
15.03.2022

**El contexto económico tras el inicio de la invasión de Ucrania y la
respuesta de política económica**

Desayuno de trabajo con el sector empresarial organizado por Hill & Knowlton

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Buenos días. Permítanme que comience este coloquio agradeciendo a los organizadores la invitación, que me permite compartir algunas reflexiones sobre el contexto económico actual. Un contexto que ahora, cuando se cumplen dos años del inicio de la pandemia, se ve nuevamente condicionado por otro acontecimiento extraordinario y con efectos potenciales muy negativos para la economía mundial como es el derivado de la invasión, hace ahora 20 días, de Ucrania por el ejército ruso.

Además de suponer un extraordinario drama humano para el pueblo ucraniano, las consecuencias de esta invasión son difíciles de predecir, pero se anticipan de naturaleza global y de gran profundidad, tanto en el orden geopolítico como en el ámbito económico. A continuación, analizaré algunas de estas posibles consecuencias y la respuesta más adecuada de las políticas económicas.

La situación económica previa a la invasión

Para iniciar este análisis hay que partir del hecho de que, tras los fuertes retrocesos observados en 2020 como resultado de la pandemia, **la economía mundial se encontraba, antes del inicio de la invasión de Ucrania, en una senda de recuperación gradual, cuya intensidad era desigual por áreas geográficas, por sectores y por grupos poblacionales**. Así, mientras que algunas economías pudieron alcanzar e incluso superar los niveles de actividad previos a la crisis sanitaria a finales del pasado ejercicio, en otras aún persistía una brecha negativa de actividad. En todo caso, **la recuperación siguió condicionada por la propia evolución de la pandemia**, en parte como consecuencia de la irrupción de nuevas variantes del virus.

Además, un aspecto novedoso del comportamiento económico en 2021 fue **el intenso repunte observado en la inflación a escala global**. Especialmente en las materias primas, energéticas y no energéticas, tras varios lustros en los que las tasas de crecimiento de los precios se habían mantenido en niveles persistentemente reducidos. El repunte de la inflación **sorprendió sistemáticamente al alza tanto por su intensidad como por su persistencia. Al mismo contribuyeron tanto factores de demanda como de oferta**. Entre los primeros destacan la relativamente fuerte recuperación de la actividad tras el desplome de 2020 y los cambios producidos en los patrones de consumo como consecuencia de la pandemia y de las medidas para contenerla. Entre los segundos, sobresalen diversas alteraciones en las cadenas globales de producción y distribución como consecuencia de las disrupciones en la producción de determinados bienes intermedios y en algunos medios de transporte internacional de mercancías.

Estos dos aspectos – una recuperación condicionada por la evolución de la pandemia y las continuas sorpresas al alza en la inflación – seguían, de hecho, determinando la evolución de la economía global a comienzos de 2022. Así, con anterioridad al inicio de la invasión, las expectativas del consenso de los analistas coincidían, a grandes rasgos, en anticipar un primer trimestre del año en el que la actividad experimentaría una moderada desaceleración como consecuencia del impacto negativo, pero relativamente acotado, de la variante ómicron. Para el resto del ejercicio, y condicionado a una mejora progresiva de

la evolución de la pandemia, se esperaban avances adicionales en la recuperación, apoyada en la reducción de la incertidumbre, la eliminación progresiva de los cuellos de botella, el mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables y, en Europa, la progresiva implementación del programa *NextGenerationEU* (NGEU). En cuanto a la inflación, los datos en los primeros meses del año habían seguido sorprendiendo al alza en relación con, por ejemplo, las previsiones realizadas a finales de 2021.

Las posibles consecuencias económicas del conflicto

La invasión de Ucrania por parte de Rusia, el 24 de febrero, y la reacción de las autoridades occidentales, que ha llevado a la introducción de sanciones económicas sin precedentes a Moscú, suponen una nueva perturbación, que cabe anticipar de elevada trascendencia, con consecuencias adversas en términos de un peor desempeño de la actividad económica y un aumento de las presiones inflacionistas.

