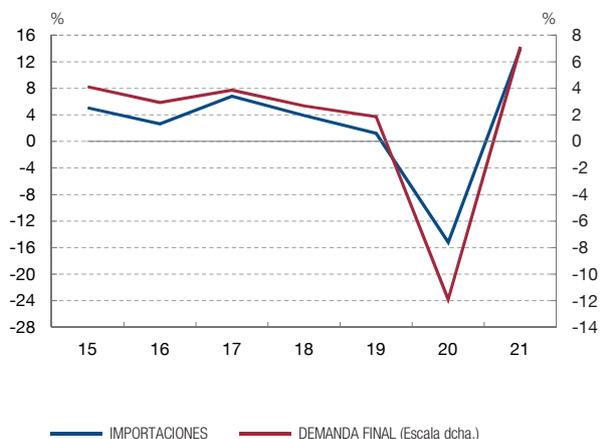
LA DEMANDA EXTERNA NETA CONTRIBUYÓ POSITIVAMENTE A LA EVOLUCIÓN DEL PIB EN 2021 (cont.)

El superávit turístico se situó en el 1,4 % del PIB (según la Cuenta del Resto del Mundo), frente al 0,7 % del PIB en 2020. La reactivación del turismo fue, no obstante, menor que en otros países. La capacidad de financiación de la nación aumentó como resultado de esta recuperación del saldo de servicios turísticos y del aumento de las transferencias de capital.

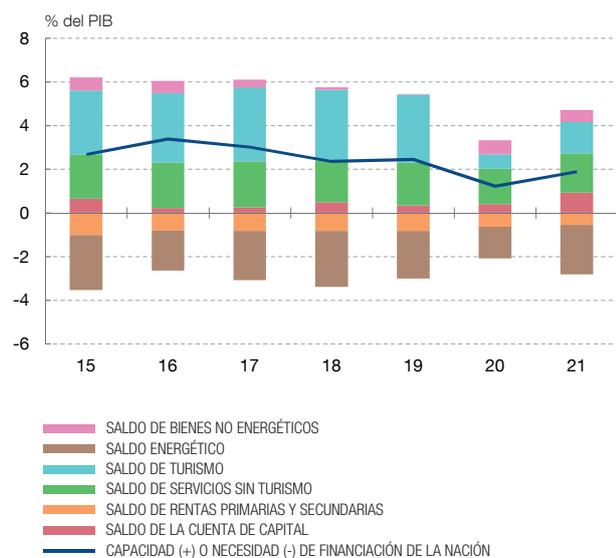
5 LLEGADAS DE TURISTAS INTERNACIONALES
Tasas sobre los niveles de 2019



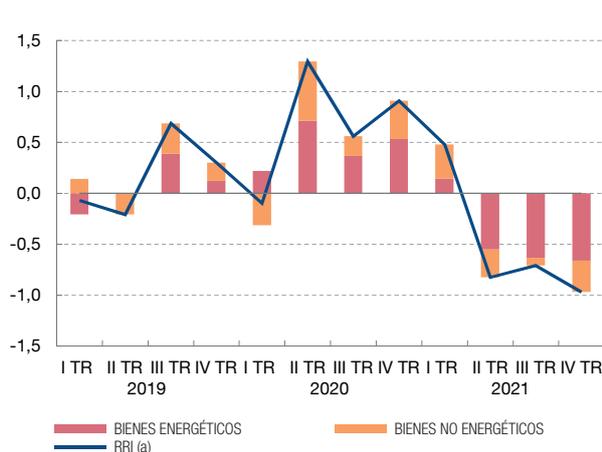
6 IMPORTACIONES Y DEMANDA FINAL
Tasas de variación en términos reales



7 EVOLUCIÓN DE LA CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN



8 EFECTO RENTA DE LA RELACIÓN REAL DE INTERCAMBIO (en pp del PIB)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, Instituto Nacional de Estadística y Organización Mundial del Turismo.

a Se calcula como la diferencia entre las tasas de crecimiento interanual de los precios de las exportaciones y de las importaciones de bienes (de acuerdo con los IVU) ponderadas por los respectivos pesos en el PIB de las exportaciones e importaciones de bienes.



otros destinos internacionales, la actividad turística en España se ha visto limitada por los desarrollos epidemiológicos desfavorables en nuestro país al inicio de la temporada alta de verano y por la dependencia del turismo británico, cuya recuperación ha sido más lenta que la de otros mercados emisores (véase

gráfico 1.12.5)³⁰. Así lo corrobora la evidencia procedente de las estimaciones realizadas con un panel de datos de pernoctaciones extranjeras en un amplio conjunto de países europeos³¹. Además, en España es especialmente elevado el peso relativo de las llegadas de turistas en avión, medio de transporte más afectado por las medidas de contención que los medios terrestres.

La magnitud del avance de las importaciones en 2021 estuvo en línea con la recuperación de la demanda final (véase gráfico 1.12.6). El dinamismo de las importaciones fue coherente con las elevadas compras de productos con un elevado contenido importador, como los medicamentos, los productos informáticos y de telecomunicaciones y la maquinaria industrial³². Ello contrarrestó, al menos parcialmente, la debilidad de las compras de automóviles y permitió que las importaciones de bienes presentaran un comportamiento más dinámico a lo largo del año, de modo que su nivel del cuarto trimestre de 2021 superaba en algo más de un 6,1 % al previo al inicio de la crisis sanitaria. Por su parte, la reactivación de las importaciones de turismo está siendo bastante más lenta que la de los ingresos turísticos, lo que refleja el desplazamiento hacia el mercado nacional del turismo residente.

La capacidad de financiación de la economía española registró una ligera recuperación en 2021. En los dos años previos a la pandemia, esta variable se había situado en el 2,4 % del PIB (véase gráfico 1.12.7). Pero en 2020 la crisis sanitaria redujo este saldo a la mitad, como resultado del empeoramiento del superávit turístico, compensado en parte por la disminución del déficit del comercio de bienes, fruto, sobre todo, del abaratamiento de las importaciones. Estos efectos tendieron a revertir en 2021. Por un lado, el fuerte encarecimiento de las importaciones de materias primas condujo a un notable empeoramiento de la relación real de intercambio (véase gráfico 1.12.8). En concreto, el precio en euros del petróleo importado aumentó, en términos medios anuales, un 57 % en 2021, lo que llevó a una ampliación significativa del déficit de importaciones energéticas netas. En sentido contrario, el alivio de la situación sanitaria permitió que mejoraran los flujos del turismo receptor. Asimismo, mejoraron, en menor magnitud, los saldos de servicios no turísticos y de las rentas primarias y secundarias. Estos desarrollos, junto con la ampliación del superávit de la cuenta de capital, impulsada por los ingresos procedentes de los fondos NGEU, permitieron que la capacidad de financiación aumentase en 2021 en 0,7 pp, hasta el 1,9 % del PIB. A pesar de los superávits exteriores, la posición deudora neta con el resto del mundo permanece en niveles relativamente elevados (un 70 % del PIB a finales de 2021).

30 Las autoridades británicas (mercado con el mayor peso dentro del total, en torno al 20 %) mantuvieron restricciones severas a los viajes al extranjero hasta finales de junio de 2021 [véase [García, Gómez Loscos y Martín \(2021\)](#)].

31 En concreto, una estimación con datos de panel mensuales de las pernoctaciones extranjeras en alojamientos turísticos entre junio de 2020 y enero de 2022 muestra indicios de que su grado de recuperación en cada país europeo con respecto a los niveles de 2019 es tanto menor cuanto mayor es la incidencia de la pandemia en comparación con el conjunto del área del euro y cuanto mayor es la dependencia del turismo británico.

32 Véase [García, Martín y Viani \(2020\)](#) para un análisis del caso particular de los medicamentos.

3.4 La corrección incompleta de las cuentas públicas

Las cuentas públicas siguieron mostrando un desequilibrio elevado en 2021.

El déficit público experimentó una corrección el pasado año, desde el 10,3 % hasta el 6,9 % del PIB (véase gráfico 1.13.1)³³. Esta mejora obedeció tanto a la desaceleración de los gastos como a una intensa recuperación de los ingresos. La valoración relativamente favorable de estos desarrollos se ve matizada por algunas circunstancias que subyacen a esta.

En la vertiente de los gastos, una parte significativa de la moderación observada en su tasa de crecimiento se debió a la notable reducción de los desembolsos relacionados con la pandemia.

La mejora de la situación sanitaria y, consiguientemente, de la actividad económica permitió que las Administraciones Públicas (AAPP) redujeran en cierta medida el apoyo que habían venido prestando a los agentes privados desde el inicio de la crisis. Los gastos totales incurridos como consecuencia de la pandemia disminuyeron, de acuerdo con la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), en un 19 % entre 2020 y 2021, pasando de representar el 3,9 % del PIB al 3 %³⁴. En su mayor parte, este descenso es consecuencia de la reducción de las cifras de trabajadores en expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y de autónomos en cese de actividad.

En cambio, el gasto no ligado a la crisis sanitaria mantuvo un dinamismo elevado.

Su tasa de aumento fue del 6,9 % con respecto al año anterior. Esto incluye los gastos vinculados al NGEU, que generan un impulso fiscal expansivo, pero tienen un impacto nulo sobre el déficit público, al financiarse con recursos procedentes de la UE. La IGAE no ha comunicado qué parte del gasto y de los ingresos de 2021 corresponde al programa NGEU, pero, de la información disponible sobre los ingresos procedentes del exterior, se deduce que habría sido muy inferior a lo inicialmente presupuestado (2,6 % del PIB). El incremento del gasto no vinculado a la pandemia se explica también por la introducción del ingreso mínimo vital (IMV) y por la compensación a los pensionistas por la desviación entre la inflación observada y la prevista en los Presupuestos Generales del Estado de 2021. Como resultado de la evolución de sus distintas rúbricas, relacionadas o no con la crisis sanitaria, el gasto total aumentó un 5 % el curso pasado y superó en un 16 % al de 2019, último ejercicio previo al inicio de la pandemia.

33 El dato de 2020 se ha revisado a la baja en 0,7 pp con respecto a la cifra publicada anteriormente. Ello se debe al cambio de criterio con respecto a la fecha de clasificación de la Sareb como parte del sector de las AAPP. Frente a la decisión inicial de incorporación a las cuentas públicas solo desde finales de 2020, con posterioridad se ha determinado su inclusión desde su creación en 2012. Ello ha conducido a una revisión de las cuentas públicas desde ese año, lo que da lugar a un déficit mayor entre 2012 y 2019 y menor en 2020.

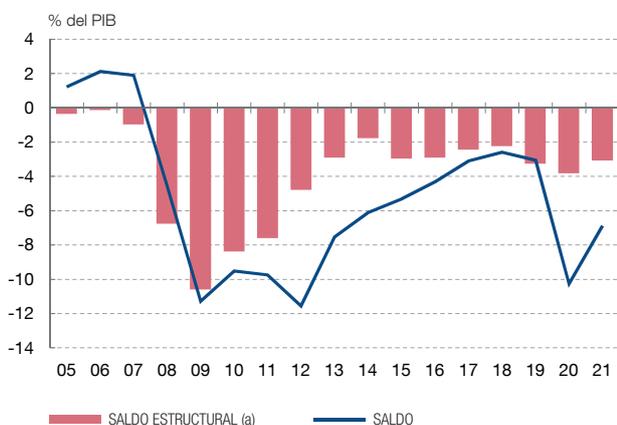
34 Las partidas consideradas a estos efectos incluyen, entre otras, las prestaciones sociales a trabajadores en ERTE y autónomos, otras prestaciones sociales por incapacidad laboral temporal, las cotizaciones sociales exoneradas, el gasto sociosanitario y los subsidios y transferencias de capital a empresas, incluidas las pérdidas netas esperadas en los préstamos a empresas avalados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), que han sido contabilizados por vez primera en 2021 y que se han cuantificado en 4,4 mm de euros. Si se excluyera esta partida, el descenso del gasto vinculado a la pandemia habría sido significativamente mayor, del -29 %.

Gráfico 1.13

LAS CUENTAS PÚBLICAS SE RECUPERARON PARCIALMENTE EN 2021

El déficit de las AAPP se redujo desde el 10,3 % del PIB en 2020 hasta el 6,9 % en 2021, debido al fuerte crecimiento de los ingresos y a la desaceleración de los gastos. Pero su nivel sigue siendo muy elevado. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB cerró el ejercicio en el 118,4 %, 22,9 pp por encima del nivel registrado a finales de 2019, lo que supone una considerable fuente de vulnerabilidad para la economía española de cara al futuro.

1 SALDO TOTAL Y ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



2 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



3 INGRESOS Y GASTOS DE LAS AAPP

Porcentajes del PIB	2020	2021	2021-2020	Tasa interanual (%)	Tasa s/ 2019 (%)
Ingresos	41,5	43,7	2,2	13,2	7,9
Impuestos indirectos	11,3	12,1	0,9	15,6	2,2
Impuestos directos	11,2	11,9	0,7	14,5	11,2
Cotizaciones sociales	14,5	14,3	-0,1	6,3	7,3
Resto de los ingresos (b)	4,6	5,4	0,8	25,9	16,3
Gastos	51,8	50,6	-1,2	5,0	15,8
Remuneración	12,5	12,2	-0,3	4,9	9,4
Otros gastos en consumo final	8,9	8,9	0,0	7,0	9,9
Prestaciones sociales	20,4	18,9	-1,4	-0,2	15,9
Intereses efectivos pagados	2,2	2,2	-0,1	3,4	-8,0
Formación bruta de capital	2,6	2,7	0,0	8,2	21,3
Otros (b)	5,0	5,7	0,7	21,7	61,2
Saldo	-10,3	-6,9	3,4	-28,1	117,3
Deuda	120,0	118,4	-1,5	6,1	20,1

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

a Estimación del Banco de España.

b Incluye los ingresos/gastos procedentes del programa NGEU. Por convención, los gastos asignados al programa se deben corresponder exactamente con los ingresos, por lo que su efecto en el saldo es nulo.



El impacto agregado sobre el tono de la política fiscal de los cambios impositivos decididos en 2021 fue aproximadamente neutral. La escasa importancia cuantitativa de las medidas discrecionales de aumentos impositivos introducidas en 2021 es coherente con la necesidad de dar soporte a una

recuperación incompleta³⁵. En el transcurso del año, las moderadas alzas tributarias decididas al comienzo de este se vieron parcialmente compensadas, a efectos de la recaudación total, por las rebajas de impuestos introducidas para amortiguar el impacto del fuerte incremento de los precios de la electricidad sobre la capacidad de compra de los hogares³⁶.

Los ingresos públicos mostraron en 2021 una recuperación más intensa que la que se deduciría de la evolución de las variables macroeconómicas que aproximan sus bases de recaudación. La recaudación total experimentó, en comparación con 2020, un crecimiento muy elevado, del 13 %, con mayores avances en aquellas partidas que habían mostrado caídas más pronunciadas ese año, como los impuestos indirectos. El notable aumento de los ingresos es compatible con la evolución de las bases imponibles de los principales impuestos, tanto sobre la renta como sobre el consumo, registradas por la Agencia Tributaria. Estas han superado claramente los niveles existentes con anterioridad a la pandemia, en contraste con lo ocurrido en sus equivalentes de Contabilidad Nacional. De hecho, la presión fiscal efectiva, incluidas las cotizaciones sociales, fue, en porcentaje del PIB, 3,7 pp mayor en 2021 que en 2019³⁷. En este sentido, cabe reseñar que, en la actualidad, existe una considerable incertidumbre en cuanto a las causas que explicarían el distinto comportamiento reciente de las variables tributarias y de las de Contabilidad Nacional, variables que históricamente han venido mostrando una elevada correlación. En particular, con la información disponible, no es posible cuantificar con precisión qué parte del mayor incremento relativo de los ingresos públicos frente al PIB que se ha observado en los últimos trimestres se debe a factores estructurales —por ejemplo, asociados a la mayor digitalización de la actividad que ha inducido la pandemia— o a elementos fundamentalmente transitorios —en cuyo caso cabría esperar que, eventualmente, en algún momento de los próximos trimestres los ingresos públicos empiecen a mostrar un comportamiento menos dinámico que la actividad económica—.

En una coyuntura como la actual, cuantificar el saldo estructural de las AAPP resulta particularmente complejo, si bien una estimación prudente de este apuntaría a que nuestra economía aún mantendría un déficit estructural relativamente elevado en 2021. En efecto, además de las dificultades que existen para valorar la evolución del producto potencial de la economía tras la pandemia, se encuentra la incertidumbre mencionada anteriormente respecto de las causas que han inspirado el considerable dinamismo de los ingresos públicos en los últimos trimestres. En relación con este último aspecto, la experiencia de la etapa expansiva

35 En concreto, al inicio del año se aprobaron nuevos impuestos sobre las transacciones financieras y sobre determinados servicios digitales, se incrementaron el tipo del IVA que recae sobre las bebidas azucaradas y los aplicados a los contratos de seguro y a las rentas más altas en el IRPF, y se redujeron las deducciones en el impuesto de sociedades. En conjunto, todas estas medidas suponían un aumento *ex ante* de la recaudación impositiva del 0,3 % del PIB.

36 Así, se estima que estas medidas minoraron la recaudación impositiva en un 0,2 % del PIB.

37 Estas cifras no incluyen los recursos recibidos en el marco del NGEU.

que la economía española disfrutó antes del estallido de la crisis financiera global recomienda adoptar un enfoque prudente. En particular, durante dicha fase expansiva también se observó un elevado dinamismo de los ingresos públicos, que, aunque en muchos casos se trató como estructural, acabó resultando eminentemente transitorio —y muy vinculado a la actividad inmobiliaria—. En este sentido, si en el contexto actual se adopta una aproximación prudente, según la cual una parte no despreciable del reciente repunte de los ingresos públicos sería transitoria, el déficit estructural de la economía española al cierre de 2021 aún se mantendría en niveles elevados, por encima del nivel promedio de esta variable en el período comprendido entre 2013 y 2019 (véase gráfico 1.13.1).

