

BOLETÍN ECONÓMICO

1/2022

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema







## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

**1 Principales mensajes** 7

**2 Los mercados financieros internacionales** 45

**3 Entorno exterior de la economía española** 48

**4 La economía española** 58

### Recuadros

- 1 Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024) 13
- 2 Posibles canales de impacto económico en la UEM del conflicto bélico en Ucrania 30
- 3 La evolución reciente de los salarios en el área del euro y Estados Unidos: principales determinantes y diferencias 33
- 4 Determinantes de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro 36
- 5 Flujos migratorios en España durante la crisis del COVID-19 y su incidencia sobre la oferta laboral 39
- 6 Un primer análisis acerca del impacto de la inflación sobre la negociación colectiva en 2022 42

Artículos Analíticos 75

Notas Económicas 79

Publicaciones del Banco de España 81

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 82

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



## 1 PRINCIPALES MENSAJES

**La invasión de Ucrania por Rusia constituye una perturbación económica muy severa, cuya duración e intensidad están sometidas a una enorme incertidumbre.**

En las primeras semanas de 2022, antes del inicio de la guerra, las expectativas apuntaban a una continuación de la recuperación económica global tras la pandemia, con el trasfondo de los avances en el proceso de vacunación y del apoyo de las políticas económicas. En todo caso, tanto la política fiscal como, sobre todo, la política monetaria habían comenzado a dar las primeras señales de giro hacia la normalización, después de que la recuperación de la demanda a lo largo de 2021, la aparición de alteraciones en las cadenas globales de suministro y el encarecimiento de numerosas materias primas —incluidas las energéticas— dieran lugar a un repunte significativo de las tasas de inflación.

**La guerra impacta sobre la actividad económica —a la baja— y sobre las dinámicas de precios —al alza— a través de diversos canales.** Estos impactos, que son comunes al conjunto de la economía mundial, tienen una intensidad más acusada en Europa, en comparación con otras regiones globales, dada su mayor interrelación con los países en guerra.

**El canal más relevante discurre a través de los mercados de materias primas.**

Rusia y, en menor medida, Ucrania tienen una cuota muy elevada en la producción mundial de petróleo y de gas, así como de algunos metales y ciertas materias primas agrícolas. En particular, Rusia provee aproximadamente una tercera parte del gas consumido en el área del euro y una quinta parte del petróleo, proporciones que son considerablemente más reducidas en el caso de España. Los precios de muchas de estas materias primas, que ya habían aumentado como consecuencia del incremento de las tensiones geopolíticas previo a la guerra, lo han hecho significativamente más con el inicio de esta. Además, una hipotética disminución o un corte en el suministro de gas ruso a Europa tendría probablemente efectos negativos muy intensos sobre la actividad económica en el continente, dadas las dificultades para reemplazar estos insumos en el corto plazo.

**La guerra está recortando drásticamente los intercambios comerciales entre Europa y Rusia, pero también puede afectar al dinamismo del conjunto del comercio internacional si conduce a una ralentización del crecimiento global.**

Las sanciones que los países occidentales han impuesto, de forma coordinada, a Rusia introducen restricciones a los flujos financieros y comerciales no energéticos frente a esa economía. El impacto directo de esas restricciones, junto con los efectos indirectos asociados al deterioro de la actividad económica en Rusia debido a la guerra, ha provocado un fuerte retroceso de los intercambios comerciales de ese país

Cuadro 1

**PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)**

	2020				2021				2022
	2021	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional									
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
Producto interior bruto	5,1	-17,7	16,8	0,2	-0,5	1,1	2,6	2,2	0,9
Contribución de la demanda nacional (b)	4,7	-15,2	15,4	-0,1	-0,7	2,5	0,8	1,2	0,8
Contribución de la demanda exterior neta (b)	0,5	-2,4	1,4	0,3	0,2	-1,4	1,8	1,0	0,1
Tasas de variación interanual									
Empleo: horas trabajadas	7,0	-25,3	-6,3	-6,1	-2,7	29,7	3,3	2,7	4,9
Indicadores de precios									
Índice armonizado de precios de consumo	3,0	-0,6	-0,6	-0,8	0,5	2,3	3,4	5,8	7,9
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,6	0,9	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,7	1,6	2,5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 31 de marzo de 2022. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España.

b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

con el exterior. Desde el punto de vista de las economías europeas, estos desarrollos suponen un menor crecimiento de sus mercados de exportación, moderación que podría ser más acusada si, como parece probable, la guerra también induce una cierta ralentización en el ritmo de avance de la actividad económica global.