Para evaluar la magnitud de estos efectos, resulta útil detallar los distintos **canales a través de los cuales esta nueva perturbación condicionará las perspectivas de la economía global**:

- i. **Canal de materias primas energéticas y no energéticas.** Un primer efecto económico de la invasión de Ucrania se deriva del hecho de que Rusia y, en menor medida, Ucrania, se encuentran entre los principales productores mundiales de determinadas **materias primas, energéticas y no energéticas**, y de que Europa presenta una elevada dependencia de las importaciones de algunos de estos productos –especialmente del petróleo y gas rusos, pero también de los cereales ucranianos¹.

El conflicto ha resultado ya en aumentos muy elevados del precio de muchas de estas materias primas. Esto supone, desde la perspectiva europea y española, una perturbación muy negativa en nuestro poder de compra frente al resto del mundo. Dicho de otra forma, un empobrecimiento relativo, que se une al encarecimiento que algunas de estas materias primas -en particular las energéticas- venían experimentando ya antes de la invasión. Todo ello sin descartar que, al margen de la reducción de la producción de algunos de estos bienes como consecuencia directa de la actividad bélica, pudieran producirse cortes intencionados en su suministro, lo que obviamente tendría un impacto incluso mayor sobre los precios y la actividad económica. En este contexto, Europa se ha propuesto formalmente reducir la dependencia energética rusa con carácter estructural, pero este objetivo difícilmente puede alcanzarse en el corto plazo.

¹ En concreto, Rusia representó alrededor del 20% y el 35% del total de importaciones de petróleo y gas del área del euro en 2020, respectivamente. En España, el 6% de las importaciones de productos energéticos (el 4,5% del consumo energético total) procedían de Rusia en 2019, pero esta cifra es muy superior en países como Alemania e Italia (17% y 22%, respectivamente).

- ii. **Canal comercial.** Al margen del impacto derivado de los precios de las materias primas que acabo de describir, el conflicto generará distorsiones en el comercio del resto de bienes y servicios, tanto por las sanciones económicas como por el deterioro esperado de las economías rusa y ucraniana. En este sentido, la exposición comercial directa de los países europeos a Rusia es relativamente moderada, siendo mayor en las economías del centro y este de Europa y más reducida en otros países, como España². Sin embargo, los efectos indirectos pueden ser también elevados. La complejidad de las cadenas de suministro globales hace que se puedan generar efectos significativos en algunos procesos productivos, particularmente en el contexto de las sanciones comerciales y financieras.
- iii. **Canal financiero.** Si bien las exposiciones financieras directas a Rusia y Ucrania de las entidades bancarias y empresas europeas son, en general, muy reducidas (particularmente, de nuevo, en el caso español), lo cierto es que, desde el inicio del conflicto, se ha observado un incremento de la volatilidad en los mercados financieros y un tensionamiento de las condiciones de financiación. En particular, se han producido fuertes descensos en los mercados bursátiles de la zona del euro, que han sido mayores en Alemania e Italia, países con una mayor exposición relativa a Rusia. También se ha observado un encarecimiento de los costes de financiación en los mercados de capitales para las sociedades financieras y no financieras. Todo ello sin mencionar la notable incertidumbre que existe en cuanto a las implicaciones que podría tener, a medio y largo plazo, la exclusión de la economía rusa de los canales financieros internacionales. Esta circunstancia podría reflejarse, por ejemplo, en el desarrollo de mecanismos o canales financieros alternativos más opacos.
- iv. **Canal confianza.** Por último, la guerra en Ucrania indudablemente ejerce una influencia negativa sobre la actividad económica a través de las dificultades que los distintos agentes económicos experimentan para anticipar los desarrollos económicos futuros, en particular por lo que respecta a la evolución previsible de sus rentas, lo que, a su vez, pesa sobre las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas³.

En cuanto a la magnitud del impacto sobre la actividad y los precios, las estimaciones disponibles **están sometidas a una incertidumbre extraordinaria.** Como ilustración, el Banco de Central Europeo (BCE) publicó sus últimas previsiones macroeconómicas la semana pasada. Para tratar de captar el impacto de la guerra en Ucrania, el BCE contempla tres escenarios alternativos con supuestos distintos sobre la severidad y duración de los efectos adversos del conflicto sobre los mercados financieros, los precios de los inputs energéticos y las cadenas globales de valor. Como resultado, el crecimiento del PIB en el

² En concreto, las exportaciones españolas de mercancías destinadas a Rusia y a Ucrania representaban en 2019 un 0,7% y un 0,2% del total, mientras que las cifras correspondientes a las exportaciones del área del euro eran algo mayores, del 1,6% y 0,3%, respectivamente.