La ratio de endeudamiento público se redujo ligeramente en 2021. El desequilibrio de las cuentas públicas siguió haciendo aumentar el numerador de la ratio de deuda. No obstante, esta experimentó un leve descenso, de 1,6 pp, hasta el 118,4 %, gracias al repunte del PIB nominal, cuya tasa de crecimiento fue del 7,2 %. Por consiguiente, la corrección del elevado aumento de la ratio de deuda sobre PIB a raíz de la pandemia, de más de 20 pp, fue mínima (véase gráfico 1.13.2).

3.5 El mercado de trabajo ha mostrado una elevada fortaleza hasta el inicio de la guerra

El proceso de recuperación del empleo fue muy intenso a lo largo de 2021, pero ha mostrado alguna señal de menor vigor al inicio de 2022. La elevada creación de empleo a lo largo del pasado ejercicio permitió que, en noviembre, la cifra de afiliados efectivos (esto es, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social, excluidos aquellos afectados por un ERTE) recuperara el nivel previo a la pandemia. Esta evolución favorable se ha mantenido, aunque con algunas señales de menor dinamismo, en los primeros meses de este año. Los efectos de la guerra sobre la creación neta de empleo en nuestro país apenas fueron perceptibles en los datos de febrero, mes en que solo hubo tres días laborables posteriores al inicio del conflicto bélico. Pero, en marzo, la evolución fue algo menos favorable. En concreto, la tasa mensual de variación de la afiliación fue, en ese mes, del 0,7 %, una décima por debajo del promedio del período 2016-2019, en un contexto en el que contrasta la evolución positiva de las ramas de servicios favorecidas por la eliminación de las medidas de contención de la pandemia con los desarrollos menos propicios en las ramas manufactureras más afectadas por la incertidumbre generada por la guerra, así como por los cuellos de botella y el encarecimiento de las materias primas. Con ello, la afiliación efectiva se ha situado un 2,1 % por encima de la que había en febrero de 2020, mes anterior al inicio de la pandemia.

El patrón de la recuperación presenta notables diferencias por ramas. Esta heterogeneidad es coherente con los desarrollos observados en la actividad a escala sectorial, muy condicionados por el impacto diferencial de las medidas de

contención sobre cada rama productiva (véase gráfico 1.14.1). La reactivación del mercado laboral es, en particular, menos intensa en algunos servicios, como la hostelería y las actividades recreativas y de ocio, en consonancia con su mayor grado de afectación por las restricciones a la actividad y a la movilidad y, en particular, con el carácter incompleto de la recuperación de los flujos turísticos. En estas ramas sigue existiendo en la actualidad una brecha negativa elevada con respecto al nivel de empleo de febrero de 2020. En el lado contrario, las actividades de información y comunicaciones, beneficiadas por fenómenos como la expansión del comercio en línea y el teletrabajo, y las ramas de no mercado, impulsadas por las necesidades de contratación durante la pandemia, presentan niveles de empleo claramente superiores a los observados antes de la crisis. En el conjunto del sector público, la ocupación supera en unos 10 pp a la existente con anterioridad a la pandemia, mientras que, en el sector privado, la diferencia se reduce hasta 1,5 pp aproximadamente.

La evolución de la cifra de horas totales trabajadas en 2021 fue algo menos favorable que la del número de personas ocupadas. Otras fuentes de datos, de frecuencia trimestral, ayudan a completar la descripción de la evolución del mercado laboral a lo largo del pasado año. En particular, tanto la Encuesta de Población Activa (EPA) como la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) confirman el perfil de intensa recuperación del mercado laboral a lo largo de 2021, aunque a ritmos algo menores que la afiliación a la Seguridad Social. De acuerdo con ambas estadísticas, el empleo, medido en personas, se situó en el último trimestre de 2021 muy próximo al nivel precrisis (véase gráfico 1.14.2). Sin embargo, en términos de las horas totales trabajadas, la brecha en ese período ascendía todavía a unos 4 pp, aunque se ha reducido de forma significativa en el primer trimestre de este año.

Una característica que ha podido observarse desde el inicio de la crisis es la evolución marcadamente más favorable del empleo medido en personas en comparación con el PIB. Para explicar este rasgo se han esgrimido diversas explicaciones, de difícil contrastación, como la posibilidad de que las medidas restrictivas frente a la pandemia (por ejemplo, las limitaciones de aforos) hayan llevado a las empresas a tener que mantener, dado un nivel de actividad, un volumen de ocupación mayor, las mayores necesidades de contratación por parte del sector público para atender las consecuencias de la crisis sanitaria o una intensa reincorporación desde los ERTE motivada por expectativas de recuperación de la actividad no satisfechas plenamente con posterioridad. La discrepancia entre la evolución del PIB y las horas trabajadas desde el inicio de la recuperación ha tenido una menor magnitud y, además, se redujo significativamente en la segunda mitad del año pasado.

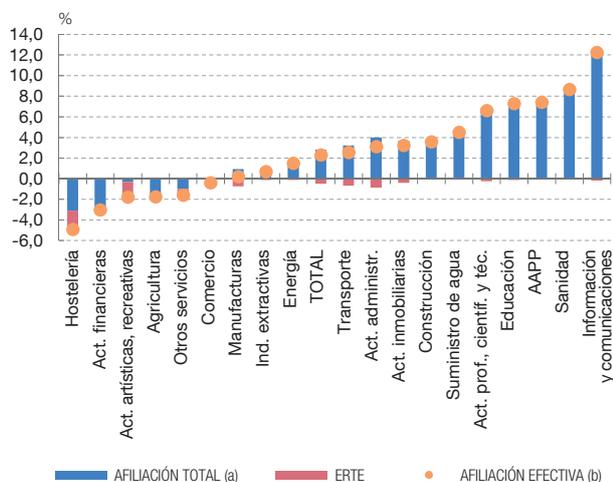
En algunas ramas fue especialmente marcada la aparente discrepancia entre el comportamiento de la actividad y el del empleo, más positivo. En el agregado de agricultura, industria y construcción, la afiliación efectiva a la Seguridad Social

Gráfico 1.14

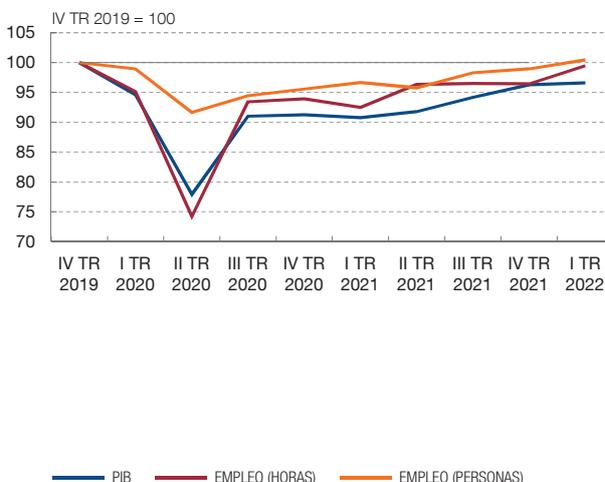
EL EMPLEO HA MOSTRADO UN ELEVADO DINAMISMO

El empleo ha mostrado una recuperación más intensa que el PIB. La recuperación de la ocupación por ramas productivas refleja el impacto diferencial de las medidas de contención sobre cada una de ellas, lo que se refleja en las diferencias por regiones y por colectivos de trabajadores.

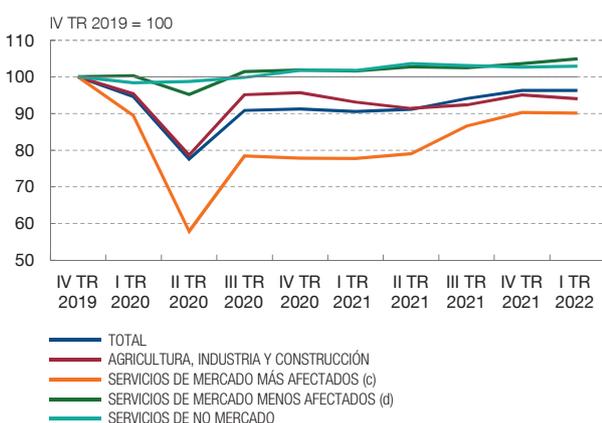
1 AFILIACIÓN TOTAL, ERTES Y AFILIACIÓN EFECTIVA, POR RAMAS. VARIACIÓN EN MARZO DE 2022 RESPECTO A FEBRERO DE 2020



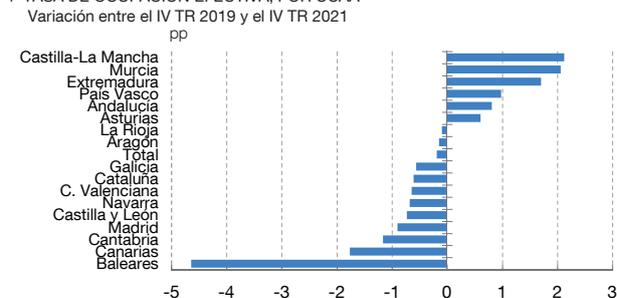
2 PIB Y EMPLEO



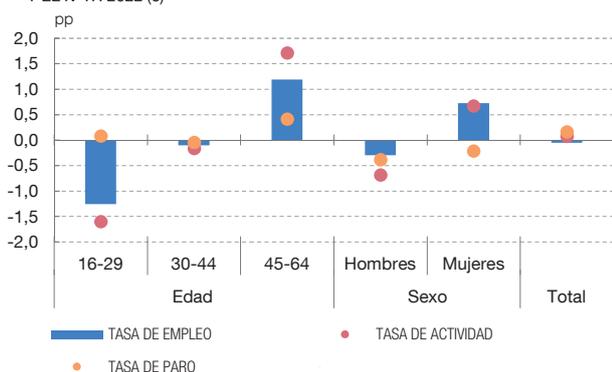
3 EVOLUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO, POR RAMAS



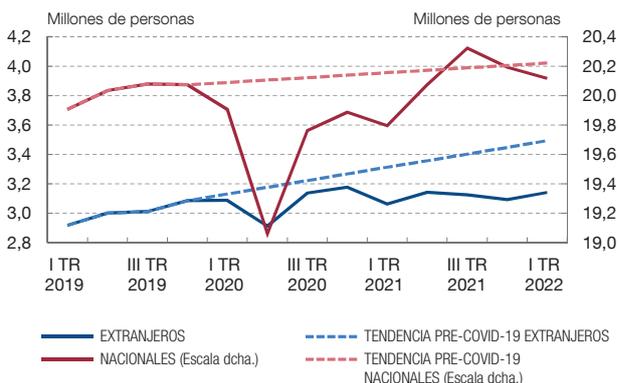
4 TASA DE OCUPACIÓN EFECTIVA, POR CCAA



5 VARIACIÓN DE LA TASA DE EMPLEO EFECTIVA ENTRE EL IV TR 2021 Y EL IV TR 2022 (e)



6 POBLACIÓN ACTIVA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, 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.
- c Comercio, transporte y hostelería, Actividades profesionales, científicas y administrativas, y Actividades artísticas y recreativas.
- d Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, y Actividades inmobiliarias.
- e La tasa de empleo efectiva se define como los ocupados sobre la población en edad de trabajar, descontando de la cifra total de ocupados de la EPA los trabajadores afectados por un ERTE en el cuarto trimestre de 2021, según los datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.



superaba el nivel precrisis en 0,7 pp en el promedio del primer trimestre de 2022, mientras que su VAB distaba todavía 6 pp de este (véase gráfico 1.14.3). La divergencia era especialmente notable en la construcción, donde, en el primer trimestre de este año, el empleo estaba 3,8 pp por encima del nivel previo a la crisis, pero su VAB se encontraba aún 12,9 pp por debajo. Estas diferencias no tienen una interpretación sencilla. Quizá podrían responder al hecho de que, ante una crisis tan grave, el valor añadido y el empleo tengan velocidades de ajuste distintas, de modo que, observada la relación entre ambas variables en un período más largo, las discrepancias tiendan a desaparecer.

Las disparidades en el comportamiento del empleo por ramas se reflejan en la evolución de esta variable a escala regional. Según la EPA, la ocupación en términos efectivos en el conjunto del territorio nacional era, en el cuarto trimestre de 2021, 0,2 pp inferior a la del mismo trimestre de 2019 (véase gráfico 1.14.4). Ahora bien, esa cifra esconde una heterogeneidad regional muy elevada, que refleja las diferencias en la composición sectorial de la actividad económica. En concreto, las regiones más dependientes del turismo, sobre todo extranjero, como las insulares, mostraban una reactivación más rezagada del empleo, que en Baleares y Canarias se situaba 4,6 pp y 1,8 pp por debajo del nivel prepandemia, respectivamente. Por el contrario, en las regiones con un menor peso del turismo extranjero y una mayor relevancia de las ramas primarias y del empleo público, como Castilla-La Mancha, Murcia y Extremadura, la ocupación efectiva a finales de 2021 superaba en aproximadamente 2 pp el nivel previo a la crisis sanitaria. En los primeros meses de 2022, las regiones más dependientes del turismo han seguido siendo las más rezagadas en la recuperación del empleo³⁸.

Las diferencias en la evolución de las tasas de empleo por sexo y grupo de edad, que son significativas, replican los cambios observados en las tasas de actividad. A finales de 2021, la tasa de empleo, esto es, el porcentaje de personas ocupadas dentro de un grupo poblacional, superó a la observada dos años antes entre los trabajadores de más edad y las mujeres³⁹. Por el contrario, la tasa de empleo de los menores de 30 años había experimentado un descenso significativo en ese período. Estos movimientos son parejos a los observados en las tasas de participación respectivas, esto es, el porcentaje de personas activas dentro de un grupo poblacional (véase gráfico 1.14.5). Como consecuencia de que las variaciones de los activos y los ocupados fueran similares, los cambios en las tasas de paro son de magnitud más reducida; destaca el moderado aumento registrado entre los mayores de 45 años. De nuevo, los desarrollos observados en

38 La estacionalidad de estas series no permite realizar una comparación homogénea entre la situación en el primer trimestre de 2022 y en el último de 2019. Sin embargo, en comparación con el primer trimestre de 2019, la brecha negativa en términos de la tasa de empleo sigue siendo superior en las regiones insulares. Esta comparación, no obstante, incluye también la evolución a lo largo de 2019, un período no afectado por la pandemia.

39 El numerador de la tasa se calcula como la diferencia entre el número de trabajadores ocupados según la EPA y la cifra de afectados por un ERTE.

el primer trimestre de este año no cambian estos patrones caracterizados por el mantenimiento de tasas de desempleo similares a las del período prepandemia con una mejor evolución de la participación laboral entre el colectivo de trabajadores de más edad.

Tras el descenso inicial al comienzo de la pandemia, se ha observado una recuperación reciente de la oferta laboral. Esta reactivación ha quedado circunscrita a los trabajadores nacionales (véase gráfico 1.14.6). Por el contrario, los flujos migratorios con el exterior están mostrando una recuperación considerablemente más lenta, con lo que se ha abierto una notable brecha con respecto a la tendencia precrisis⁴⁰. Esta evolución puede tener consecuencias importantes para algunas ramas productivas. De hecho, la información procedente de la EBAE⁴¹ muestra que la escasez de mano de obra es señalada con mayor frecuencia como un factor limitativo de la actividad económica en ramas caracterizadas por un mayor peso del empleo extranjero, como la hostelería y la construcción.

3.6 Una recuperación más lenta que en otras economías de nuestro entorno

El nivel del PIB se encuentra más alejado de su nivel previo a la pandemia en España que en el resto del área del euro. Todos los países experimentaron un fuerte retroceso de la actividad al comienzo de la pandemia, a raíz de los primeros confinamientos, así como un intenso repunte posterior. Sin embargo, las diferencias en términos de la distancia del PIB al final de 2021 con respecto al nivel precrisis son notables. España es, de entre todas las economías del área del euro, la más rezagada (véase gráfico 1.15.1). En concreto, el PIB del primer trimestre de 2022 se situó un 3,4 % por debajo del PIB prepandemia, mientras que en el conjunto del área del euro ya se ha rebasado dicho nivel en 0,4 pp.

Desde la perspectiva de las ramas de actividad, la brecha existente con el resto del área del euro refleja la especialización de la economía española en los sectores más afectados por la pandemia. En concreto, dentro de la estructura productiva de nuestro país tienen un peso especialmente elevado las ramas de los servicios en cuya prestación desempeña un papel importante la interacción social, como la hostelería y el turismo⁴².

Estas ramas han registrado además un comportamiento más desfavorable que en el conjunto del área del euro. El sector cuyo nivel de actividad en España,

40 Véase Cuadrado y Montero (2022).

41 Véase Izquierdo (2022).

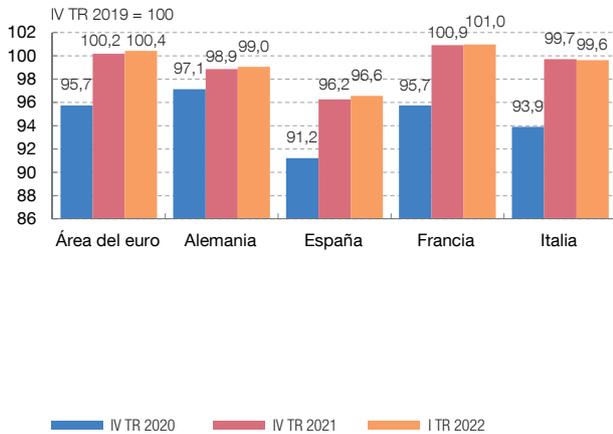
42 Gómez y Del Río (2021) proporcionan una cuantificación empírica del impacto de la especialización productiva, de la gravedad de la pandemia y de las medidas de contención, y de algunos factores adicionales, como la difusión del teletrabajo. Sus resultados confirman que la crisis sanitaria ha castigado especialmente a economías como la española, más dependientes de servicios que conllevan mayor interacción social.