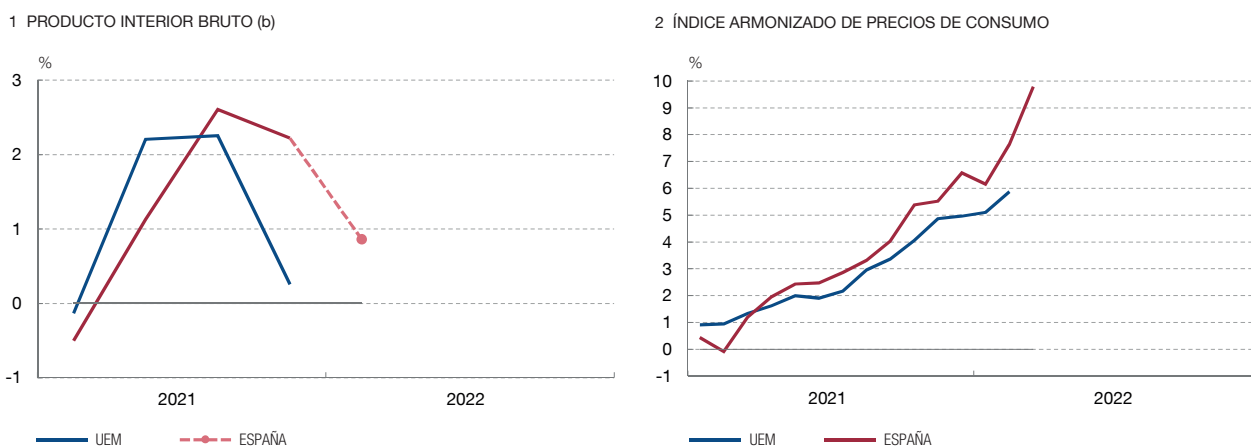
**Además, la guerra ha deteriorado significativamente la confianza de los agentes.** La extraordinaria incertidumbre que caracteriza la coyuntura económica y geopolítica actual tenderá a afectar negativamente a las decisiones de gasto de hogares y de empresas. Por otra parte, el estallido de la guerra provocó, en los mercados financieros, un proceso de huida hacia los activos más seguros, un aumento de la volatilidad y un empeoramiento de las condiciones financieras. Si bien esta reacción inicial de los mercados se ha revertido parcialmente en las últimas semanas, en un contexto tan incierto es posible que estos desarrollos puedan conducir, eventualmente, a un encarecimiento del crédito.

**La cuantificación de los efectos de la guerra sobre la actividad y sobre la inflación es muy incierta.** La principal fuente de incertidumbre es la propia evolución del conflicto bélico. Con este trasfondo, las proyecciones macroeconómicas para el área del euro del Banco Central Europeo (BCE) de marzo —cuya fecha de cierre fue pocos días después del inicio de la guerra— previeron un recorte del crecimiento del PIB en 2022 —hasta el 3,7%— y un fuerte repunte de las tasas de inflación general y subyacente medias de este año —estas se revisaron al alza en 1,9 puntos porcentuales (pp) y 0,7 pp, respectivamente, hasta el 5,1% y el 2,6%—. Además, el BCE elaboró dos escenarios adicionales, en los que el avance del PIB



## LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD SE HA DETERIORADO AL FINAL DEL TRIMESTRE, COMO CONSECUENCIA DE LA INVASIÓN DE UCRANIA, EN UN CONTEXTO DE SOSTENIDO REPUNTE INFLACIONISTA (a)

En la primera mitad del trimestre prosiguió la recuperación de la actividad, a un ritmo que se vio moderado por el repunte de la inflación y por el mantenimiento de ciertas restricciones frente a la pandemia. Pero la invasión de Ucrania alteró estas dinámicas, al dar lugar a un aumento muy significativo de la incertidumbre y a un encarecimiento adicional notable de las materias primas, energéticas y no energéticas.



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

- a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales del índice de precios de consumo.  
 b Los datos del primer trimestre son proyecciones del Banco de España.

se rebajaría este año hasta el 2,5 % y el 2,3 %, respectivamente, y la inflación general escalaría hasta el 5,9 % y el 7,1 %. Por su parte, la OCDE estimó en marzo que la guerra tendría un impacto negativo de 1,4 pp sobre el crecimiento del PIB del área del euro en 2022 y que daría lugar a una tasa de inflación 2 pp más elevada.