³ Por su propia naturaleza, la magnitud de estos efectos adversos del incremento de la incertidumbre sobre la actividad es de muy difícil medición. No obstante, diversos ejercicios de simulación llevados a cabo internamente en el Banco de España sugieren que, en algunos escenarios en los que la gravedad y la duración del conflicto fueran particularmente acusados, la pérdida de PIB debida a este canal podrían ser significativas.

área del euro en 2022 se reduciría, con respecto a las previsiones realizadas en diciembre de 2021, entre 0,5 pp (hasta el 3,7%) y 1,9 pp (hasta el 2,3%). Por su parte, la tasa de inflación media en 2022 se incrementaría, de nuevo en relación con las previsiones de diciembre, entre 1,9 pp (hasta el 5,1%) y 3,9 (hasta el 7,1%).

La respuesta de las políticas económicas

La magnitud de los efectos del conflicto dependerá también, en último término, **de la respuesta que se despliegue en el ámbito de las distintas políticas económicas.** Permítanme que presente, a continuación, **algunas reflexiones relacionadas con esta respuesta.**

Política económica europea

Como en el caso de la pandemia, el conflicto bélico en Ucrania supone una perturbación muy negativa de carácter exógeno y común al conjunto de economías europeas, pero con potenciales efectos asimétricos entre países, sectores y empresas, dado que, como señalaba con anterioridad, los niveles de exposición y dependencia a la economía rusa y ucraniana son muy distintos.

La respuesta óptima a esta perturbación exige paliar los efectos económicos de corto plazo y, con una perspectiva de medio plazo, aumentar la autonomía estratégica europea, tanto en materia energética como de defensa. Además, **la acción conjunta europea vuelve a ser la vía más eficaz**, a través de la mutualización de recursos presupuestarios, para facilitar la financiación del gasto público que ha surgido como consecuencia de la invasión.

Una respuesta común debería permitir que aquellas economías más afectadas por esta nueva perturbación puedan capear esta coyuntura adversa de forma adecuada y no sufran un deterioro persistente en sus perspectivas económicas o en su capacidad de crecimiento futuro, eliminando, en paralelo, una nueva fuente potencial de fragmentación financiera en Europa. Este apoyo debe centrarse en respaldar a las empresas y ciudadanos más vulnerables a esta nueva perturbación y debe también focalizarse en realizar las inversiones necesarias para reducir la dependencia energética de Europa respecto a Rusia y aumentar nuestra capacidad de defensa.

En este sentido, será importante monitorizar en las próximas semanas cómo se concretan algunas de las iniciativas que se plantearon hace unos días en la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno europeos en Versalles.

Así, la **Comisión Europea**, en el marco de la iniciativa que ha venido a denominar *RePowerEU*, propone un **plan para reducir en un 60% la demanda de gas ruso a finales de 2022.** Esta iniciativa plantea dos actuaciones principales. La primera de ellas es la diversificación de suministradores, mediante un aumento de las importaciones procedentes de otros países, incluidas las que tienen lugar bajo la forma de gas natural licuado (GNL).

En este ámbito, España puede desempeñar un papel muy destacado, ya que concentra el 25% de la capacidad regasificadora de la UE. El pleno aprovechamiento de esta capacidad requerirá, no obstante, la inversión en interconexiones entre países que permita superar los cuellos de botella existentes en la actualidad. La segunda actuación consiste en impulsar una reducción más rápida de la dependencia de los combustibles fósiles, para lo que se propone acelerar el despliegue de las energías renovables y fomentar la eficiencia energética. Además, la CE ha propuesto imponer que la capacidad utilizada de las infraestructuras de almacenamiento alcance al menos el 90 % a fecha 1 de octubre, antes del inicio de la temporada de invierno.