Gráfico 1.15

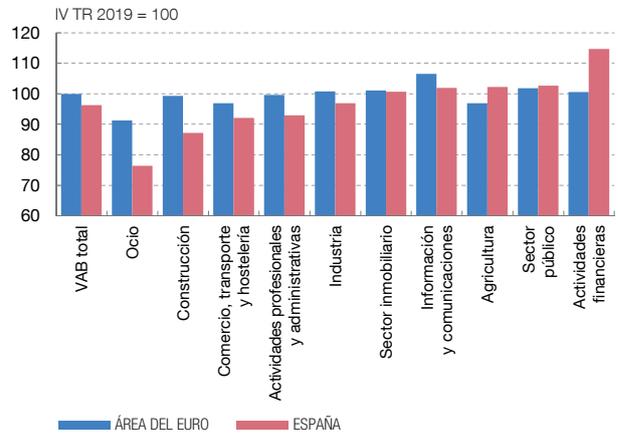
EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA PANDEMIA HA SIDO ESPECIALMENTE INTENSO EN ESPAÑA, LO QUE GUARDA RELACIÓN CON SU ESTRUCTURA PRODUCTIVA

La brecha del producto con respecto a su nivel precrisis es más amplia en España que en el conjunto del área del euro. Ello se debe, sobre todo, a que las medidas de contención de la pandemia afectaron, especialmente, a los servicios más dependientes de la movilidad y el contacto social, cuyo peso en España es comparativamente mayor. Por componentes de demanda, el consumo privado, la inversión en vivienda y las exportaciones de turismo muestran un grado de reactivación más retrasado que en el área del euro.

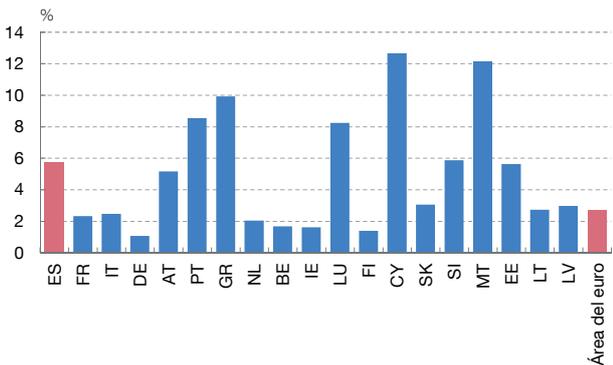
1 CONVERGENCIA DEL PIB RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA



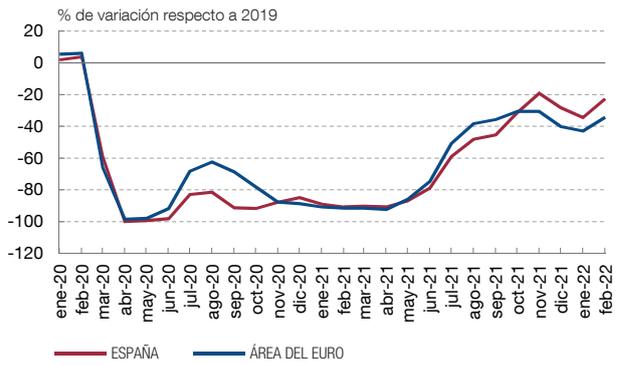
2 CONVERGENCIA RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA EN TÉRMINOS DEL VAB REAL (IV TR 2021)



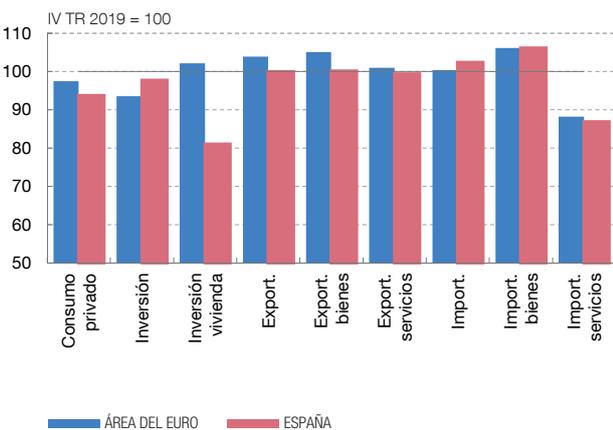
3 PESO RELATIVO DE LAS EXPORTACIONES TURÍSTICAS SOBRE EL PIB (2019)



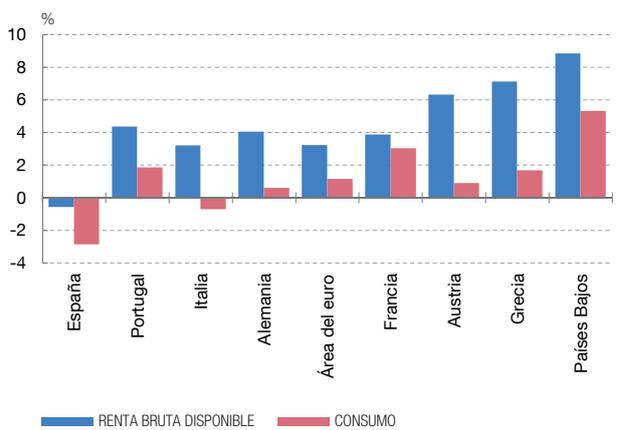
4 PERNOCTACIONES EXTRANJERAS EN ALOJAMIENTOS TURÍSTICOS



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



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

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



medido por el valor añadido bruto, se encontraba a finales de 2021 más alejado del previo a la crisis sanitaria es el del ocio: la brecha de actividad respecto del nivel prepandemia era del 23,6 %, frente a tan solo el 8,9 % en el conjunto del área del euro. En las ramas de comercio, transporte y hostelería, construcción y actividades profesionales y administrativas existe también en nuestro país una brecha significativa entre los niveles de actividad actuales y los del cuarto trimestre de 2019, a diferencia de lo que ocurre en la eurozona (véase gráfico 1.15.2). El conjunto de las ramas industriales ha presentado también un peor comportamiento en España, a lo que ha contribuido la relevancia de la automoción. Por el contrario, en los sectores que han liderado la recuperación, como las actividades financieras y las relacionadas con las AAPP, el VAB en España ha alcanzado niveles más elevados con relación a los vigentes antes de la pandemia que en el conjunto de la eurozona.

Desde el punto de vista de los componentes de demanda, el rezago de España en la recuperación es atribuible a las exportaciones de servicios, el consumo privado y la inversión en vivienda. La convergencia de las exportaciones de servicios a su nivel precrisis está algo más retrasada en España (0,6 % por debajo), mientras que en el área del euro se supera en un 1 %. Dentro de las exportaciones de servicios, el componente turístico ha experimentado, en todos los países, una evolución menos favorable que el no turístico. Ello es una consecuencia directa de las restricciones a la interacción social y a la movilidad, a escala tanto interna como internacional, a las que dieron lugar las medidas de contención adoptadas para paliar la crisis sanitaria.

El impacto negativo de la pandemia sobre las exportaciones turísticas ha tenido efectos comparativamente más adversos sobre la actividad en España. En primer término, el peso de las exportaciones de servicios turísticos en el PIB es mayor en el caso español (un 5,7 %, esto es, 3 pp más que en el conjunto del área del euro) (véase gráfico 1.15.3). Además, la reactivación del turismo extranjero ha sido más lenta en nuestro país, debido a la dependencia del mercado británico y a los desarrollos epidemiológicos más desfavorables, en comparación con otros destinos turísticos alternativos, durante las temporadas de verano de 2020 y 2021 (véase gráfico 1.15.4).

El consumo privado no ha recuperado el nivel precrisis ni en España ni en el conjunto del área del euro, pero la brecha es mucho menor en el segundo caso. Así, en el caso de España, el consumo privado se situaba a finales de 2021 un 6,3 % por debajo de su nivel previo a la crisis, frente al 2,5 % de la zona del euro (véase gráfico 1.15.5). La peor evolución de este componente de demanda en nuestro país guarda relación con el comportamiento menos favorable de la renta disponible de los hogares (véase gráfico 1.15.6). Ello estaría vinculado a su vez, entre otros factores, con el comportamiento relativo del empleo, cuya caída fue más intensa en España durante la primera fase de la pandemia, debido en parte al mayor peso de la hostelería y el turismo en nuestra estructura productiva. En el cuarto trimestre 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 %.

Finalmente, la inversión residencial ha mostrado una mayor debilidad en el caso español. La reactivación de la inversión en vivienda ha sido mucho más lenta en España, donde este agregado se encuentra todavía casi 20 pp por debajo del nivel previo a la pandemia, en contraste con el área del euro, donde esa cota ya ha sido superada en 2,1 pp.

3.7 La economía española ante las incertidumbres

Los desarrollos económicos en los primeros meses de 2022 han venido marcados por la persistencia de los cuellos de botella en los procesos productivos, el repunte de los precios de las materias primas y bienes intermedios, y, sobre todo, la agresión de Rusia a Ucrania. En los primeros meses del año, la evolución epidemiológica ha ido perdiendo protagonismo frente a estos tres desarrollos, que no son independientes entre sí y que comparten rasgos de perturbación de oferta, que afecta a la baja a la actividad económica y al alza a la inflación.

Las alteraciones en las cadenas globales de suministros están perjudicando a la actividad tanto por el efecto directo sobre los sectores más afectados como por los efectos arrastre sobre otras ramas. Al inicio de 2022, antes del comienzo de la guerra, parecía estar comenzando a observarse una cierta corrección de las distorsiones en los aprovisionamientos que se venían manifestando de manera creciente a lo largo de 2021 y que estaban teniendo, como consecuencia inmediata, un alargamiento de los plazos de entrega y un encarecimiento de los consumos intermedios tanto de producción nacional como importados (véase gráfico 1.16.1)⁴³. En todo caso, el impacto sobre el crecimiento agregado discurre, sobre todo, a través de los efectos de arrastre sectoriales⁴⁴. El porcentaje de empresas españolas que, a principios de 2022, veían restringida su producción por la escasez de suministros, un 25 %, se situaba claramente por encima del promedio histórico del período 1995-2020 (véase gráfico 1.16.2). En todo caso, la economía española se ha visto afectada en menor medida por el fenómeno de los cuellos de botella que otros países de su entorno, como Alemania, donde el impacto ha sido especialmente importante⁴⁵.

El actual episodio inflacionista, que, como se ha expuesto, se ha centrado en gran medida en el componente energético, está afectando también a la

43 Véase *Alonso et al.* (2021).

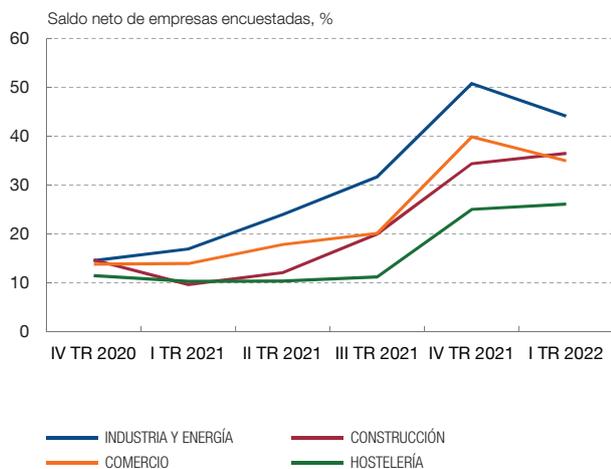
44 Véase *Fernández-Cerezo, Montero y Prades* (2021).

45 Véase *Kataryniuk, Del Río y Sánchez Carretero* (2021).

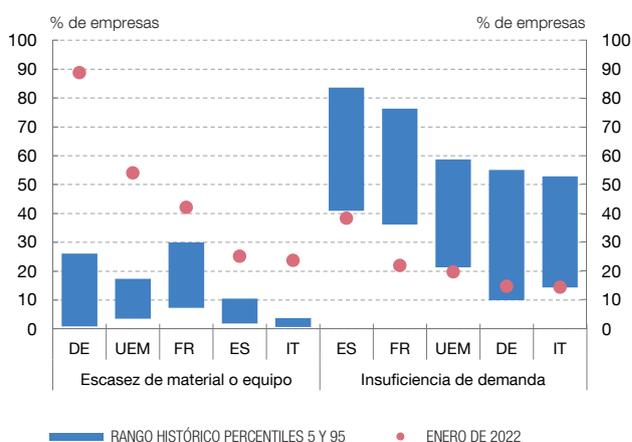
LOS CUELLOS DE BOTELLA ESTÁN CONDICIONANDO LA RECUPERACIÓN

Las alteraciones de las cadenas de suministros han venido afectando negativamente a la actividad de forma creciente desde mediados de 2021. Las restricciones asociadas a la falta de aprovisionamientos han sido mayores en las ramas manufactureras.

1 PROBLEMAS DE SUMINISTRO, POR RAMAS (a)



2 FACTORES LIMITATIVOS EN LA PRODUCCIÓN DE MANUFACTURAS



FUENTES: Banco de España y Comisión Europea.

a EBAE.



actividad. Un ingrediente importante del repunte de la inflación es el encarecimiento de la electricidad, cuyo impacto adverso sobre el producto de la economía discurre a través de diversos canales, que incluyen el aumento de los costes de producción y el efecto contractivo sobre la renta disponible de los hogares. Las herramientas analíticas de las que dispone el Banco de España permiten evaluar el impacto de una perturbación de esta naturaleza. En concreto, se estima que un aumento permanente de un 10% en el precio de la electricidad da lugar a un impacto acumulado al cabo de tres años de entre 0,2 pp y 0,4 pp sobre el nivel de precios y de entre -0,2 pp y -0,3 pp en el del PIB⁴⁶.

3.7.1 Los efectos de la guerra sobre la economía española

Las repercusiones de la agresión a Ucrania discurren por múltiples canales.

La incertidumbre acerca del desarrollo y de la duración del conflicto bélico es muy elevada. Los canales de transmisión de los efectos económicos de la guerra son varios. En primer término, Rusia y, en menor medida, Ucrania son productores muy relevantes de ciertas materias primas, energéticas y no energéticas. El desencadenamiento de la guerra ha dado lugar a un encarecimiento significativo de muchas de ellas. Un segundo canal de propagación de los efectos de la guerra

46 Véase Hurtado *et al.* (2022).

es la exposición comercial directa a los países participantes en el conflicto bélico, así como la indirecta, a través de una caída de la demanda proveniente de otros países con un mayor grado de exposición. A ello cabe añadir el posible agravamiento de las alteraciones de las cadenas globales de producción, particularmente en el contexto de las sanciones comerciales y financieras a Rusia. Un tercer canal discurre a través de los efectos que el aumento de la incertidumbre pueda tener sobre la evolución futura de las rentas de los agentes privados, lo que condicionará sus decisiones de gasto en consumo e inversión. Por su propia naturaleza, la magnitud del impacto de este canal sobre la actividad económica es muy difícil de medir. Una última vía de posible transmisión de los efectos de la guerra viene dada por las implicaciones financieras del conflicto, en la medida en que la intensificación de las presiones inflacionistas dé como resultado un endurecimiento del tono de la política monetaria.

Los efectos directos de la guerra sobre el comercio exterior español serán modestos, ya que sus flujos comerciales bilaterales con Rusia son relativamente reducidos. Las exportaciones de bienes a los dos países en guerra supusieron en 2019 alrededor del 0,9 % del total, mientras que las importaciones representaron en torno al 1,6 % (el 0,2 % y el 0,3 % del PIB, respectivamente) (véase gráfico 1.17.1). Por lo que respecta a los flujos turísticos, Rusia representó en 2019, el año anterior a la pandemia, el 1,6 % del total de visitantes extranjeros (véase gráfico 1.17.2). Pero, tras el COVID-19, en un contexto en el que la reducción de los flujos turísticos ha sido mayor cuanto mayor es la distancia al país de origen, ese porcentaje ha disminuido, en concreto hasta el 0,4 % en 2021. Los turistas rusos realizan un gasto per cápita comparativamente más elevado que el promedio, de modo que su peso en el gasto total (del 2,2 % en 2019 y el 0,7 % en 2021) es mayor que en el conjunto de visitantes. Además, parece probable que la guerra favorezca una debilidad adicional de los flujos turísticos extraeuropeos hacia España, que supusieron casi el 9,3 % del número de turistas que llegaron a nuestro país en 2021 y el 17,2 % de su gasto en 2021 (en torno al 15,3 % y el 25,7 %, respectivamente, en 2019)⁴⁷. Con la información disponible, transcurridos algo más de dos meses desde el inicio del conflicto, no hay indicios de que la actividad turística se haya visto afectada significativamente en nuestro país. Así, por ejemplo, el tráfico aéreo ha mantenido una progresiva mejoría en los aeropuertos españoles.

Aunque el peso de las importaciones procedentes de Rusia en el total sea reducido, es algo mayor en el caso de los bienes energéticos. Los productos energéticos importados de Rusia alcanzaron el 6 % del total en 2019, cifra, en todo caso, sensiblemente inferior a la de países como Alemania e Italia (del 17 % y el 22 %, respectivamente). En todo caso, España presenta una elevada dependencia

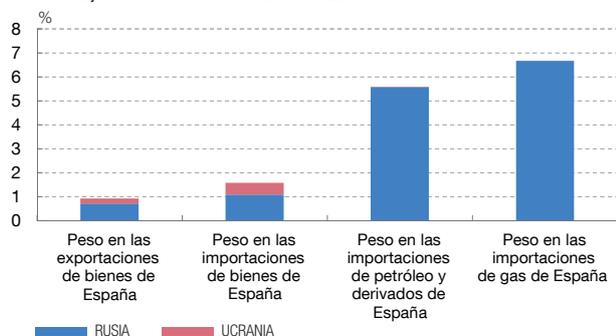
47 No obstante, este impacto negativo podría verse parcialmente compensado por un aumento de los flujos turísticos europeos a favor de España y en detrimento de los extraeuropeos (en un contexto de mayores costes de transporte), y de destinos competidores próximos a la zona en la que se desarrolla el conflicto, como Turquía.

Gráfico 1.17

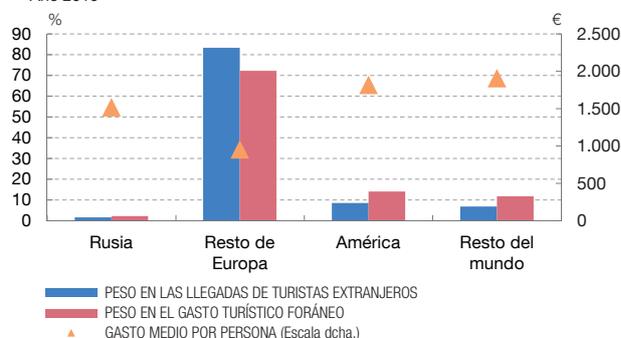
LOS EFECTOS DE LA GUERRA SOBRE EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA PUEDEN SER SIGNIFICATIVOS, A PESAR DEL REDUCIDO GRADO DE EXPOSICIÓN DIRECTA A RUSIA Y UCRANIA

El peso relativo de Rusia en el comercio exterior de bienes y servicios de España es modesto (aunque la dependencia de las importaciones de productos energéticos procedentes de ese país es mayor). No obstante, la guerra en Ucrania puede tener considerables efectos negativos en la economía a través de varios canales, como el encarecimiento de las materias primas, el deterioro de la confianza y el aumento de la incertidumbre (que podrían lastrar de forma significativa las decisiones de gasto de los agentes económicos privados), y el deterioro del comercio mundial.