**En el caso de España, la guerra está teniendo también un impacto importante sobre la evolución de la actividad y de los precios.** La exposición directa de nuestra economía a algunos de los canales de transmisión que se han descrito anteriormente es inferior a la que presentan otros países europeos. En concreto, tanto la dependencia de Rusia en el aprovisionamiento de gas como la magnitud del comercio no energético con ese país son relativamente reducidas en la economía española. Pero ello no ha evitado que se hayan recrudecido los incrementos de costes, sobre todo de los insumos energéticos, a los que nuestra economía es particularmente sensible. Además, dichos incrementos, que parecen haber comenzado a transmitirse con cierta intensidad a los precios finales de otros bienes y servicios —mermando la capacidad de compra de los hogares—, también han dado lugar a paradas de la actividad en algunos sectores, como el transporte, con el consiguiente agravamiento de las alteraciones en las cadenas de suministros.

**Las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España, presentadas en el recuadro 1, contemplan una tasa media de crecimiento del**

**PIB del 4,5 % en este año.** Esta tasa es inferior en 0,9 pp a la que se proyectaba en diciembre. De hecho, la rebaja sería aún más pronunciada si no fuera porque, desde la publicación de las proyecciones de diciembre, los datos que se han conocido referidos a la evolución de la actividad en la segunda mitad de 2021 han sido más favorables de lo previsto, lo que tiene un impacto mecánico positivo de 0,8 pp sobre la tasa de crecimiento del PIB de 2022. En los dos años posteriores, las nuevas proyecciones anticipan que la actividad mantendrá un elevado grado de dinamismo, de forma que la economía española crecería un 2,9 % y un 2,5 % en 2023 y en 2024, respectivamente. En este escenario, la recuperación del nivel prepandemia de la actividad tendría lugar en el tercer trimestre de 2023.

**Por su parte, la tasa de inflación se situaría en el 7,5 %, por término medio, en 2022.** Los mercados de futuros de la energía prevén una cierta relajación de los precios a partir de julio de este año. Un supuesto crucial que subyace en las proyecciones es la reducida magnitud de los efectos de segunda vuelta, esto es, una escasa realimentación entre las presiones inflacionistas de precios y de salarios. Bajo este supuesto, la tasa de inflación descendería hasta el 2 % en 2023 y hasta el 1,6 % en 2024.

**En este contexto tan volátil, los riesgos están orientados predominantemente a la baja en el caso de la actividad económica y al alza en el de la inflación.** El grado de incertidumbre en torno a las cifras proyectadas en el escenario central es, en esta ocasión, particularmente elevado. En este sentido, el recuadro 1 presenta, a modo de ilustración, varios ejercicios hipotéticos que ponen de manifiesto la considerable sensibilidad de las previsiones contempladas en el escenario central a distintos supuestos relativos a la evolución futura de los precios energéticos, de los flujos comerciales con Rusia, de los efectos de segunda vuelta entre precios y salarios, y de la senda de consumo y de ahorro de los hogares. Al igual que en el escenario central, la magnitud de los impactos estimados en estos ejercicios contrafactuales —que no son independientes entre sí, lo que impide que se puedan acumular sus impactos— debe valorarse con una extraordinaria cautela, dada la enorme incertidumbre existente.

**La respuesta de las políticas económicas también condicionará la magnitud del impacto económico de la guerra.** En las últimas semanas, han sido muchos los Gobiernos europeos que han presentado diversas medidas para aliviar los efectos del encarecimiento de la energía sobre los consumidores más vulnerables y sobre las ramas productivas más afectadas. El diseño de estas medidas ha obligado a trazar difíciles equilibrios entre su efectividad y su coste presupuestario, en un contexto en el que las cuentas públicas salieron sensiblemente debilitadas de la pandemia. En el caso español, el conjunto de acciones adoptadas el 29 de marzo pasado permitirán movilizar unos 6 mm de euros bajo la forma de ayudas directas y de reducciones impositivas, y 10 mm de euros adicionales a través de una línea de avales crediticios del Instituto de Crédito Oficial (ICO). De la capacidad de estas

## DINÁMICAS ECONÓMICAS RECIENTES A ESCALA GLOBAL, PERSPECTIVAS Y PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE

	PRINCIPALES DESARROLLOS RECIENTES	PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO	FUENTES DE INCERTIDUMBRE
ACTIVIDAD	La economía mundial moderó su crecimiento durante el cuarto trimestre de 2021, lastrada por la aparición de nuevas variantes del virus y por la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor	Frente al dinamismo de la actividad en los primeros meses de 2022, el estallido del conflicto bélico en Ucrania y las sanciones económicas impuestas a Rusia afectarán previsiblemente de forma severa a las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Duración e intensidad del conflicto bélico en Ucrania, y persistencia de las posibles secuelas geopolíticas</li> <li>— Evolución de los precios de la energía y posibles efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación</li> </ul>
PRECIOS	Las tasas de inflación seguían al alza a nivel global antes de la invasión rusa de Ucrania, impulsadas, sobre todo, por la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor y por el aumento de los precios de la energía	La guerra en Ucrania ha supuesto una considerable perturbación para los precios de las materias primas. Si bien estos desarrollos podrían contribuir a una mayor persistencia del repunte inflacionista actual, este episodio seguiría presentando una naturaleza eminentemente temporal	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Evolución de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministros</li> <li>— Evolución de las condiciones financieras globales y de la estabilidad financiera, en un contexto de normalización de la política monetaria a escala global</li> </ul>
OTROS	Los bancos centrales de las economías desarrolladas han continuado avanzando en el proceso de normalización del tono de sus políticas monetarias en respuesta al actual contexto de alta inflación	El comportamiento de los mercados financieros internacionales se encuentra muy condicionado por la evolución del conflicto bélico y por los cambios en las expectativas de los inversores sobre la evolución de la política monetaria en las principales economías mundiales	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Naturaleza y magnitud de la respuesta de la política fiscal para hacer frente a las consecuencias adversas de la guerra</li> <li>— Evolución de la pandemia</li> </ul>

FUENTE: Banco de España.

medidas —y de otras que podrían desplegarse en las próximas semanas— para alcanzar sus objetivos, dependerán, en parte, las dinámicas futuras de actividad y de precios, tanto en Europa como en España.



### RECUADRO 1

La invasión rusa de Ucrania ha supuesto una considerable perturbación para las perspectivas de crecimiento de la economía española, que se revisan a la baja en 2022 y en 2023. Por su parte, las tensiones en los mercados de materias primas y el posible agravamiento de los cuellos de botella conducen a una significativa revisión al alza de las tasas de inflación previstas en el corto plazo



### RECUADRO 2

La guerra en Ucrania impactará sobre la economía europea, principalmente a través de tres canales: el de materias primas energéticas, el comercial y el de confianza



### RECUADRO 3

El mayor grado de holgura en el mercado de trabajo de la UEM —en relación con EEUU— y las menores expectativas de inflación limitaron las presiones salariales en el área del euro durante 2021



### RECUADRO 4

Desde finales de 2021, el aumento acumulado de los tipos de interés de la eurozona vendría explicado principalmente por los cambios en la política monetaria de EEUU y de la UEM



### RECUADRO 5

Las entradas netas de inmigrantes extranjeros en España se han reducido significativamente desde el comienzo de la pandemia, lo que habría redundado en una reducción de la oferta laboral, especialmente en aquellos sectores con mayor peso de ocupación extranjera, como la hostelería, la agricultura y la construcción



### RECUADRO 6

La evolución de la negociación colectiva en los primeros meses de 2022 muestra un repunte moderado de los incrementos salariales pactados y una mayor incidencia de las cláusulas de garantía salarial, si bien refleja, sobre todo, acuerdos alcanzados en 2021, en un entorno de menor inflación

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024)**

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la última actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Con respecto a las previsiones anteriores, publicadas el pasado 17 de diciembre<sup>1</sup>, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta engloba las estimaciones revisadas de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) hasta el tercer trimestre de 2021, los nuevos datos conocidos para el cuarto trimestre de 2021 (en particular, la CNTR y las cuentas no financieras de los sectores institucionales referidas a ese período) y también los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de las distintas variables (véase cuadro A.1). Como resulta evidente, la invasión de Ucrania por parte de Rusia hace que estas proyecciones estén rodeadas de un grado de incertidumbre particularmente elevado. Para ilustrar algunas de estas fuentes de incertidumbre, este texto incluye un conjunto de análisis de sensibilidad de los resultados del escenario central ante diversas alteraciones en algunos de los supuestos clave del ejercicio.

En efecto, el estallido de la guerra ha supuesto, además de una crisis humanitaria de enorme magnitud, una perturbación económica importante, que ha incidido sustancialmente sobre las perspectivas de crecimiento no solo en nuestro país, sino también a escala global. Antes de la guerra, la economía mundial se encontraba en una senda de recuperación gradual, cuya intensidad era, no obstante, desigual por áreas geográficas y por ramas de actividad. En el caso de la economía española, su desempeño en el segundo semestre de 2021 fue mejor de lo anticipado en diciembre, a pesar de lo cual al final del año aún persistía una brecha negativa de 3,8 puntos porcentuales (pp) en el nivel de actividad con respecto al previo a la crisis sanitaria<sup>2</sup>.