Adicionalmente, el plan contempla el estudio de opciones para optimizar el diseño del mercado eléctrico a la luz de los cambios que se espera que se produzcan en el *mix* de producción. También prevé la posibilidad de relajar temporalmente el marco de ayudas de estado al sector empresarial y establecer algunos límites temporales a los precios minoristas de la electricidad. Todo ello con el objeto de **responder al aumento de los precios de esta fuente de energía**.

Desde una perspectiva más general, la guerra ha hecho que los europeos cobremos conciencia, de forma súbita, de la **necesidad de acelerar la integración europea** si queremos que el continente sea un actor relevante en la escena global, capaz de decidir sobre su futuro y de defender sus valores.

Un elemento clave de esa integración es la creación de una capacidad fiscal común y permanente en el área del euro, que, ante perturbaciones severas como la actual y como la que hemos sufrido en los dos últimos años como consecuencia de la pandemia, facilite la respuesta de las políticas económicas y sustituya a los acuerdos alcanzados de manera ad-hoc. El diseño de esta capacidad fiscal común ha de partir, precisamente, de las lecciones que aprendamos de nuestra respuesta fiscal a la guerra y de los programas NGEU y SURE.

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

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

La política monetaria del BCE

La semana pasada el Consejo de Gobierno del BCE celebró su primera reunión tras el inicio de la invasión. **En el contexto de elevadas presiones inflacionistas observadas en los últimos meses, decidimos dar un paso adicional en el proceso de normalización de nuestra política monetaria, pero, dada la enorme incertidumbre actual, combinado con un incremento de la flexibilidad y opcionalidad de nuestras acciones a futuro para permitirnos reaccionar a los datos que vayamos observando.** Permítanme que explique con más detalle estas medidas.

Las decisiones adoptadas ponderan los distintos riesgos que surgen en el contexto actual para nuestro objetivo de estabilidad de precios. De un lado, la nueva perturbación aumenta la dinámica al alza de la inflación en el corto plazo. Una inflación que había repuntado con fuerza en la segunda parte del año y que se estaba demostrando más persistente de lo inicialmente esperado. En este escenario, el efecto inflacionista de corto plazo del conflicto aumenta la probabilidad de la aparición de efectos de segunda ronda y, de esa manera, de la traslación de las presiones inflacionistas al medio plazo.

En sentido contrario, la guerra generará un efecto negativo sobre el crecimiento a través del deterioro de las rentas reales de familias y empresas y del incremento de la incertidumbre, que podría ser muy significativo, en particular en el corto plazo y en un contexto en el que la economía del área del euro se encuentra todavía lejos de su nivel potencial. Ese efecto negativo podría reducir las presiones inflacionistas en el medio plazo. Hay que tener en cuenta que el medio plazo es precisamente el horizonte temporal relevante para la toma de decisiones de nuestra política monetaria, ya que nos permite distinguir entre las perturbaciones externas y los factores domésticos que afectan a la inflación.

En todos los escenarios analizados por el Consejo de Gobierno aún se espera que la inflación descienda progresivamente y se estabilice en niveles próximos a nuestro objetivo del 2 % en 2024. Distintos indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de las encuestas se sitúan también en torno al 2 % una vez se descuentan las primas de riesgo.

Como resultado de este análisis, y tras constatar que en el contexto actual ya no resulta tan necesario como en el pasado reforzar el tono acomodaticio de nuestra política monetaria a través de las compras netas de activos, **el Consejo de Gobierno del BCE decidió** establecer que las compras netas mensuales del *Asset Purchase Programme* (APP) tendrán un importe de 40.000 millones de euros en abril, 30.000 millones de euros en mayo y 20.000 millones de euros en junio. Esto supone **reducir los volúmenes mensuales** para estos dos últimos meses respecto a lo acordado en diciembre. También acordamos que **la calibración de las compras netas para el tercer trimestre dependerá de la evolución de las perspectivas económicas** y de nuestra evaluación de las mismas.

En paralelo, dado el carácter de extraordinaria incertidumbre que vivimos, enfatizamos **el carácter *data dependent* de nuestras decisiones** y aumentamos **la flexibilidad y opcionalidad en el uso de los instrumentos**.