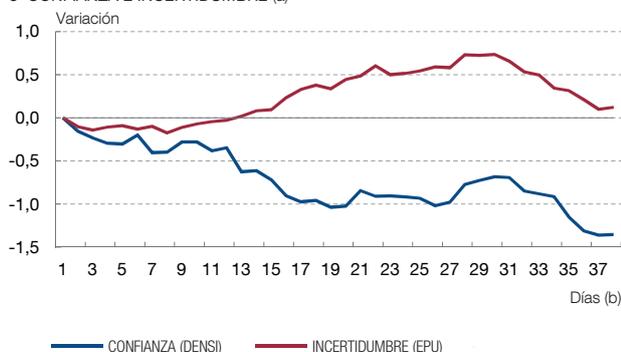
1 EXPOSICIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE BIENES A RUSIA Y UCRANIA
Porcentajes sobre el comercio exterior de 2019



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



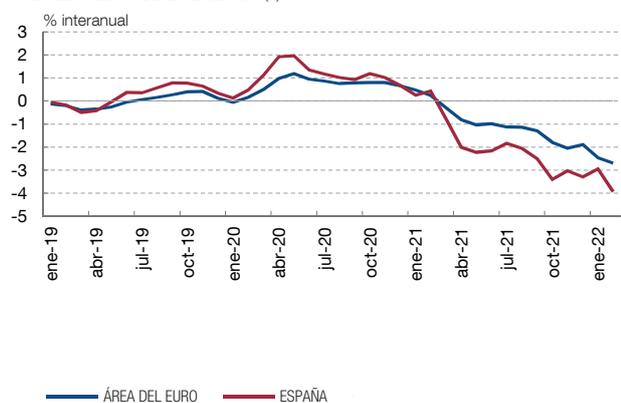
3 CONFIANZA E INCERTIDUMBRE (a)



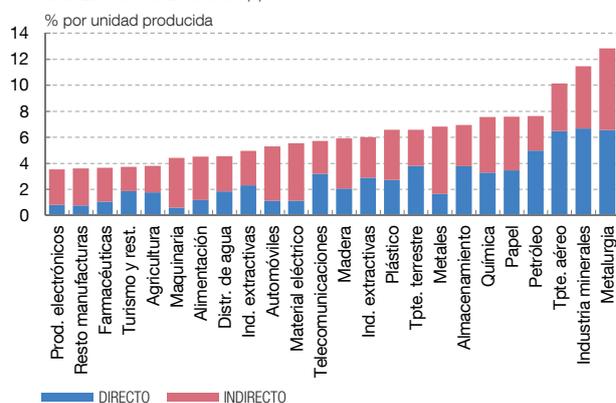
4 CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES Y PIB



5 VARIACIÓN EN EL PODER DE COMPRA ASOCIADO A CAMBIOS EN EL PRECIO DE LA ENERGÍA (c)



6 RAMAS DE ACTIVIDAD CON MAYOR INTENSIDAD DE USO DE ELECTRICIDAD Y GAS EN SU PRODUCCIÓN (d)



FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales, Instituto Nacional de Estadística, *Geopolitical Risk Index*, *Economic Policy Uncertainty Index*, Refinitiv, Factiva, Comisión Europea, Eurostat, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (*Inter-Country Input-Output*: ICIO) y Banco de España.

- a Los indicadores DENSI y EPU se construyen a partir del «sentimiento económico» y de la «incertidumbre sobre las políticas económicas» contenidos en los artículos publicados en los principales periódicos españoles. El DENSI tiene en cuenta la diferencia entre el número de artículos que contengan términos que pueden asociarse a una potencial mejora y el referido a un potencial empeoramiento de la actividad económica a corto plazo, mientras que el EPU se basa en el número de artículos que tratan sobre incertidumbre en el ámbito de las políticas económicas.
- b Días desde el comienzo de la guerra en Ucrania (24 de febrero).
- c El indicador aproxima la variación interanual en el poder de compra de los hogares derivada de cambios en el precio de la energía si su renta bruta disponible creciese al mismo ritmo que el IAPC.
- d La intensidad de uso energético tanto directa como indirecta se ha calculado con las tablas *input-output* globales ICIO-OCDE (2021) con información para 2018. La intensidad de uso directa recoge el consumo de electricidad y gas por unidad de producción, mientras que la indirecta tiene en cuenta la cantidad de energía que ha sido necesaria para producir los insumos procedentes de otros sectores requeridos en el proceso de producción.



energética del resto del mundo, y la guerra está afectando con intensidad al coste de esos bienes energéticos en los mercados globales independientemente de su origen⁴⁸, por lo que el repunte en sus precios ha supuesto una perturbación muy negativa en nuestro poder de compra frente al exterior (lo que, previsiblemente, conllevará un impacto negativo sobre el crecimiento). Dado el papel esencial de estas materias primas en los procesos productivos y la capacidad limitada a corto plazo para sustituir esos insumos energéticos procedentes de Rusia, una hipotética interrupción del suministro de productos energéticos de Rusia a Europa tendría un impacto significativo sobre la actividad y la inflación en el área del euro, más pronunciado en las economías más dependientes del gas ruso, con los consiguientes efectos indirectos en la economía española⁴⁹.

Los efectos indirectos de la guerra sobre la actividad económica, cuya magnitud dependerá de su duración y gravedad, serán, previsiblemente, significativos. Aparte de la incidencia por la vía del deterioro del comercio mundial, la guerra tendrá, como se ha apuntado, efectos a través de su impacto sobre la incertidumbre, que lleva a que los agentes privados demoren sus decisiones de gasto (véase gráfico 1.17.3). El descenso de la confianza de los hogares de marzo, tras el inicio del conflicto, ha sido el más abultado de la serie histórica, que comienza en julio de 1986 (véase gráfico 1.17.4), y su capacidad de compra se está viendo resentida por el repunte adicional en los precios de los bienes energéticos y de los alimentos (véase gráfico 1.17.5). Estos efectos son especialmente importantes en el caso de los hogares de menores ingresos, para los cuales el gasto en estas partidas representa una proporción más elevada dentro del total. En cuanto al impacto sobre las empresas, cabe esperar una desaceleración de sus ventas, pero, sobre todo, un repunte en sus costes de producción, que ha sido especialmente intenso en aquellas ramas más intensivas en la utilización de electricidad y gas en sus procesos productivos (véase gráfico 1.17.6). Algunas de estas ramas (en particular, el transporte aéreo y marítimo o la industria automovilística) se encuentran, además, entre aquellas que se vieron más afectadas por la crisis sanitaria, y afrontan esta nueva perturbación sin haber recuperado todavía sus niveles de actividad previos a la pandemia.

Por consiguiente, como consecuencia de los desarrollos asociados a la guerra, cabe esperar que la economía española sufra un retraso en el proceso de recuperación gradual en el que estaba inmersa. Esta perturbación llega en un momento en el que, como se ha expuesto, la actividad aún no había recuperado plenamente el nivel anterior a la pandemia y en el que un conjunto de hogares, empresas y sectores siguen todavía en una situación relativamente vulnerable. Con este trasfondo, el condicionante más relevante del grado de dinamismo de la

48 El repunte en los precios del petróleo y del gas comenzó a observarse ya a comienzos de 2021, antes del inicio de la guerra, como consecuencia de las crecientes tensiones geopolíticas en el este de Europa.

49 Véase Quintana (2022).

actividad a corto y a medio plazo es el incierto desarrollo de la agresión rusa a Ucrania, con repercusiones sobre la actividad y sobre la inflación cuya magnitud es difícil anticipar. La guerra ha exacerbado la intensidad y la persistencia de los cuellos de botella globales y de las presiones al alza sobre los precios energéticos y sobre los costes de producción, fenómenos que estaban obstaculizando ya con anterioridad los desarrollos observados y las perspectivas para el futuro. La propia prolongación de las tensiones de precios y costes puede tender a generar los fenómenos de realimentación conocidos como «efectos de segunda vuelta», en la medida en que aumenta la probabilidad de que los precios finales de los bienes y servicios reflejen los incrementos de costes, y los salarios recojan la mayor inflación de la cesta de consumo.

3.7.2 Las perspectivas y los riesgos de la economía española

De acuerdo con las proyecciones del Banco de España de abril de 2022, el PIB crecería un 4,5% en 2022, un 2,9% en 2023 y un 2,5% en 2024⁵⁰. Esta senda supone una continuación de la recuperación, impulsada por la mejora de la situación epidemiológica, los proyectos ligados al plan NGEU, las condiciones de financiación todavía favorables y las medidas tomadas para combatir la escalada de precios de la energía. El supuesto implícito en este escenario es que la guerra no afectará de forma permanente a la capacidad productiva de la economía, lo que explica que a finales de 2024 el nivel de actividad sea muy similar al que se estimaba en diciembre de 2021 (véase gráfico 1.18.1).

En cuanto al comportamiento de la inflación, se preveía que su tasa media fuera muy elevada en 2022, del 7,5%. Este fuerte crecimiento se explica, sobre todo, por el componente energético, pero también se espera una aceleración transitoria del resto de los precios (véase gráfico 1.18.2). Con posterioridad, la tasa de crecimiento de los precios se moderaría significativamente, hasta el 2% en 2023 y el 1,6% en 2024. Pero esta proyección descansa sobre dos supuestos cruciales: la confirmación del escenario de disminución de los precios de la energía al que apuntan los mercados de futuros y la ausencia de efectos de segunda vuelta.

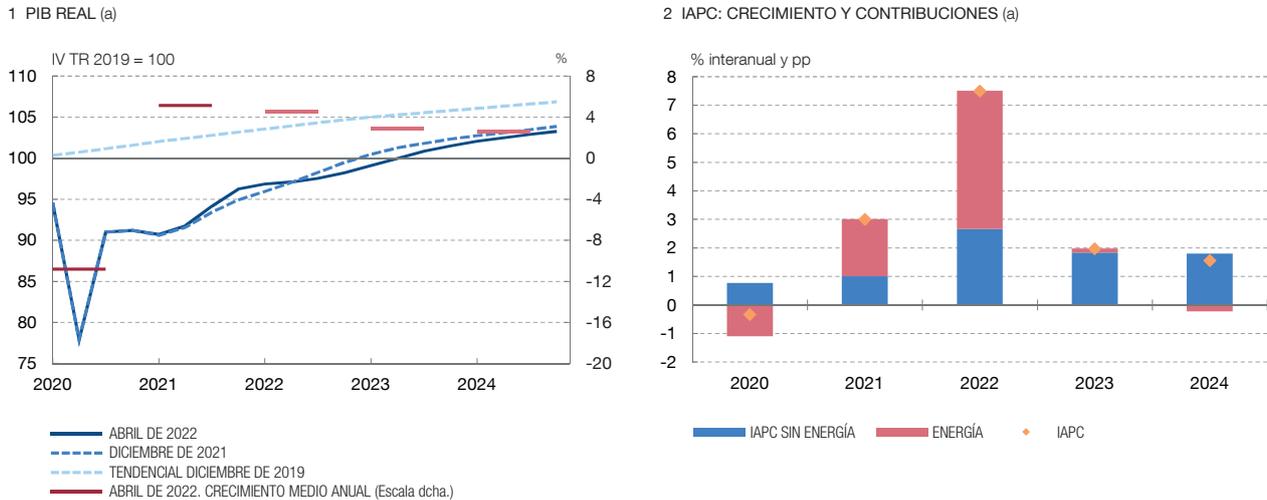
Además, la guerra constituye una fuente de presión adicional sobre las cuentas públicas. En ausencia de medidas correctoras, el déficit de las AAPP seguiría siendo muy elevado en 2024, del 4,7% del PIB. Y, como resultado de las trayectorias proyectadas para el saldo de las AAPP y para el PIB nominal, la ratio de endeudamiento público sería todavía muy elevada en 2024, del 113,8% del PIB, 6,2 pp por debajo de la cota máxima alcanzada en 2020, pero casi 20 pp por encima del nivel de finales de 2019. Esta evolución subraya la necesidad de diseñar un

50 Véase [Banco de España \(2022\)](#).

Gráfico 1.18

LAS CONSECUENCIAS DE LA GUERRA APUNTAN A UN MENOR CRECIMIENTO ECONÓMICO EN UN CONTEXTO DE MAYOR INFLACIÓN

La guerra supone una perturbación de gran relevancia, que afectará significativamente a la actividad (a la baja) y a la inflación (al alza). Con respecto a la inflación, el impacto será significativo en 2022, mientras que, si se cumplen las sendas de los mercados de futuros para los precios de las materias primas y se supone una emergencia limitada de efectos de segunda vuelta, el incremento de los precios retomará tasas más modestas ya en 2023. Estas perspectivas están rodeadas, en todo caso, de una elevada incertidumbre.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Las proyecciones del PIB son previsiones del Banco de España elaboradas en distintos momentos (indicados en la leyenda), mientras que las proyecciones de IAPC se realizaron en abril de 2022.



programa de consolidación fiscal que garantice la sostenibilidad de este endeudamiento.

La información conocida con posterioridad ha afectado a algunas de las cifras clave de estas proyecciones. En un entorno tan cambiante, la probabilidad de que las proyecciones macroeconómicas tiendan a perder vigencia rápidamente es elevada. El crecimiento del PIB del primer trimestre fue, como consecuencia de la guerra, más moderado que el estimado en las últimas proyecciones del Banco. En ausencia de cualquier consideración adicional, el dato llevaría a una rebaja mecánica de aproximadamente medio punto porcentual en la tasa media de crecimiento del PIB de 2022. En el ámbito de los precios de consumo, la información conocida tras el cierre de las proyecciones apunta a un crecimiento algo más modesto del componente energético. Por el contrario, el indicador que excluye ese componente ha mostrado una fortaleza mayor de lo esperado.

El escenario central de las proyecciones de abril fue complementado con diversos análisis de sensibilidad, en reconocimiento de la elevada incertidumbre existente. En concreto, se analizaron cuatro posibles motivos que podrían hacer que se produjeran desviaciones de ese escenario central. Los tres primeros, de carácter adverso, suponían, respectivamente, un aumento más intenso

y duradero de los precios de las materias primas, un cierre completo de los flujos comerciales bilaterales entre Rusia y la UE, y la hipotética aparición de efectos de segunda vuelta. El cuarto riesgo, de signo positivo sobre la actividad, mostraba el efecto de una mayor demanda de los hogares asociada a una reducción más intensa del exceso de ahorro acumulado durante la pandemia⁵¹. Estos elementos de riesgo no son independientes, de modo que cabe la posibilidad de que dos o más de ellos se materialicen de forma simultánea (con distinto grado de gravedad del considerado), en cuyo caso el impacto agregado de estas perturbaciones no sería la mera suma de los efectos individuales.

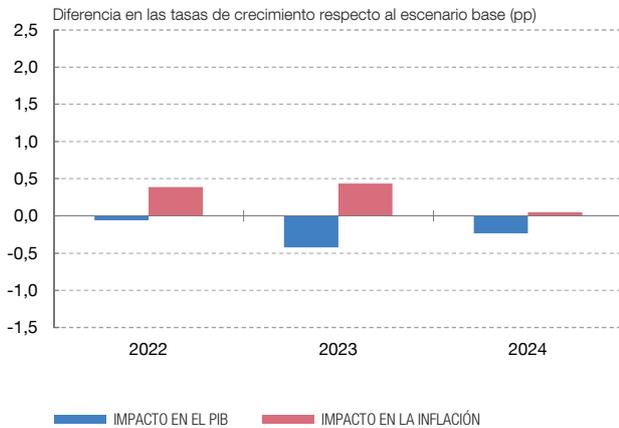
En conjunto, los riesgos están orientados a la baja en el caso de la actividad y al alza en el caso de la inflación —a expensas de valorar el impacto del mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar la electricidad que ha sido recientemente aprobado en España y Portugal, de acuerdo con la Comisión Europea, y que previsiblemente presionará a la baja los precios de la energía en nuestro país—. Bajo el supuesto alternativo sobre la evolución futura de los precios de la energía, el nivel del PIB se reduciría en términos acumulados hasta 2024 en 0,7 pp, mientras que la inflación sería cuatro décimas superior en 2022 y 2023 (véase gráfico 1.19.1). Una interrupción de los flujos comerciales bilaterales con Rusia que, en particular, implicara cortes de suministro energético podría tener un impacto elevado sobre la actividad y los precios. No obstante, su magnitud está sometida a una significativa incertidumbre, debido a las dificultades para estimar la factibilidad de sustituir esos suministros a corto plazo. Bajo hipótesis plausibles acerca de esa sustituibilidad, se estima que el nivel del PIB podría ser al cabo de un año entre 0,6 pp y 1,3 pp inferior al que se daría en ausencia de cortes de suministro, mientras que el nivel de precios de consumo sería entre 1 pp y 1,5 pp mayor (véase gráfico 1.19.2). En un escenario en el que márgenes y salarios responden tras el incremento de los precios de la energía, el impacto negativo acumulado sobre la actividad y los precios, en diferencias respecto a las proyecciones actuales, podría ser aproximadamente de -1,5 pp y 3,2 pp, respectivamente, en 2024 (véase gráfico 1.19.3). Por último, un mayor uso por parte de los hogares de la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia, con el fin de mantener su consumo tras la pérdida de poder adquisitivo, generaría un incremento del nivel del PIB de 4 décimas en 2022 y de otras 2 décimas adicionales entre 2023 y 2024 (véase gráfico 1.19.4).