Así, en primer lugar, señalamos que **adoptaremos cuantas medidas sean necesarias para cumplir el mandato de estabilidad de precios encomendado al BCE y para salvaguardar la estabilidad financiera**. Ello permite aportar certidumbre al conjunto de los agentes económicos sobre nuestro compromiso con estos objetivos en un momento particularmente incierto.

En segundo lugar, hemos señalado de manera explícita que, **si en los próximos meses, los nuevos datos respaldan la expectativa de que las perspectivas de inflación a medio plazo no se debilitarán** incluso después del final de las compras netas de activos, **concluiremos las compras netas de activos en el marco del APP en el tercer trimestre**. Sin embargo, **si las perspectivas de inflación a medio plazo cambian** y si las condiciones de financiación fueran incoherentes con una continuación del avance hacia nuestro objetivo del 2 %, **estamos preparados para revisar el plan de compras netas de activos** tanto en términos de importe como de duración.

En tercer lugar, **hemos introducido una modificación en lo que ha venido a denominarse nuestro *chained forward guidance***. En efecto, en los últimos meses, el Consejo de Gobierno venía haciendo explícita su expectativa de que las compras netas finalizaran poco antes (*shortly before*) de que los tipos de interés oficiales comenzaran a subir. Sin embargo, en nuestra reunión de la semana pasada, acordamos que **cualquier ajuste de los tipos de interés tendrá lugar transcurrido algún tiempo (*sometime after*) desde el final de nuestras compras netas en el marco del APP y será gradual.**

El cambio del *shortly before* por el *sometime after* supone mantener el proceso **secuencial** con el que pretendemos ajustar nuestros instrumentos, **pero amplía las posibilidades de distanciamiento temporal entre estos dos eventos**: el final de las compras netas y el momento en que comencemos a elevar nuestros tipos de interés. Y esto aumenta la flexibilidad con la que podemos ejecutar nuestras decisiones en un contexto económico y geopolítico tan incierto. Por su parte, **la gradualidad en el ajuste de los tipos de interés muestra el compromiso del Consejo de Gobierno de evitar ajustes bruscos en los instrumentos de política monetaria**.

Las políticas nacionales

En relación con la respuesta de las políticas económicas domésticas, estas también ha de desempeñar un papel fundamental en la coyuntura actual.

En primer lugar, **es importante que la política fiscal nacional haga uso de su capacidad para actuar de forma muy granular y focalizada**, y centre sus esfuerzos en apoyar a los hogares, empresas y sectores que más se están viendo afectados por esta combinación de

perturbaciones. En particular, a los hogares de rentas más bajas, que son los que más sufren el impacto de la inflación, y a las empresas más intensivas en energía. Todo ello sin olvidar que estos *shocks* negativos tienen lugar en un contexto en que muchos de estos colectivos vulnerables y algunas empresas aún no han podido recuperarse plenamente de los efectos adversos causados por la crisis sanitaria.

El carácter selectivo que debe adquirir el apoyo de la política fiscal se justifica también por la necesidad de minimizar el impacto sobre los desequilibrios presupuestarios en un escenario en que estos han aumentado de manera muy significativa durante la crisis. Por ello, es importante que las medidas sean temporales, para no aumentar más el déficit estructural. Asimismo, el contexto de elevada inflación actual es un argumento adicional para justificar que el apoyo debe ser selectivo y que debe evitarse un impulso fiscal generalizado. En caso de producirse, este podría traducirse en un aumento de los cuellos de botella ya existentes en los sectores más tensionados que se terminara por filtrar a los precios. También resulta particularmente importante evitar el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto que pudieran alimentar adicionalmente el actual proceso inflacionista. Esta desindexación debe ser parte del pacto de rentas al que me voy a referir más adelante.