51 La liberación del exceso de ahorro generado por la pandemia puede constituir un importante soporte de la actividad en un contexto en el que el descenso de la renta disponible real de los hogares provocado por el encarecimiento de la energía, junto con los efectos indirectos de este y los hipotéticos efectos de segunda vuelta, es probablemente el principal canal por el que la guerra en Ucrania puede afectar a las perspectivas de crecimiento del PIB en 2022. Los datos de la CES del cuarto trimestre de 2021 sugieren que esta bolsa de ahorro podría proporcionar un impulso al gasto de los hogares en 2022. En concreto, los resultados de la encuesta desvelan que las perspectivas de gasto en bienes y servicios en 2022, en particular en partidas como vacaciones o la compra de automóviles, son más favorables en los hogares que ahorraron en 2020. En todo caso, el grado de incertidumbre acerca del ritmo al que se liberará la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia sigue siendo elevado.

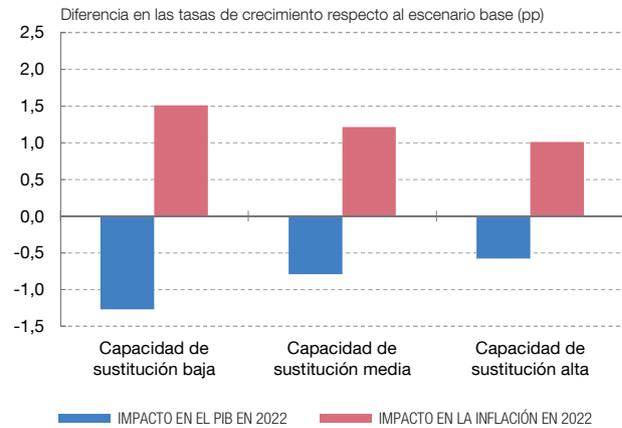
LAS FUENTES DE INCERTIDUMBRE Y LOS RIESGOS ASOCIADOS A ESTAS

La complejidad de las repercusiones de la guerra y las incertidumbres que rodean el propio desarrollo de esta dificultan la valoración de su impacto. Una forma de ilustrar esta incertidumbre es la realización de diversos análisis de sensibilidad que permitan evaluar las implicaciones de la materialización de distintos riesgos. En su conjunto, los riesgos están orientados a la baja en el caso de la actividad y al alza en el caso de la inflación.

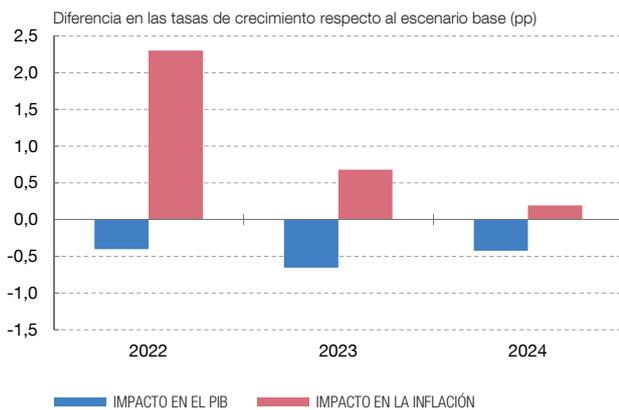
1 PERSISTENCIA DE PRECIOS ELEVADOS DE LA ENERGÍA (a)



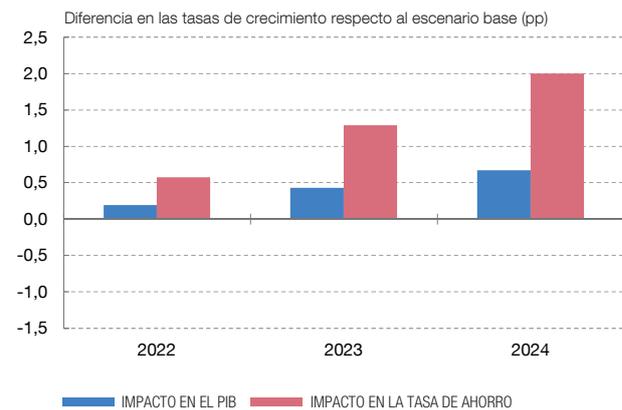
2 CIERRE DEL COMERCIO CON RUSIA (b)



3 EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA (c)



4 MAYOR DINAMISMO DEL CONSUMO PRIVADO (d)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Google y Banco de España.

- Se contempla una senda futura para los precios de la energía que permanece estable en torno al nivel más alto alcanzado desde el inicio de la guerra (observado a mediados de marzo).
- Se contempla el cierre de todos los flujos comerciales bilaterales entre Rusia y la UE, incluidos los relativos a las materias primas energéticas.
- 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, lo que provoca efectos de segunda vuelta sobre precios y salarios.
- Se contempla que, durante el período 2022-2024, los hogares utilizan dos tercios de la bolsa de ahorro que han acumulado desde el comienzo de la pandemia (solo un tercio en el escenario base).



Por último, subsisten otras fuentes de incertidumbre. La probabilidad de que la pandemia afecte directamente de forma adversa a la actividad económica en nuestro país en el futuro se ha reducido gracias a la amplia cobertura alcanzada en el proceso de vacunación. Pero los niveles de incidencia de la enfermedad siguen siendo elevados en otras áreas geográficas donde el grado de inmunización de la población es más reducido, por lo que la actividad económica continuará

viéndose afectada en esos lugares. Además, la amplia circulación del virus en esas regiones da pie a la posibilidad de que surjan nuevas variantes ante las que las vacunas actuales no ofrezcan una protección adecuada. Y, en el ámbito interno, el perfil de recuperación del producto también dependerá del ritmo, el alcance y la efectividad de la ejecución del programa NGEU y de la pauta de recuperación de los flujos turísticos internacionales. Una última fuente de incertidumbre es la magnitud de los daños persistentes que la pandemia pueda haber provocado sobre el empleo y el tejido productivo, aunque la evidencia disponible sugiere, por el momento, que estos podrían haber sido relativamente reducidos, como se discute en el epígrafe siguiente.

4 Las políticas económicas ante un entorno incierto

Las políticas económicas siguieron proporcionando un nivel de apoyo muy elevado a la actividad en 2021. La recuperación incompleta, con el trasfondo de las sucesivas nuevas olas del virus, hizo que las políticas monetarias y fiscales mantuvieran un tono muy expansivo. En el ámbito de la política monetaria, la reformulación de las estrategias de los bancos centrales de Estados Unidos y el área del euro proporcionó a estas instituciones mayores dosis de flexibilidad ante un contexto incierto. El carácter parcial de la recuperación hizo que, en general, los bancos centrales adoptaran una actitud paciente, evitando reaccionar de forma mecánica ante el repunte de la inflación, puesto que un endurecimiento prematuro de la orientación de la política monetaria podría haber puesto en riesgo la continuidad de la recuperación. Por su parte, las políticas fiscales siguieron dando apoyo a las rentas y a la posición financiera de los agentes más afectados por la pandemia. Pero lo hicieron de un modo más selectivo, tanto porque las medidas de contención de la crisis sanitaria se hicieron cada vez más focalizadas y tendieron, por tanto, a afectar a un conjunto cada vez más reducido de agentes como por la reducción del margen de maniobra presupuestario, tras el fuerte aumento del endeudamiento público de 2020.

Pero la prolongación e intensificación del repunte inflacionista hizo que, en el curso del año, las políticas monetarias comenzaran la normalización. Ante la amenaza de que la dinámica inflacionista comenzara a poner en riesgo el mantenimiento de las expectativas de que la tasa de inflación permaneciera en torno a los objetivos de política monetaria, su orientación ha virado, en muchas jurisdicciones, hacia un progresivo endurecimiento.

La guerra ha hecho aún más compleja la conducción de las políticas económicas. El contexto al que se enfrentaban los responsables de las políticas económicas, caracterizado por el fuerte repunte de las presiones inflacionistas y la naturaleza incompleta de la recuperación de la actividad, era ya difícil antes del inicio del conflicto bélico. Y la guerra ha dado lugar a un deterioro de la actividad

económica, un empeoramiento adicional de las perspectivas de inflación y un aumento muy notable de la incertidumbre, y, por tanto, ha exacerbado esas dificultades para dotar a las políticas económicas del tono más apropiado.

La política monetaria debe vigilar la traslación de los aumentos de precios a las expectativas de inflación de los agentes. El progresivo aumento de las perspectivas de inflación a medio plazo, que en el caso del área del euro se sitúan en la actualidad muy cerca del objetivo del BCE del 2 %, sugiere la conveniencia de continuar avanzando en el proceso de normalización de la política monetaria. Este proceso deberá producirse de forma gradual, dada la gran incertidumbre asociada al contexto actual, y siempre y cuando las perspectivas de inflación a medio plazo permanezcan ancladas en sus niveles objetivo.

La guerra ha hecho que surjan nuevas necesidades que las políticas fiscales deben tratar de atender, dentro de los escasos márgenes de maniobra disponibles. El aumento de la inflación, que, en una parte sustancial, fue previo a la guerra y que ha recaído, sobre todo, en los precios energéticos, tiene un impacto elevado sobre los hogares con menores niveles de renta, para los que el encarecimiento de la energía comprime su poder adquisitivo en mayor medida, y sobre las empresas que operan en las ramas productivas más intensivas en el uso de energía. En un contexto de recursos limitados y de inflación elevada, la actuación de las políticas presupuestarias debe focalizarse de forma estricta en mitigar el impacto sobre estos agentes más afectados mediante medidas cuya implementación sea ágil, y cuya duración, limitada.

4.1 El papel de las políticas presupuestarias globales y en el área del euro

La política fiscal conservó en 2021 un carácter expansivo en las economías avanzadas y un tono más contenido en los países emergentes. En el primer caso, el mantenimiento del impulso fiscal en 2021, que vino motivado por la persistencia de la crisis sanitaria, se tradujo en la renovación de muchas de las medidas de gasto e ingreso adoptadas en 2020. El resultado de estos dos años de estímulos en estos países ha sido un crecimiento notable de los déficits y la deuda públicos (véanse gráficos 1.20.1 y 1.20.2). Esta evolución contrasta con el aumento más contenido de esas dos variables en las economías emergentes, cuyo margen de maniobra para hacer frente a las consecuencias de la pandemia era menor. En el caso concreto del área del euro, la activación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento⁵², así como la reforma del marco de ayudas de Estado⁵³, permitió un tono muy expansivo de la política fiscal nacional en 2020 y 2021, que también se ha visto facilitado por la existencia del programa de compras de

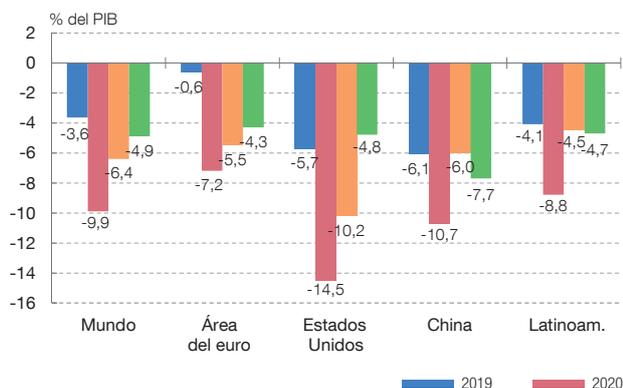
52 Véase [Alonso y Matea \(2021\)](#).

53 Véase [Alonso et al. \(2021\)](#)

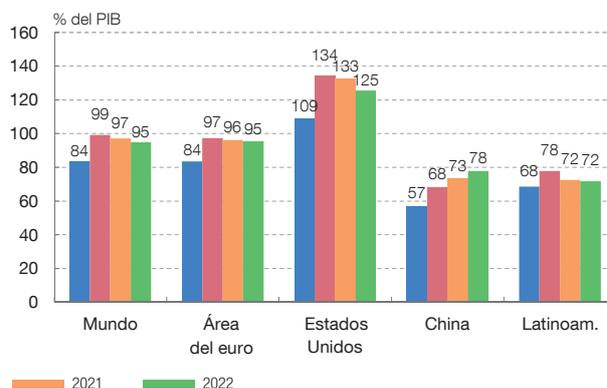
LA POLÍTICA FISCAL HA SEGUIDO MANTENIENDO UN CARÁCTER EXPANSIVO EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS, QUE CONTRASTA CON EL TONO MÁS CONTENIDO DE LOS PAÍSES EMERGENTES

La persistencia de la crisis sanitaria y el vencimiento de las medidas fiscales adoptadas en 2020 motivaron el mantenimiento del impulso fiscal en 2021, lo que se ha traducido en acusados incrementos de los déficits y la deuda públicos, que contrasta con un aumento más contenido en las economías emergentes. De cara al futuro, la reducción progresiva de los desequilibrios presupuestarios generados por la crisis debe basarse en un cambio decisivo hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y en reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías. En este sentido, el MRR de la UE espera impulsar la inversión pública y puede brindar un apoyo sustancial a este respecto, en especial acelerando las transiciones ecológica y digital.

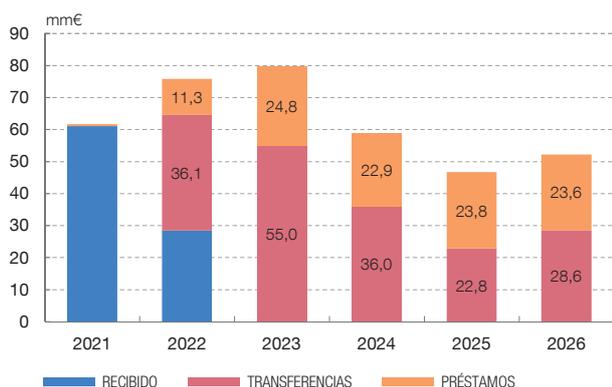
1 DÉFICIT PÚBLICO



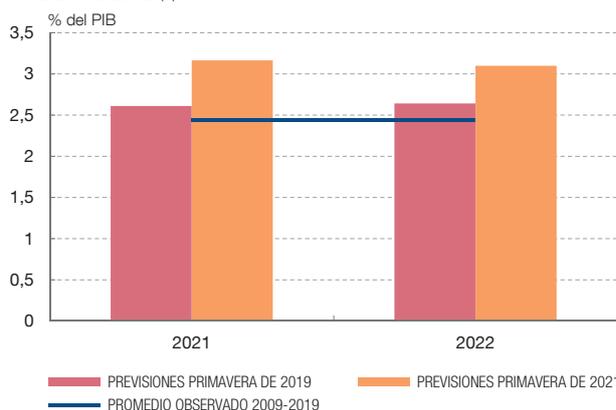
2 DEUDA PÚBLICA



3 CALENDARIO DE PAGOS MRR (a)



4 PREVISIONES DE LA INVERSIÓN PÚBLICA EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD (b)



FUENTES: Banco de España, Fondo Monetario Internacional (Fiscal Monitor, octubre de 2021), Comisión Europea (2021) y programas de estabilidad nacionales.

a Alemania, España, Francia, Grecia, Italia y Portugal.

b Alemania, España, Francia e Italia. Previsiones realizadas en la primavera de cada año (fecha de publicación de los programas de estabilidad) para el año corriente y los años siguientes.



emergencia frente a la pandemia (PEPP) como herramienta crucial para evitar episodios de fragmentación financiera. Además, esta orientación expansiva se ha visto complementada por políticas supranacionales, entre las que destaca el programa NGEU, cuya aplicación hasta la fecha es objeto de análisis en el capítulo 2.

La invasión de Ucrania ha trastocado los objetivos de la política fiscal en 2022, que se está viendo obligada a atender las consecuencias económicas

adversas del conflicto bélico. Ya en 2021 había tenido lugar un aumento muy pronunciado de los precios de la energía, particularmente acusado por lo que respecta a la electricidad. Las presiones en los precios energéticos se han intensificado a raíz de la guerra. Como consecuencia de estos desarrollos, los países europeos han adoptado, como se detalla en el capítulo 3 de este Informe, durante los últimos meses de 2021 y los primeros de 2022, un amplio abanico de medidas destinadas a compensar el incremento de los precios de la electricidad, como rebajas de tasas e impuestos sobre esta fuente de energía, programas de transferencias a los hogares más vulnerables o gravámenes temporales sobre los beneficios extraordinarios de las centrales eléctricas no emisoras de CO₂, que la subida del precio del gas ha impulsado. La guerra en Ucrania presionará, además, al alza el gasto público en otras partidas para atender las nuevas necesidades surgidas, como son la acogida de refugiados o los gastos en defensa. Por ejemplo, Alemania ha anunciado que dedicará 100 mm de euros a elevar su gasto en defensa hasta el 2 % del PIB.

Estas nuevas necesidades de gasto público tropiezan, en las circunstancias actuales, con obstáculos para poder ser satisfechas. Posiblemente, las sorpresas en las tasas de inflación puedan estar contribuyendo a corto plazo a contener los ratios de deuda y déficit públicos. Pero, al mismo tiempo, estas presiones inflacionistas llevan aparejado un cierto endurecimiento de las condiciones financieras globales, que tenderá a elevar los costes de financiación del sector público. Además, aunque en distinto grado según los casos, los márgenes de actuación de las políticas fiscales nacionales son, con carácter general, reducidos, dado el aumento del endeudamiento en que se ha incurrido debido a la pandemia. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) del NGEU, financiado con deuda común europea, ofrece cierto espacio fiscal adicional, particularmente para los países con mayor nivel de endeudamiento público. El gran reto en este ámbito es la maximización del impacto de esos fondos, de los que en 2021 se produjo ya un desembolso de 64,3 mm de euros (véase gráfico 1.20.3)⁵⁴. Para 2022, se prevé que la ejecución del MRR se acelere, con el desembolso adicional de alrededor de 76 mm de euros. De cara al futuro, uno de los pilares de la absorción progresiva de los desequilibrios presupuestarios ha de ser un giro decidido hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento económico (que, además, deberá ser impulsado mediante reformas estructurales). En este sentido, los programas de estabilidad de los principales países europeos prevén un aumento de la inversión pública, que se apoya en la financiación del MRR (véase gráfico 1.20.4)⁵⁵.

54 De ese total para el conjunto de la UE, corresponden 57,5 mm a las cuatro principales economías, Grecia y Portugal. Véase *Comisión Europea* (2022).

55 *Forte-Campos y Rojas* (2021) describen la evolución histórica de los fondos estructurales y de inversión europeos como vía para contextualizar la magnitud de los recursos del NGEU y el reto que supone su gestión. *Albrizio y Geli* (2021) evalúan el impacto económico de los FEDER, un fondo europeo similar en objetivos al NGEU. Por último, *Alonso et al.* (2022a) proporcionan detalles sobre las características del programa y sobre las claves para su éxito.