Por otra parte, es importante que la política fiscal proporcione certezas sobre el compromiso con la estabilidad presupuestaria en un contexto de elevada incertidumbre como el actual, que se puede reflejar, por ejemplo, en tensiones en los mercados financieros. Así, resulta particularmente necesario el **diseño de un programa de consolidación que permita reducir gradualmente los elevados niveles de déficit y deuda públicos, con vistas a su puesta en marcha una vez que la recuperación sea sólida**. Una recuperación que, como he señalado, puede verse afectada por el conflicto en Ucrania. Para que este programa de consolidación de medio plazo resulte creíble debe detallar, entre otros aspectos, los plazos considerados, los objetivos propuestos y las medidas básicas que deben permitir alcanzar estos últimos. Como he señalado en distintas ocasiones, la definición y comunicación temprana de este plan contribuiría a aumentar su credibilidad. También, a sentar las bases para poder llevar a cabo un proceso de ajuste gradual, minimizando así la posibilidad de que se produzcan cambios bruscos en el tono de las políticas presupuestarias que puedan lastrar la recuperación en curso. La elaboración de la Actualización del Programa de Estabilidad de España que debe presentarse en la primavera próxima puede ser un buen momento para efectuar de manera profunda este ejercicio.

Por último, no hemos de perder de vista la conveniencia de que la reducción del elevado endeudamiento público que hemos alcanzado tras la pandemia descanse parcialmente, como palanca adicional, sobre un aumento del producto potencial de la economía. Esto exige, como sabemos, la **aplicación de un catálogo exhaustivo de reformas que afronten nuestros problemas estructurales. El uso de los fondos NGEU puede ser también particularmente útil para facilitar estas reformas y realizar las inversiones necesarias para apoyar estas transformaciones**.

Por otra parte, como subrayaba con anterioridad, el encarecimiento de las materias primas energéticas –la mayor parte de las cuales importamos del exterior– constituye un **evidente shock negativo a nuestros términos de intercambio y, por tanto, un empobrecimiento de nuestra economía**, que en las últimas semanas se ha visto agravado por el estallido de la guerra en Ucrania. Pues bien, como señalé en octubre pasado en el Congreso de los Diputados y he reiterado con posterioridad en distintas ocasiones, **resulta crucial evitar que se desencadene una espiral de incrementos de precios y costes** que solo agravaría los efectos, ya de por sí nocivos, de la perturbación actual. **Evitar esta espiral puede lograrse a través de un pacto de rentas entre empresas y trabajadores**⁴. A continuación, querría plantear algunos principios generales que, en mi opinión, deberían ayudar a definirlo.

En primer lugar, este pacto de rentas debe suponer un reparto, entre empresas y trabajadores, de la merma de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo que implican los aumentos de costes recientes. Insisto: se trata de repartir costes. Todos los agentes implicados han de asumir una pérdida. Ni los trabajadores podrán mantener su poder adquisitivo en el corto plazo, ni las empresas serán capaces de mantener sus márgenes. Si todo el ajuste recayera sobre los trabajadores, en el medio plazo las empresas también acabarían sufriendo las consecuencias al experimentar un fuerte retroceso en su demanda. En cambio, si en la coyuntura actual hiciéramos recaer todo el ajuste sobre las empresas, muchas de ellas se verían abocadas al cierre y otras muchas sufrirían pérdidas significativas de competitividad que afectarían a su capacidad de inversión futura. Todo ello acabaría trasladándose en menor creación de empleo y bienestar para los ciudadanos.

Ciertamente, **con la última información disponible, todo apunta a que este reparto de los costes entre trabajadores y empresas ya estaría produciéndose. Por el lado de los trabajadores, es indudable que estos están perdiendo poder adquisitivo.** Así, los convenios colectivos registrados en nuestro país hasta febrero de este año ponen de manifiesto que, por el momento, la reacción de los salarios negociados al entorno de elevada inflación está siendo moderada. En particular, en febrero, el incremento salarial pactado para 2022 se incrementó hasta el 2,3% –desde el 1,5% acordado en los convenios colectivos para 2021–, porcentaje claramente inferior a las tasas de inflación observadas en los últimos meses y a las esperadas para el conjunto de este ejercicio. A la hora de valorar estas cifras conviene tener en cuenta que el sistema de negociación colectiva muestra una inercia elevada, de forma que las cifras anteriores reflejan, fundamentalmente, lo acordado en convenios colectivos de carácter plurianual negociados a lo largo de los dos últimos años en un entorno inflacionista muy diferente al actual. En concreto, las cifras referidas a 2022 sólo incorporan 19 convenios firmados en este año –con un incremento salarial pactado del 2,6%–, que afectan a menos de 15.000 trabajadores, por lo que no

⁴ En efecto, distintos ejercicios de simulación realizados con los modelos macroeconómicos del Banco de España, que tienen en cuenta consideraciones de equilibrio general, ponen de manifiesto que, de producirse efectos de segunda ronda sobre la inflación como consecuencia de aumentos salariales significativos o mantenimiento de los márgenes, las pérdidas para el conjunto de la economía derivadas de un shock negativo en los términos de intercambio serían mucho mayores.

pueden considerarse representativas de la marcha de la negociación colectiva al inicio de este año.