Las actuales perturbaciones podrían ser abordadas de forma más adecuada a través de un refuerzo de la coordinación entre países. La intensidad de la perturbación de oferta común al conjunto de economías europeas —magnificada tras el estallido de la guerra en Ucrania—, su naturaleza exógena y el fuerte impacto transfronterizo de las políticas fiscales nacionales justifican la conveniencia de esa coordinación. En primer lugar, en un área integrada como la UE —y en mayor medida aún en el caso de la UEM— la coordinación potencia la efectividad de las medidas de política fiscal nacional introducidas para paliar, a corto plazo, los efectos del *shock* sobre el crecimiento y el empleo. De hecho, la coordinación se convierte en una necesidad en el caso de las medidas de apoyo a consumidores y empresas y a sectores específicos cuando estas pueden interferir con las reglas de mercado único. En segundo lugar, una de las vías por las que la guerra afecta negativamente a las economías de la UE es el impacto sobre ellas de las severas sanciones impuestas por la comunidad internacional a Rusia. Ahora bien, mientras que los beneficios esperados de dichas sanciones —en términos de su contribución a garantizar la seguridad en Europa— son comunes, sus costes —en términos de menor crecimiento y mayor inflación— recaen de forma heterogénea sobre los distintos países, en función de factores tales como su exposición comercial a Rusia, la combinación de fuentes de energía utilizadas o el origen geográfico de sus importaciones de gas y petróleo. Con este trasfondo, la unidad de acción de los países de la UE se vería favorecida si se lograra una mejor alineación de incentivos mediante mecanismos supranacionales de financiación y aseguramiento mutuo que ayuden a paliar la heterogeneidad de los costes soportados. Finalmente, puede tener sentido también mutualizar algunos de los costes asociados a las medidas necesarias para aumentar la autonomía estratégica europea en sectores clave. En particular, este sería el caso de la generación de energía, ámbito en el que la invasión de Ucrania ha puesto de manifiesto la necesidad de acelerar la transición hacia fuentes primarias disponibles en Europa, con el fin de reducir la dependencia de terceros países.

4.2 La contribución de las políticas monetarias

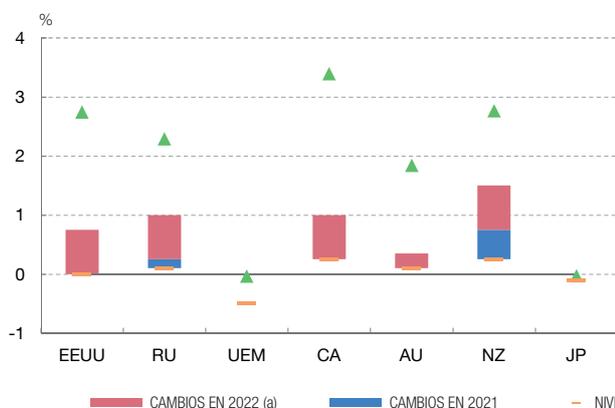
En respuesta al repunte de la inflación, los bancos centrales de las economías avanzadas han comenzado a endurecer el tono de su política monetaria. En Estados Unidos, la Reserva Federal incrementó el rango de sus tipos de interés oficiales, en marzo de 2022, en 25 puntos básicos (pb), y lo elevó de nuevo en mayo, en 50 pb, hasta situar dicho rango en el 0,75 %-1 %, además de apuntar a subidas adicionales en lo que resta de año y de anunciar el comienzo de la reducción de sus tenencias de bonos públicos, deuda de agencia y activos respaldados por hipotecas. El Banco de Inglaterra acumula un incremento de 90 pb de su tipo oficial desde diciembre de 2021, hasta el 1 %. Asimismo, los bancos centrales de Canadá y Nueva Zelanda —que habían venido reduciendo gradualmente sus programas de compra de activos— han elevado también sus tipos de interés de referencia en los

LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES HAN AUMENTADO EN NUMEROSAS JURISDICCIONES

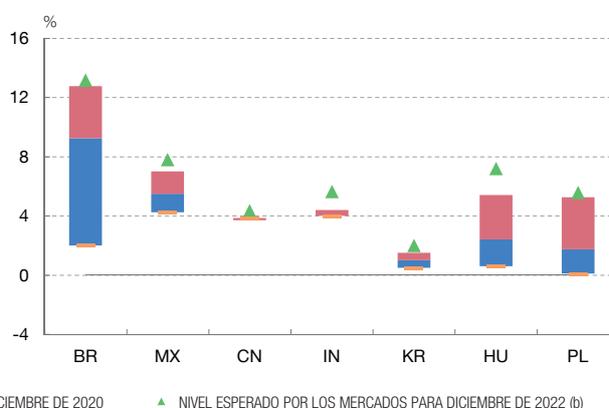
Los bancos centrales han endurecido el tono de la política monetaria en respuesta al repunte de la inflación.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

1.1 ECONOMÍAS AVANZADAS



1.2 ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTE: 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.



últimos meses. A su vez, salvo en el caso de Asia, las economías emergentes han prolongado el ciclo restrictivo de la política monetaria iniciado el pasado año (véase gráfico 1.21).

Por su parte, el BCE ha interrumpido los programas de emergencia lanzados durante la pandemia y ha anunciado que finalizará en el tercer trimestre las compras netas en su programa regular de compra de activos. A finales de 2021, el Consejo de Gobierno anunció el final, en marzo de 2022, de las compras netas en el marco del PEPP y, en junio, de las condiciones especiales aplicables a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). No obstante, para hacer frente a potenciales episodios de fragmentación financiera que puedan afectar a la transmisión de la política monetaria, se preserva la flexibilidad en la distribución de las reinversiones del PEPP al menos hasta el final de 2024⁵⁶. En marzo de 2022, el BCE anunció una reducción gradual de los volúmenes de adquisiciones netas de activos bajo el programa de compra de activos (APP) y, en abril, confirmó su intención de finalizar las compras netas en el tercer trimestre.

El BCE ha reiterado su compromiso de gradualidad en cualquier ajuste futuro de los tipos de interés, siempre que se mantengan ancladas las expectativas

56 La importancia de la flexibilidad del PEPP para la transmisión de la política monetaria se estudia en Costain, Nuño y Thomas (2021), mimeo. Para un análisis de los efectos macroeconómicos y financieros del PEPP, véanse Aguilar *et al.* (2020) y Banco de España (2020 y 2021).

de inflación a medio plazo en el 2%. El Consejo de Gobierno ha indicado que cualquier ajuste en sus tipos de interés tendrá lugar algún tiempo después del final de las compras netas de activos y será gradual. Asimismo, ha mantenido sus orientaciones sobre la evolución futura de la política monetaria (*forward guidance*), según las cuales se supedita el primer incremento de los tipos de interés al cumplimiento de tres condiciones: primero, que la inflación esperada se sitúe en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección; segundo, que permanezca en ese nivel de forma duradera el resto de dicho horizonte, y, tercero, que el progreso observado en la inflación subyacente se considere compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo. A este respecto, cabe señalar que estas tres condiciones estarían cerca de cumplirse en el momento actual, toda vez que los distintos indicadores de inflación subyacente se sitúan ya por encima del 2 % y las perspectivas de inflación a medio plazo se encuentran muy cercanas a dicho nivel.

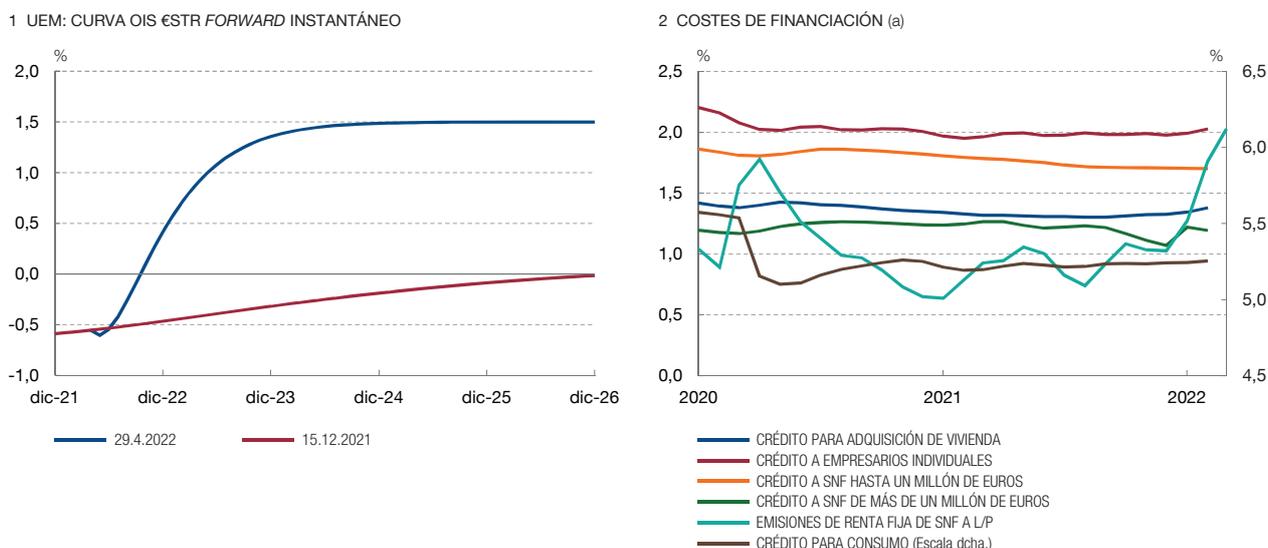
Asimismo, el BCE ha anunciado su intención de utilizar los instrumentos de forma flexible. La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés financiero, la flexibilidad en el diseño y la realización de las compras de activos ha contribuido a contrarrestar las dificultades en la transmisión de la política monetaria y ha hecho que los esfuerzos del Consejo de Gobierno para lograr su objetivo sean más eficaces. Por tanto, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas a su correcta transmisión pongan en peligro alcanzar la estabilidad de precios. En este contexto se enmarca el compromiso del Consejo de Gobierno de reinvertir de forma flexible —por jurisdicciones, por tipos de activos y a lo largo del tiempo— los vencimientos de los activos del PEPP en caso de una nueva fragmentación de los mercados financieros relacionada con la pandemia, así como de ajustar todos sus instrumentos para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del 2 % a medio plazo.

Las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE desde diciembre de 2021 han dado lugar a un adelanto en las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales. El desplazamiento hacia arriba de la curva de tipos de interés libres de riesgo desde su nivel previo al Consejo de Gobierno del BCE de diciembre sugiere que los mercados esperan ahora una normalización gradual de los tipos de interés oficiales hacia valores positivos (véase gráfico 1.22.1). Como se discutió en el epígrafe 2, esta revisión de las expectativas sobre la evolución de los tipos a plazos cortos se ha transmitido a las rentabilidades de los bonos públicos y a otros instrumentos de deuda a largo plazo. Además, los rendimientos de estos activos se han visto espoleados también tanto por factores domésticos (la reducción de compras netas por parte del BCE) como externos (la retirada de estímulos monetarios más rápida de lo anticipado también en Estados Unidos y el aumento de la aversión al riesgo por la mayor incertidumbre vinculada a la guerra)⁵⁷. Con todo, las condiciones de financiación del sector privado han continuado siendo

57 Véase [Fuertes y Martínez-Martín \(2022\)](#).

LAS EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS SE HAN DESPLAZADO AL ALZA

Desde diciembre de 2021 se ha producido un cierto adelanto en las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales, que se ha transmitido a las rentabilidades a largo plazo, pero todavía no al coste del crédito bancario.



FUENTES: Banco Central Europeo y Refinitiv Datastream.

a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y por componente irregular.



extraordinariamente favorables en el área del euro, y solo recientemente el repunte de los costes de la financiación de mercado ha empezado a transmitirse, de forma aún relativamente modesta, al coste de la financiación bancaria. Así, el coste de los nuevos créditos a empresas no financieras y hogares ha permanecido, a lo largo de los últimos trimestres, en niveles cercanos a los mínimos históricos en todos los segmentos (véase gráfico 1.22.2).

De cara al futuro, una hipotética subida de los tipos de interés de mercado elevaría la carga financiera neta de las empresas de forma relativamente rápida y más intensa que en el caso de los hogares y las AAPP. En concreto, un aumento de 100 pb de los tipos de interés de mercado a corto y a largo plazo daría lugar, al cabo de un año, a un incremento de 1 pp de la carga financiera neta de las empresas en relación con su excedente bruto de explotación (en comparación con un escenario contrafactual de estabilidad de los tipos de interés). Para los hogares, el efecto agregado sería mucho más moderado como consecuencia de su menor endeudamiento neto (0,2 pp de su renta bruta disponible), aunque muy heterogéneo, concentrándose en aquellos segmentos con un nivel de renta por encima de la mediana de la distribución y en los que el cabeza de familia se sitúa en los tramos bajos de edad, ya que estos son los colectivos que mantienen, en promedio, un mayor endeudamiento neto. En el caso de las AAPP, el efecto a largo plazo sería

más intenso que en el pasado, como reflejo del alto endeudamiento, pero sería muy gradual, debido a la elevada vida media de la deuda viva y a la financiación a tipo de interés fijo. En concreto, bajo los mismos supuestos, la carga neta de intereses se elevaría un año después de la perturbación un 0,2 % del PIB.

4.3 Una valoración de las políticas públicas frente a las consecuencias de la pandemia en España

Los dos últimos años han supuesto un período de grandes perturbaciones para la actividad económica en nuestro país. La pandemia fue un reto de grandes proporciones para las políticas económicas, que tuvieron que dar una respuesta contundente para paliar las consecuencias del cierre de porciones significativas de la economía. La recuperación tras la crisis ha sido incompleta, no tanto por la subsistencia de restricciones a la movilidad y a la actividad económica —ya que estas han sido eliminadas en su mayoría, a pesar de que la pandemia no ha desaparecido del todo— como por las alteraciones en los suministros y por el aumento de la inflación. En particular, el repunte de los precios y, sobre todo, el encarecimiento de la energía han dado lugar a nuevos retos de política económica que no han hecho sino intensificarse tras el inicio de la guerra.

Por tanto, es el momento de hacer un primer balance de las políticas económicas puestas en marcha para combatir los efectos de la pandemia, como punto de partida para valorar las nuevas necesidades. Existe un amplio consenso acerca del importante papel desempeñado por la política monetaria o las políticas macroprudenciales en la lucha contra la perturbación. En particular, la política monetaria del BCE ha permitido que los distintos agentes del área del euro pudieran disfrutar de condiciones financieras favorables para la absorción de una perturbación de una dimensión tan pronunciada. Pero el foco del análisis realizado aquí se circunscribe a tres medidas concretas puestas en marcha en el ámbito nacional, que fueron probablemente las más importantes: la flexibilización de los ERTE, los avales del ICO y las ayudas directas a empresas. Como conclusión, la protección de las rentas de los hogares, la preservación de las relaciones laborales y el apoyo a las sociedades no financieras habrían sido efectivos a la hora de facilitar la recuperación del producto y del empleo de la economía. No obstante, esta valoración favorable no es obstáculo para reconocer la existencia de grupos de hogares y empresas cuya situación se ha deteriorado con la crisis sanitaria, como se analiza en detalle en el capítulo 2.

La recuperación de los niveles de ocupación previos al inicio de la pandemia sugiere que los ERTE han sido efectivos a la hora de favorecer la reincorporación al empleo. El objetivo de la flexibilización de los ERTE era suspender temporalmente la relación laboral del trabajador con su empresa durante el tiempo que duraran las restricciones a la actividad, de modo que el trabajador

preservara un nivel adecuado de rentas y la empresa viera reducidos sus costes laborales. Para ayudar a lograr estos fines, se exoneró a las empresas de las cotizaciones a la Seguridad Social y se aumentó el importe de la prestación por desempleo de los trabajadores acogidos al esquema. Una vez levantado el grueso de las restricciones a la actividad, tiene sentido evaluar si han sido eficaces a la hora de facilitar el retorno a la situación de empleo efectivo. Una primera muestra de la eficacia de los ERTE es el hecho de que la cifra de trabajadores en esa situación haya descendido desde el máximo de más de 3,5 millones de trabajadores en abril de 2020 hasta unos 100.000 en marzo de 2021. Además, el empleo efectivo supera en este último mes en algo más de 400.000 personas el nivel de febrero de 2020, justo antes de que comenzara la pandemia.

El análisis de los flujos de trabajadores que han pasado por un ERTE permite estudiar de forma más apropiada la efectividad de este mecanismo en función de las características de los trabajadores. Para realizar este análisis se ha hecho uso de los datos individuales de la EPA correspondientes al período que abarca desde el primer trimestre de 2020 hasta el último de 2021, y se han considerado períodos de permanencia en la situación de ERTE con una duración comprendida entre uno y tres trimestres. Los resultados obtenidos muestran que, dadas dos personas con idénticas características personales en términos de sexo, edad, nivel de estudios y rama de ocupación, que difieren entre sí en que una de ellas está, en un determinado trimestre, acogida a un ERTE y la otra está en situación de desempleo, la probabilidad de reincorporación posterior al empleo es mayor en el primer caso que en el segundo⁵⁸. Ahora bien, la diferencia se va diluyendo a medida que aumenta la duración del ERTE. En concreto, si esta es de tres trimestres, la brecha entre la probabilidad de reincorporación del individuo en ERTE con respecto al que está en desempleo es aproximadamente la mitad que en el caso de los ERTE de un trimestre de duración (véase gráfico 1.23.1). Adicionalmente, esta pérdida de efectividad es más acusada para algunos colectivos. En particular, para los trabajadores más jóvenes, los que tienen un contrato temporal y los que poseen un menor nivel de estudios, la probabilidad de volver a la situación de empleo al cabo de tres trimestres en la situación de ERTE no es significativamente distinta con respecto a una persona que haya estado en situación de desempleo durante ese mismo período (véase gráfico 1.23.2).

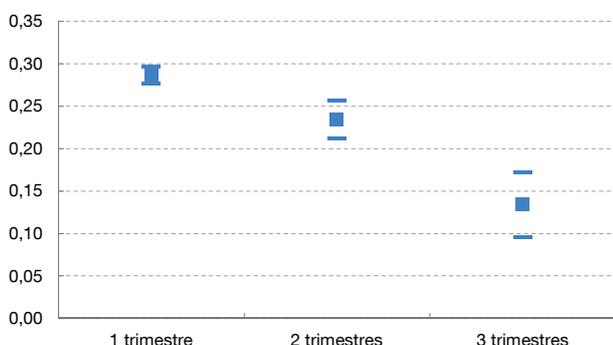
Una de las necesidades más acuciantes tras el inicio de la pandemia fue la de mitigar el impacto de las restricciones a la actividad sobre la liquidez de las empresas, para lo que se introdujeron los programas de avales crediticios del ICO. El Gobierno aprobó, en 2020, dos programas de avales públicos para préstamos a empresas y a autónomos con el objetivo de facilitar el acceso a la financiación de las empresas más afectadas por la crisis del COVID-19. Estos programas, por un importe conjunto de 140 mm de euros, permitían que las entidades financieras

58 Véase Auciello, Izquierdo y Puente (2022).

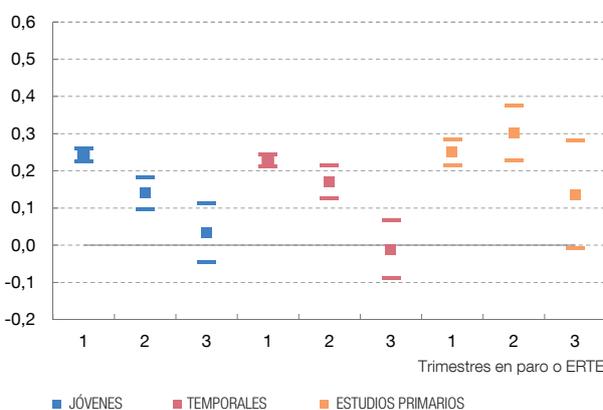
LOS ERTE HAN SIDO EFECTIVOS A LA HORA DE AUMENTAR LA PROBABILIDAD DE REINCORPORACIÓN LABORAL, AUNQUE SUS EFECTOS POSITIVOS DECRECEN CON LA DURACIÓN DEL ERTE

La probabilidad de reincorporación al empleo es superior para un trabajador en situación de ERTE que para un desempleado, aunque esta mayor eficacia de los ERTE va decreciendo según aumenta su duración. Para algunos colectivos, como los jóvenes, los trabajadores temporales y aquellos con menor nivel de estudios, la ventaja relativa de los ERTE desaparece después de los tres primeros trimestres.

1 IMPACTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE REINCORPORACIÓN AL EMPLEO (ERTE FRENTE A DESEMPLEO) (a)



2 IMPACTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE REINCORPORACIÓN AL EMPLEO SEGÚN CARACTERÍSTICAS PERSONALES (ERTE FRENTE A DESEMPLEO) (a)



FUENTES: Microdatos de flujos de la Encuesta de Población Activa (Instituto Nacional de Estadística) y Banco de España.

a Los cuadrados representan la estimación puntual de cada coeficiente, mientras que las líneas muestran el intervalo de confianza al 95%.



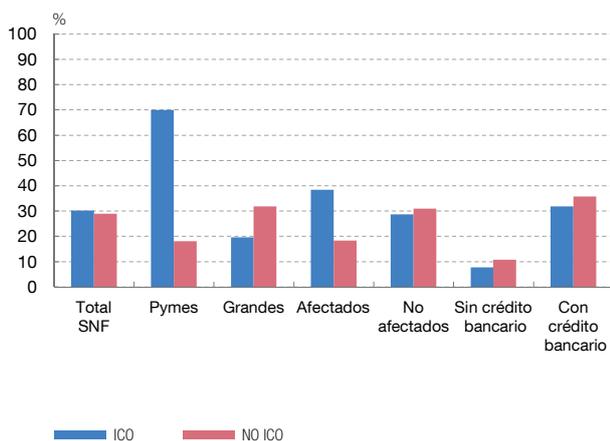
podrían cubrir una parte elevada de las posibles pérdidas asociadas a los préstamos acogidos (de hasta el 80 % en el caso de la financiación concedida a las pymes y autónomos, y hasta el 70 % para la proporcionada a las grandes empresas). En febrero de 2022 se había emitido un volumen de 104 mm de euros en garantías, del cual un 85 % se formalizó en 2020, lo que dio lugar a una financiación acogida a estos programas de 136 mm de euros.

Estas dos líneas de avales públicos cumplieron eficazmente sus objetivos, en la medida en que pudieron atender una proporción destacada de las necesidades de liquidez de las empresas. En concreto, con la financiación obtenida con los préstamos canalizados a través de las líneas de avales públicos se habría cubierto el 30 % de las necesidades de liquidez del sector de sociedades no financieras (véase gráfico 1.24.1). El desglose según las características de las empresas revela que este porcentaje es comparativamente más elevado para aquellas que, *a priori*, afrontaban mayores dificultades de acceso a la financiación, como las de las ramas más afectadas por la crisis (el 38 %, frente al 29 % de las ramas que lo están menos), y, sobre todo, las pymes (el 70 %, frente al 20 % de las grandes empresas). Sin embargo, las empresas sin deuda bancaria antes de la pandemia solo cubrieron el 18 % de sus necesidades de liquidez mediante el recurso a préstamos bancarios. La escasa contribución del programa de avales públicos a mitigar los problemas de liquidez de este tipo de empresas habría podido influir en

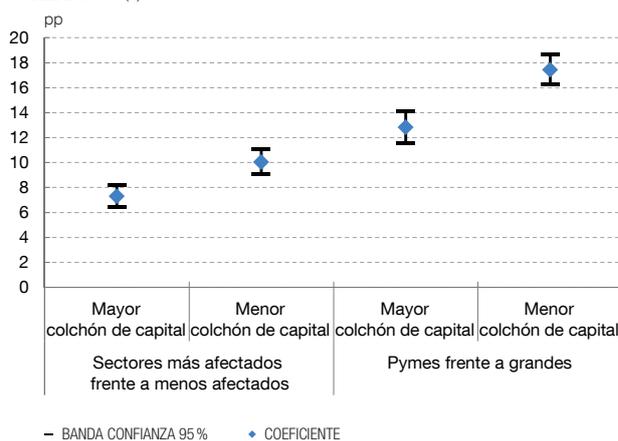
LAS LÍNEAS DE AVALES PÚBLICOS FUERON FUNDAMENTALES PARA SOSTENER LA OFERTA DE CRÉDITO TRAS LA PANDEMIA Y PARA LA COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

El 60 % de las necesidades de liquidez de las sociedades no financieras españolas se cubrieron en 2020 gracias al crédito bancario. Además, los préstamos canalizados a través de la línea de avales públicos habrían contribuido a la cobertura del 30% de las necesidades de liquidez. Este porcentaje se situó en el 70 % y el 39 % en el caso de las pymes y las empresas más afectadas por la pandemia, respectivamente. Sin embargo, las empresas sin deuda bancaria antes de la pandemia solo cubrieron el 18% de sus necesidades de liquidez con crédito. Los bancos con peores colchones de capital hicieron un mayor uso relativo de crédito con avales públicos para estos dos tipos de empresas. De este modo, habrían contribuido a sostener su oferta de crédito a estas empresas, a través del alivio en el consumo de recursos propios.

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



2 PROPORCIÓN DE NUEVAS OPERACIONES CON AVALES PÚBLICOS SEGÚN LAS CARACTERÍSTICAS DEL PRESTATARIO Y LA SOLVENCIA DEL BANCO (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 los siguientes: 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 los 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 1 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 período 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 %.



el aumento de las quiebras en el segmento de sociedades con elevadas necesidades de liquidez y sin relaciones crediticias a finales de 2019, que fue sustancialmente superior al que se observó para las empresas que se encontraban en una situación similar, pero que contaban con este tipo de relaciones⁵⁹.

Además, los programas de avales habrían estimulado la oferta de crédito a las pymes y a las empresas de los sectores más afectados por la crisis. Como se observa en el gráfico 1.24.2, las entidades financieras que contaban con menores

59 Véase Blanco y Mayordomo (2022).

colchones de capital recurrieron en mayor medida a los avales públicos en la concesión de nueva financiación en comparación con aquellas que presentaban una posición de capital más holgada. De esta forma, los avales públicos habrían contribuido a sostener la oferta de crédito a esos dos grupos de empresas por parte de las entidades financieras que partían de unos menores niveles de solvencia, gracias al alivio que supusieron en el consumo de recursos propios.

Un tercer bloque de actuaciones de lucha contra las consecuencias de la pandemia fueron las medidas de apoyo a la solvencia de las empresas. Estas incluyeron la creación de dos fondos de recapitalización⁶⁰, con una dotación máxima de 11 mm de euros, y un programa de ayudas directas, dotado con 7 mm de euros, destinado fundamentalmente a los empresarios individuales y a las empresas de menor dimensión. En conjunto, según las estimaciones realizadas por el Banco de España, la dotación de fondos de estos tres programas permitía cubrir todo el déficit de capital de las empresas generado en 2020 como consecuencia de la crisis, en el caso tanto de las pymes como de las compañías grandes (véase gráfico 1.25.1).

Por lo que respecta a los fondos de recapitalización, los criterios de concesión de las ayudas se basan en el análisis individualizado de la situación económica y financiera de las empresas y de sus perspectivas de negocio. Hasta la fecha, el fondo gestionado por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) ha concedido ayudas por un importe de 2,1 mm de euros en 19 operaciones diferentes, y el gestionado por COFIDES lo ha hecho por 329 millones de euros en 26 operaciones. Existe, por tanto, un remanente de fondos aún no utilizados de 8,6 mm de euros.

Por su parte, las ayudas directas estaban destinadas a reducir la nueva deuda acumulada por las empresas como consecuencia de la pandemia. En este caso, la asignación de las ayudas no se hizo de forma individualizada, sino que se establecieron unos criterios objetivos en función del sector de actividad y de la magnitud de la caída de la facturación⁶¹. Se estima que el importe desembolsado en este programa asciende a alrededor de 5 mm de euros, de los cuales algo más de 4 mm se habrían dirigido a sociedades mercantiles, fundamentalmente pymes (el 91 % del total), y el resto, a empresarios individuales.

Este programa de ayudas habría contribuido a reducir una parte pequeña de los problemas de solvencia de las pymes que surgieron como consecuencia de la pandemia. El porcentaje de este tipo de empresas que habrían pasado a

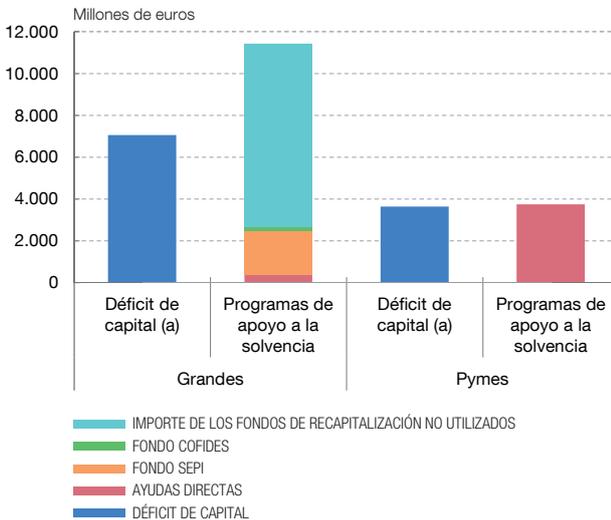
60 El primero, el Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas, gestionado por la SEPI y dotado con 10 mm de euros, está destinado a recapitalizar empresas estratégicas. El segundo, gestionado por COFIDES y dotado con 1.000 millones de euros, está destinado a empresas de capitalización media.

61 En concreto, las ayudas directas estaban destinadas a las empresas con caídas de la facturación superiores al 30 % en 2020 y que habían presentado ganancias contables en 2019. Las comunidades autónomas (CCAA), que fueron las que gestionaron las ayudas, tuvieron cierta flexibilidad en la aplicación de estos criterios.

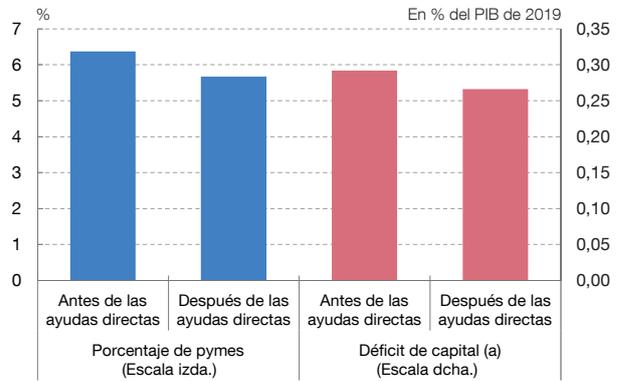
EL PROGRAMA DE AYUDAS DIRECTAS HA MITIGADO PARCIALMENTE EL DETERIORO DE LA SOLVENCIA DE LAS PYMES

La dotación de los programas de apoyo a la solvencia empresarial era suficiente para cubrir la totalidad del déficit de capital de las empresas generado por la crisis. Se estima que, como consecuencia del programa de ayudas directas, el porcentaje de pymes que habrían pasado a mostrar una posición deficitaria de capital tras la crisis se habría reducido en casi 1 pp y el déficit global de capital de las pymes que se encontraban en esta situación habría disminuido en un 9 %.

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



2 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, se ha reducido en 2020 y se ha situado 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 %.



mostrar una posición deficitaria de capital tras la crisis habría experimentado una reducción relativamente modesta (desde el 6,4 % del total de pymes hasta el 5,7 %) y el déficit global de capital de las que se encontraban en esta situación apenas habría disminuido en un 9 %, hasta el 0,27 % del PIB, de acuerdo con las estimaciones realizadas por el Banco de España (véase gráfico 1.25.2)⁶². Este porcentaje tan bajo se debe, en buena parte, a que entre los criterios de asignación de fondos no se incluyó ningún requisito relacionado con la situación patrimonial de las empresas. En particular, algunas compañías que habrían experimentado problemas de solvencia como consecuencia de la crisis no habrían recibido ayudas por no cumplir con los criterios de concesión. Hay que tener en cuenta que, como se ha apuntado, la dotación de fondos era, según las estimaciones realizadas, suficiente para cubrir la totalidad del déficit de capital de las pymes, como se muestra en el gráfico 1.25.1.

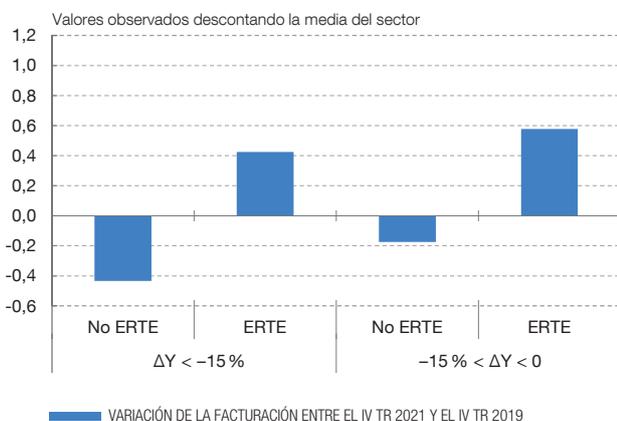
El análisis de los resultados de las sucesivas ediciones de la EBAE permite complementar la evaluación del éxito de las medidas. El análisis longitudinal de los datos de la EBAE posibilita la valoración de la intensidad de la recuperación, tras

62 Para más detalles, véase Blanco y Mayordomo (2022).

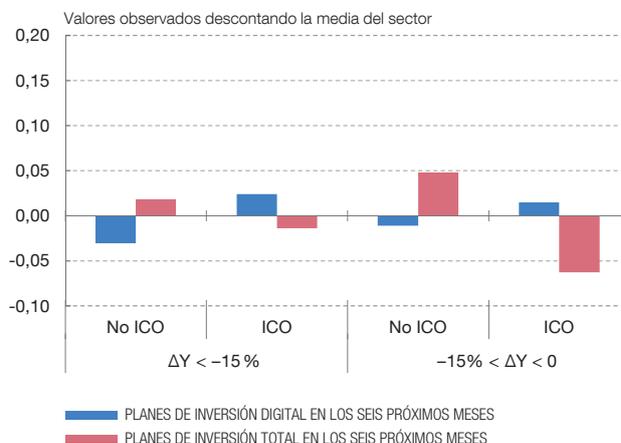
LOS DIFERENTES PROGRAMAS DE AYUDAS DESPLEGADOS EN 2020 HABRÍAN CONTRIBUIDO A LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD EN 2021

Las empresas que recurrieron a los ERTE con mayor intensidad en 2020 mostraron una recuperación más pronunciada a lo largo de 2021, una vez que se tienen en cuenta las características de las empresas. El recurso a los préstamos ICO podría haber contribuido a una mayor inversión en digitalización.

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



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



FUENTE: 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.



la pandemia, en función del grado de recurso a los programas de ayudas públicas. En particular, las empresas que hicieron uso de los ERTE con mayor intensidad han recuperado sus niveles de facturación de manera algo más pronunciada (véase gráfico 1.26.1). Además, es interesante constatar que las sociedades que recurrieron a los avales crediticios del ICO al inicio de la pandemia parecen haber reoptimizado sus planes de inversión en 2021, en el sentido de que declaran haber compatibilizado una reducción del gasto total en inversión con un aumento del destinado a la digitalización (véase gráfico 1.26.2)⁶³.

Además, la muestra longitudinal de la EBAE permite evaluar la magnitud que han tenido hasta la fecha las secuelas de la crisis sanitaria sobre las empresas de la muestra en función de sus características. La medición de estas secuelas se realiza a través de la brecha con respecto a su nivel de facturación previo a la crisis. Por su parte, las características consideradas incluyen la magnitud de la

63 Las empresas que más recurrieron al teletrabajo y el comercio *online* en 2020 son aquellas que invirtieron más en digitalización en 2021.

caída de su actividad al inicio de la crisis, el sector y la región en los que operan, o su tamaño, endeudamiento, antigüedad y nivel de temporalidad. Un resultado destacable es que, por tamaño de empresa, no se observa una recuperación más intensa en 2021 entre las de menor dimensión, que fueron las que más sufrieron inicialmente los efectos de la crisis⁶⁴. Por otro lado, como cabría esperar, en 2021 el repunte de la facturación fue más pronunciado entre las empresas con mayores niveles de productividad y menor endeudamiento.