Por el lado de **las empresas**, distintas piezas de información ponen de manifiesto que, en los últimos meses, estas **no han venido trasladando de forma plena a los precios de sus productos el reciente aumento de sus costes** –fundamentalmente en sus *inputs* energéticos, pero también en otros *inputs* intermedios–. En este sentido, ya sea por presiones competitivas o ante la debilidad de la demanda, los márgenes empresariales se habrían reducido recientemente como consecuencia del actual episodio inflacionista. Así, se desprende, por ejemplo, de las respuestas de las empresas de nuestro país en la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE), correspondiente al último trimestre de 2021. Según los resultados de la encuesta, tres cuartas partes de las empresas experimentaron en ese período un aumento en sus costes como consecuencia del encarecimiento de sus consumos intermedios, mientras que solamente el 30 % de ellas aumentaron el precio de venta de sus productos.

En segundo lugar, es fundamental que un eventual pacto de rentas entre trabajadores y empresas facilite el grado de coordinación de la negociación colectiva entre los diferentes ámbitos de negociación, **pero evite adoptar medidas cuya implementación sea excesivamente general**. En efecto, teniendo en cuenta el impacto extraordinariamente asimétrico que las perturbaciones actuales suponen sobre los distintos colectivos de trabajadores, empresas y sectores –que ya son de por sí muy heterogéneos–, sería conveniente evitar soluciones que resultarán excesivamente rígidas en algunos segmentos de la actividad y/o empresas⁵.

En tercer lugar, también sería deseable que se eviten fórmulas de indiciación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguardia⁶. Un incremento o generalización de estas cláusulas elevaría significativamente el riesgo de que se materializara una eventual espiral de incrementos salarios-precios. A este respecto, **de acuerdo con la última información disponible, casi el 30 % de los trabajadores con convenio registrado hasta febrero de este año tienen algún tipo de cláusula de garantía salarial** que relaciona los incrementos finales pactados en 2022 a la evolución de la inflación. Este porcentaje es superior al que se observaba a finales de 2021, del 17%⁷.

En cuarto lugar, sería deseable que un eventual pacto de rentas contemplara compromisos plurianuales tanto en lo relativo a los incrementos salariales como a la protección del empleo. En un contexto tan incierto como el actual, la posibilidad de

⁵ Así, el peso de los inputs energéticos en la producción o la exposición a la competencia internacional son muy diferentes entre sectores y empresas. La evolución de la demanda o de la productividad en la recuperación tras la crisis de la pandemia también está siendo muy distinta.

⁶ Este tipo de cláusulas suponen, con carácter general, un traslado automático de los mayores precios futuros a los salarios, con independencia del tipo de perturbación que ocasione los aumentos de precios y generan, por tanto, los efectos de segunda ronda mencionados que se quieren evitar.

⁷ Cuando se analizan los convenios que tendrán vigencia en 2023, este porcentaje asciende a casi el 50% del total, aunque, en este caso, referido todavía a un número de convenios reducido.

alcanzar estos compromisos aportaría una gran certidumbre a los hogares y a las empresas a la hora de tomar sus decisiones de gasto e inversión, lo que podría redundar en un mayor dinamismo del conjunto de la actividad económica. Dentro de este horizonte multianual, las referencias nominales de la negociación salarial deberían excluir los componentes asociados a los productos energéticos, cuyas dinámicas de precios muestran una considerable volatilidad y, en la coyuntura actual, previsiblemente no sean duraderas. En cambio, la determinación de las referencias nominales sobre las que basar las negociaciones salariales debería estar inspirada en la evolución prevista de la inflación subyacente. Estas recomendaciones se extenderían tanto a las referencias utilizadas para la fijación de los incrementos salariales como, de acordarse, a las posibles cláusulas de garantía salarial. En el pasado, este tipo de prácticas ya fueron acordadas por los agentes sociales y se mostraron como una herramienta útil para sostener el empleo y reducir el desempleo, mejorar la competitividad de las empresas españolas y favorecer el crecimiento económico⁸.