En su conjunto, la evidencia disponible tiende a sugerir que la respuesta contundente de las políticas públicas habría permitido reducir las consecuencias a largo plazo de la crisis derivada de la pandemia. En recesiones pasadas se han observado pérdidas masivas de empleo y elevados volúmenes de cierres de empresas. Un ritmo moderado de salida de empresas es esencial para que tenga lugar de manera fluida el proceso de reasignación de recursos hacia sus usos más productivos (y, por tanto, para favorecer el ritmo de avance de la productividad agregada). Sin embargo, ha podido observarse históricamente que los episodios de tasas de salida de empresas muy elevadas han dado lugar a períodos prolongados de crecimiento reducido de la productividad total de los factores. En esta ocasión, las medidas han permitido, en su conjunto, mantener la mayor parte del empleo previo a la pandemia y han evitado un aumento en la tasa de salida de sociedades. De hecho, según los datos del Directorio Central de Empresas (DIRCE), en 2020 pudo observarse incluso una disminución de un 1 pp en la tasa de bajas empresariales. Ello sugiere que las secuelas a largo plazo de la crisis sanitaria no serán muy grandes.

El coste en términos presupuestarios de la absorción de la perturbación por parte de las finanzas públicas ha sido muy elevado. En particular, se estima que las distintas medidas de ingresos y gastos relacionadas con la absorción de la perturbación de la pandemia sumaron un importe equivalente al 4 % del PIB en 2020⁶⁵. En 2021, esa cantidad se redujo, debido al alivio de las restricciones a la movilidad, que permitió la disminución del gasto en las prestaciones a los trabajadores en ERTE y a los autónomos y en las subvenciones a las empresas relacionadas con estos programas, y al recurso a los fondos europeos para financiar parte de estos gastos. Con todo, el impacto presupuestario siguió siendo muy elevado, del 2,7 % del PIB⁶⁶. El extraordinario impulso fiscal desplegado en respuesta a la crisis sanitaria, junto con la propia actuación de los estabilizadores automáticos, ha elevado fuertemente el endeudamiento público, lo que reduce el margen de maniobra ante nuevas perturbaciones, como las asociadas al encarecimiento de la energía. Además, existen otros costes contingentes y de magnitud desconocida, asociados a los préstamos avalados por el ICO que puedan

64 Véase [Fernández Cerezo et al. \(2021\)](#)

65 Los gastos suponen un 3,9% del PIB, y las rebajas de impuestos, el 0,1 % restante.

66 Los gastos representaron el 3 % del PIB, y las reducciones impositivas, un 0,1 %. De la suma hay que deducir un 0,4 % del PIB que fue financiado con cargo a los fondos del REACT-EU.

resultar fallidos. Y, adicionalmente, junto con los costes presupuestarios pueden surgir otros relacionados con posibles pérdidas de eficiencia, en la medida en que la prolongación de las actuaciones comporta el riesgo de que se desincentive el retorno de trabajadores al empleo efectivo y de que se dificulte el cierre de empresas poco viables a largo plazo, cuya desaparición sería beneficiosa desde el punto de vista de la asignación de recursos del conjunto de la economía.

En un contexto en el que la pandemia parece estar en retroceso, habría llegado el momento de retirar el grueso de medidas frente a la crisis sanitaria con el fin de recuperar espacio fiscal. Ello permitiría abordar más adecuadamente la adopción de actuaciones selectivas para ayudar a los agentes más vulnerables ante el alza de costes energéticos y también para paliar los potenciales efectos persistentes de la pandemia sobre algunos colectivos. Además, es necesario recuperar el margen fiscal para afrontar los desafíos a más largo plazo, como el envejecimiento o la transición energética. En el capítulo 2 se analizan en detalle las características de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que restaure el margen de actuación de la política fiscal.

4.4 Las políticas económicas nacionales en respuesta a la guerra

La respuesta de la política económica nacional ante la guerra tiene dos patas: las medidas de política presupuestaria y el denominado «pacto de rentas». El objetivo de las medidas fiscales ha de ser proporcionar apoyo a los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y a las empresas más vulnerables a esta nueva perturbación. El pacto de rentas es un acuerdo entre los distintos agentes de la economía para el reparto de los costes de la crisis.

En el ámbito de la política fiscal, el Gobierno ha aprobado el Plan de Choque de Respuesta a la Guerra. El Plan está dotado con 6 mm de euros de gasto público e incluye además un programa de créditos a empresas avalados por el ICO por un importe de 10 mm de euros. Adicionalmente, el Plan considera una serie de actuaciones adicionales sin coste presupuestario directo.

El gasto público toma, en su mayor parte, la forma de transferencias a hogares y empresas. Una de las medidas incluidas es la subvención al precio de los carburantes. Además, entre las actuaciones orientadas a los hogares se incluyen un aumento de la cuantía del IMV (de un 15 %), una extensión del bono social eléctrico a 600.000 hogares adicionales y una prórroga, hasta el 30 de junio, de la rebaja impositiva en la factura de la luz. En el caso de las empresas, se han aprobado ayudas específicas a las ramas agrícola, ganadera y pesquera, de transporte de mercancías y pasajeros, y a la industria electrointensiva. Además, al margen de las transferencias a los agentes privados, el Plan incluye también gasto público, por un importe de 1.000 millones de euros, destinado a mejorar la ciberseguridad del país.

Las medidas sin coste presupuestario directo afectan al mercado de trabajo y al energético. Las iniciativas referidas al mercado laboral incluyen la prohibición del despido objetivo indemnizado con 20 días por año trabajado y un mandato de mantenimiento del empleo para las empresas que acudan a los ERTE. En cuanto a los mercados de la energía, en el Consejo Europeo de los días 24 y 25 de marzo se invitó a los Estados miembros a aplicar medidas temporales de emergencia para contener los precios de la electricidad y se reconoció la singularidad ibérica —en cuanto a que la península ibérica tiene una interconexión menor del 3% con el resto de la UE—. Esta singularidad ha permitido a España y Portugal acordar, recientemente, con la Comisión Europea un mecanismo para limitar el precio del gas y rebajar la electricidad con carácter temporal —tendrá una duración de 12 meses—⁶⁷. Además, se propone una actualización del régimen retributivo de la producción de electricidad a partir de fuentes no contaminantes, junto con algunas medidas regulatorias complementarias para acelerar el despliegue de energías renovables y fomentar el ahorro energético.

Las medidas de apoyo a hogares y empresas frente a la perturbación de precios de la energía deben tener una naturaleza temporal, permitir una aplicación rápida y estar dirigidas a los agentes que verdaderamente las necesitan. Su carácter temporal se fundamenta en la necesidad de sanear las cuentas públicas y en la naturaleza en principio transitoria de la subida de los precios energéticos. Desde esta perspectiva, aunque el aumento del IMV sirve para compensar a los hogares más vulnerables por su pérdida de poder adquisitivo como consecuencia del encarecimiento de la energía, quizá habría sido preferible el uso de transferencias condicionadas al nivel de renta (función que, hasta cierto punto, cubre el bono social eléctrico). La necesidad de atender rápidamente a los agentes más afectados se cubre a través de la subvención a los precios de los carburantes, pero esta es una medida muy genérica, que posiblemente tenga incluso un carácter regresivo, dado que los hogares de menores rentas probablemente tengan un menor consumo de esos productos. Además, la deseabilidad del carácter selectivo de las medidas se fundamenta en la conveniencia de no fomentar un exceso de demanda que agrave los cuellos de botella y realimente el proceso inflacionista. Por último, la naturaleza temporal y selectiva de las ayudas a las empresas se justifica por la necesidad de no entorpecer la reasignación de recursos.

El nuevo tipo de ERTE, denominado «RED», puede ayudar a paliar las consecuencias de la guerra. La reciente reforma laboral incluyó la creación de esta nueva modalidad de ERTE por causas económicas, técnicas, organizativas o de producción, que permite reducir la jornada o suspender los contratos con bonificaciones en las cotizaciones con el fin de acomodar perturbaciones cíclicas y de ayudar a la transformación sectorial mediante la recualificación de los trabajadores.

⁶⁷ En la fecha de cierre de este Informe, aún no se conocen los detalles de este mecanismo lo suficiente como para realizar una valoración precisa de sus implicaciones en múltiples dimensiones.

El encarecimiento de las materias primas importadas equivale a una pérdida de renta de la economía nacional que debe ser distribuida entre sus distintos agentes. España no produce una parte sustancial de las materias primas, en particular energéticas, cuyos precios han aumentado desde comienzos de 2021, sino que debe importarlas. Por consiguiente, nuestro país ha de destinar una parte mayor de las rentas generadas por sus factores productivos al pago de esos bienes. En suma, la retribución de los factores productivos (capital y trabajo) ha de disminuir en su conjunto.

Los agentes han de aceptar que, a escala agregada, la pérdida de poder adquisitivo del conjunto de las rentas de la economía es inevitable. Si las empresas exigieran precios de venta más altos para compensar sus aumentos de costes y los trabajadores demandaran incrementos salariales en un intento de resarcirse plenamente de los mayores costes energéticos, el resultado sería un proceso de realimentación entre crecimientos de precios y salarios en el que estos acabarían siendo más altos, pero su poder de compra conjunto no sería mayor. Además, en la medida en que en el resto de los países del área del euro no ocurriera un proceso análogo, el resultado sería una pérdida de competitividad y, en último término, de exportaciones netas, PIB y empleo. La naturaleza de la perturbación exige que empresas y trabajadores acepten, respectivamente, una moderación de sus márgenes y una cierta pérdida de poder de compra de sus salarios en proporciones que habrán de ser determinadas mediante el diálogo social. Un hipotético intento por parte de unos y otros de mantener la capacidad adquisitiva de sus rentas actuales no garantiza el éxito para uno u otro colectivo y, a escala agregada, comporta los costes asociados a una tasa de inflación elevada, como son pérdidas de eficiencia y aumentos de la desigualdad.

Hasta la fecha, el reparto de costes entre trabajadores y empresas se está produciendo de forma tácita. Aunque escasa, la información disponible apunta a que las empresas están trasladando a sus precios de venta solamente de forma parcial el reciente incremento de sus costes. De modo análogo, la información sobre la negociación colectiva indica que la transmisión a los crecimientos salariales del repunte de la inflación está siendo modesta.

En un futuro, la distribución de la pérdida de renta debería guiarse por ciertos principios. En primer lugar, sería necesario atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre trabajadores, empresas y sectores. Dada esta heterogeneidad, 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. De igual modo, si hay segmentos de los hogares cuyas condiciones de vida se han visto particularmente afectadas de forma adversa por el encarecimiento de la energía, sería deseable que el pacto de rentas implicase una menor merma de recursos para estos agentes. En segundo lugar, sería deseable que se evitaran fórmulas de indiciación automática de los

salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguardia. Además, sería conveniente que el pacto de rentas contemplara compromisos plurianuales tanto en lo relativo a los incrementos salariales —donde las referencias nominales de la negociación deberían excluir los componentes asociados a los productos energéticos y estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente— como a la protección del empleo. Por último, un compromiso empresarial explícito de moderación de márgenes ayudaría a limitar la traslación de los aumentos de costes a los precios finales y maximizaría las ventajas de la moderación salarial en términos de competitividad empresarial.

Un factor que debe ser considerado a la hora de diseñar el pacto de rentas es la incorporación a este de los perceptores de transferencias públicas. En particular, el compromiso de revalorización de las pensiones con el IAPC tendrá consecuencias sobre el gasto público en 2022, como resultado de la compensación por la inflación de este año, y en 2023 y años sucesivos, por la consolidación en el importe de las pensiones de la mayor inflación actual. Más allá de la necesidad de completar la reforma del sistema de pensiones, de modo que se decida, con la mayor brevedad posible, acerca de las fuentes de ingresos que han de permitir financiar esos mayores gastos, el mantenimiento del poder de compra de las pensiones plantea algunas cuestiones de equidad en el contexto de la perturbación actual de pérdida de rentas respecto al resto del mundo. Por un lado, esas mismas consideraciones de equidad justifican que se garantice el poder adquisitivo para los perceptores de pensiones mínimas. Pero, por otro lado, fuera de este colectivo concreto, el hecho de que haya un grupo de agentes —el conjunto de los pensionistas— a quienes se excluye del ajuste conlleva necesariamente que otros agentes de la economía nacional (los perceptores de rentas del trabajo y del capital) tengan que asumir una parte mayor de esos costes.

BIBLIOGRAFÍA

- Aguilar P., Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020). *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del COVID-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2026, Banco de España.
- Albrizio, S., y J. F. Geli (2021). «Un análisis empírico de los factores que pueden potenciar la efectividad del programa *Next Generation EU*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Alonso, D., A. Buesa, C. Moreno, S. Párraga y F. Viani (2021). *Medidas de política fiscal adoptadas a partir de la segunda ola de la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2118, Banco de España.
- Alonso, I., I. Kataryniuk y J. Martínez-Martín (2021). "El impacto de las perturbaciones de oferta y de demanda sobre la evolución reciente de la actividad y los precios", recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Alonso, D., I. Kataryniuk, C. Moreno y J. J. Pérez (2022a). «El programa *Next Generation EU*: características y claves para su éxito», *Revista de Economía (ICE)*, n.º 924, enero-febrero, pp. 78-97.
- Alonso, D., y M. Ll. Matea (2021). «El Semestre Europeo 2021 y el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Alonso, I., F. Odendahl, P. Sánchez y F. Viani (2022b). "Posibles canales de impacto económico en la UEM del conflicto bélico en Ucrania", recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Attinasi, M. G., A. Bobasu y R. Gerinovic (2021). «What is driving the recent surge in shipping costs?», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco Central Europeo.
- Attinasi, M. G., R. De Stefani, E. Frohm, V. Gunnella, G. Koester, A. Melemenidis y M. Tóth (2021). «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», recuadro 6, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco Central Europeo.
- Auciello, I., M. Izquierdo y S. Puente (2022). «Un análisis de la reincorporación laboral de los trabajadores afectados por un ERTE según su duración», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación
- Banco de España (2016). "El repunte reciente de la inflación en España y las perspectivas de corto plazo", recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre.
- Banco de España (2020). «El papel de las políticas económicas ante la pandemia en el plano internacional», capítulo 3, *Informe Anual 2019*.
- Banco de España (2021). «El impacto económico de la pandemia», capítulo 1, *Informe Anual 2020*.
- Banco de España (2022). "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2024)", recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Blanco, R., y S. Mayordomo (2022) «Una evaluación de los programas de apoyo a la liquidez y solvencia de las empresas implementados en España durante la crisis del COVID-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.
- Buesa, A., I. Kataryniuk, P. L'Hotellerie-Fallois y S. Moreno (2021). «El Acuerdo de Comercio y Cooperación (ACC) entre el Reino Unido y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Comisión Europea (2022). *Report on the implementation of the Recovery and Resilience Facility*, COM(2022) 75 final, marzo.
- Costain J., G. Nuño y C. Thomas (2022). *The Term Structure of Interest Rates in a Heterogeneous Monetary Union*, mimeo.
- Cuadrado, P., y J. M. Montero (2022). "Flujos migratorios en España durante la crisis del COVID-19 y su incidencia sobre la oferta laboral", recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Cuenca, J. A., C. Martínez Carrascal y A. del Río (2021). "El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo", recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Di Stefano, E. (2021). *COVID-19 and global value chains: the ongoing debate*, Occasional Paper, n.º 618, Banca d'Italia.
- Fernández Cerezo, A., B. González, M. Izquierdo y E. Moral-Benito (2021). *Firm level heterogeneity in the impact of the COVID-19 pandemic*, Documentos de Trabajo, n.º 2021, Banco de España.

- Fernández Cerezo, A., J. M. Montero y E. Prades (2021). "El impacto potencial de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sobre la economía española en los próximos trimestres", recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Forte-Campos, V., y J. Rojas (2021). «Evolución histórica de los fondos estructurales y de inversión europeos», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- Frohm, E., V. Gunnella, M. Mancini y T. Schuler (2021). «The impact of supply bottlenecks on trade», *Boletín Económico*, 6/2021, Banco Central Europeo.
- Fuertes, A., y J. Martínez-Martín (2022). "Determinantes de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro", recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española» *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- García C., A. Gómez Loscos y C. Martín (2021). "Evolución reciente del turismo extranjero en España", recuadro 6, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- García C., C. Martín y F. Viani (2020). "El comercio internacional de productos médicos durante la pandemia de COVID-19", recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Gómez, A. L., y A. del Río (2021). *El impacto desigual de la crisis sanitaria sobre las economías del área del euro en 2020*, Documentos Ocasionales, n.º 2115, Banco de España.
- Gutiérrez E., A. Lacuesta y C. Martín Machuca (2021). *Brexit: trade diversion due to trade policy uncertainty*, Documentos de Trabajo, n.º 2140, Banco de España.
- Hurtado, S., M. Izquierdo, C. Martínez-Carrascal, I. Sánchez, D. Santabárbara y A. Urtasun (2022). *Efectos macroeconómicos de un aumento en el precio de la electricidad*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Izquierdo, M. (2022). «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Kataryniuk, I., J. Pérez y F. Viani (2021). «(De-)Globalisation of trade and regionalisation: a survey of the facts and arguments», Documentos Ocasionales, n.º 2124, Banco de España.
- Kataryniuk, I., A. del Río y C. Sánchez Carretero (2021). "Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro", recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- Koester, G., I. Rubene, E. Gonçalves y J. Nordeman (2021). «Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro», recuadro 7, *Boletín Económico*, 5/2021, Banco Central Europeo.
- Labandeira, X., J. M. Labeaga y X. López (2016). «Un metaanálisis sobre la elasticidad precio de la demanda de energía en España y la Unión Europea», *Papeles de Energía*, n.º 2, diciembre, Funcas, pp. 65-93.
- Matea Rosa, M. Ll., F. Martínez Casares y S. Vázquez Martínez (2021). «El coste de la electricidad para las empresas españolas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Pacce, M. (2022). «El comportamiento de la inversión en equipo durante la pandemia: el papel de su composición sectorial», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.
- Pacce, M., I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021). *El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.
- Quintana, J. (2022). «Consecuencias económicas del cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.