En quinto lugar, **estas directrices sobre la evolución salarial deberían acompañarse con compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales**. Solo de esta manera se puede asegurar que la moderación salarial se traslada de forma efectiva a la competitividad empresarial, a la vez que se limita la traslación de los aumentos de los costes de los insumos energéticos al resto de bienes y servicios de la economía.

Conclusiones

Concluyo resaltando tres mensajes fundamentales que subyacen en mi intervención de esta mañana.

En primer lugar, la invasión rusa de Ucrania, además de por supuesto suponer un extraordinario drama humano para el pueblo ucraniano, podría constituir una seria amenaza para el proyecto social y político que ha venido construyéndose en Europa a lo largo de las últimas décadas. Desde un punto de vista puramente económico, es indudable que el proceso de recuperación gradual en el que la economía española y europea se encontraban inmersas en los últimos trimestres va a verse negativamente afectado por este conflicto bélico a través de múltiples canales. No obstante, por el momento, la magnitud de estos efectos adversos solo puede estimarse con una extraordinaria incertidumbre. Esta dependerá, naturalmente, de la severidad y duración del conflicto.

En segundo lugar, en un escenario tan extraordinariamente incierto, causado por una perturbación que poco tiene que ver con los fundamentales económicos, es indispensable que las políticas económicas respondan de forma decidida, provean un apoyo focalizado a los hogares, empresas y sectores afectados más vulnerables, y aporten certidumbre. En

⁸ Así, por ejemplo, el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 2012-14, firmado a principios de 2012, estableció recomendaciones salariales que excluían, en caso de aumentos de los precios de los productos energéticos, como los actuales, el componente energético de inflación en los acuerdos salariales.

particular, ante un shock de esta naturaleza, es fundamental la contribución de las políticas supranacionales europeas y de las políticas fiscales nacionales.

Por su parte, las últimas decisiones adoptadas por el BCE son el resultado de un análisis en el que se ponderan los distintos riesgos que surgen en el contexto actual para nuestro objetivo de estabilidad de precios. Las medidas acordadas refuerzan el carácter *data dependent* de nuestras decisiones, aumentan la flexibilidad y opcionalidad de la que disponemos en el uso de nuestros distintos instrumentos de política monetaria y aportan certidumbre al conjunto de los agentes económicos, con un compromiso claro de que adoptaremos cuantas medidas sean necesarias para cumplir el mandato de estabilidad de precios encomendado al BCE y para salvaguardar la estabilidad financiera.

En tercer lugar, el fuerte repunte de los precios de la energía y de algunas otras materias primas que se ha producido a escala global en los últimos trimestres, y que se ha intensificado como consecuencia del conflicto en Ucrania, supone para la economía española, importadora neta de estos productos, un *shock* negativo a nuestros términos de intercambio que reduce la renta nacional y eleva las presiones inflacionistas en el corto plazo. En este contexto, es fundamental evitar que estas presiones inflacionistas de corto plazo se trasladen también al medio plazo a través de efectos de segunda vuelta y, en particular, a través de una espiral inflacionista de precios y salarios.

Evitar esta espiral no es en absoluto fácil ni, desde luego, gratificante en el corto plazo. Exige acordar un pacto de rentas entre trabajadores y empresarios en el que todos acabarán ganando en el medio plazo, pero en el que todos han de asumir una pérdida en el corto plazo. Como en ocasiones anteriores, ante situaciones similares, me gustaría enfatizar la necesidad de alcanzar consensos para afrontar de manera eficaz el escenario al que nos enfrentamos. De nuestra capacidad para alcanzar estos compromisos difíciles dependerá, en gran medida, la evolución del empleo y de la competitividad de nuestra economía en los próximos años. En el pasado ya hemos alcanzado acuerdos de este calado y dieron sus frutos. Sobre la base de esta evidencia y de la magnitud del desafío actual, soy optimista en cuanto a que volveremos a lograrlo.