En cuanto al año en curso, las proyecciones de diciembre anticipaban un impacto negativo de la variante ómicron sobre el avance del PIB en el primer trimestre. Sin embargo, sobre la base de la información parcial disponible, ese efecto habría sido menos intenso de lo previsto, y también menos acusado que el observado en olas previas de la pandemia, en un contexto en el que las elevadas tasas de vacunación han permitido contener el

número de casos de mayor gravedad, a pesar de las elevadas cifras de contagios. Esta evolución epidemiológica ha posibilitado una nueva relajación progresiva de las medidas de contención, que ha culminado con la introducción, a finales de marzo, de una nueva estrategia de vigilancia y control de la pandemia, que elimina las cuarentenas en los casos de positivos asintomáticos y leves para la mayor parte de la población.

Además, el período previo al inicio de la guerra se caracterizó, en comparación con las proyecciones de diciembre, por sorpresas en el terreno inflacionista adicionales a las que ya se habían venido produciendo en la segunda mitad del año pasado. La prolongación de la etapa de tasas de variación de los precios de consumo crecientemente elevadas (junto con la persistencia de los cuellos de botella que afectan al aprovisionamiento de ciertos insumos) estaba, de este modo, condicionando cada vez más la evolución económica a comienzos de 2022. En particular, el contexto de elevada inflación a nivel global se estaba reflejando también en expectativas de un cierto tensionamiento de la política monetaria y, en consecuencia, en un endurecimiento moderado de las condiciones de financiación del sector privado.

Como resultado neto de estos desarrollos, la información disponible para la primera mitad del trimestre apuntaba a una continuación de la recuperación, aunque con alguna señal de cierta pérdida de dinamismo. En concreto, en el caso de la afiliación a la Seguridad Social, su comportamiento en enero estuvo en línea con el patrón usual en ese mes del año, pero el ritmo de aumento de febrero fue algo inferior al habitual. Con un horizonte temporal más amplio, se esperaban avances adicionales en la recuperación de la economía en los siguientes trimestres, que se apoyarían en la mejora de la evolución epidemiológica, la desaparición gradual de las alteraciones de las cadenas de aprovisionamiento, la persistencia de condiciones financieras relativamente favorables y el progresivo despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU).

La agresión rusa a Ucrania ha alterado de forma profunda estas perspectivas. Es cierto que los flujos comerciales

1 Véase «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2024): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2021».

2 De acuerdo con los datos más recientes de la CNTR publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), en el cuarto trimestre de 2021 el PIB creció un 2,2%, avance superior al 1,6% anticipado por el Banco de España en sus proyecciones de diciembre. Además, el INE ha revisado al alza el crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre de 2021 con respecto a la estimación de avance que realizó en octubre (ha pasado de un 2% a un 2,6%). Las revisiones de los datos del primer semestre de 2021 fueron de magnitud más modesta.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

bilaterales de España con los dos países en guerra son modestos, por lo que también sería reducida, por este canal directo, la incidencia del conflicto bélico sobre nuestra economía (véase gráfico 1). En concreto, las exportaciones de mercancías de España a Rusia y a Ucrania representaban en 2019 solo un 1,6% y un 0,3%, respectivamente, del total, y las cifras correspondientes en el caso de las importaciones eran de un 1,1% y un 0,5%, respectivamente.

Pero ello no quiere decir que las implicaciones económicas de estos acontecimientos no vayan a ser, previsiblemente, elevadas. El impacto se materializará a través de diversos canales. Probablemente, el más importante de ellos está relacionado con el importante peso que Rusia y Ucrania tienen en la producción y exportación mundial de materias primas energéticas, alimenticias y metálicas. En España, la proporción de estas importaciones es relativamente reducida<sup>3</sup>, pero la guerra está afectando al coste de esos bienes en los mercados globales independientemente de su origen. De hecho, uno de los factores que explican el intenso repunte de precios que pudo observarse en los mercados de petróleo y de gas desde comienzos de 2021 hasta el inicio de la guerra fue precisamente el desarrollo de crecientes tensiones geopolíticas en esa región de Europa (véase gráfico 2). El conflicto bélico ha intensificado, en un contexto de fuerte volatilidad, el

encarecimiento de ambas materias primas, con repercusiones importantes sobre el coste de la cesta de consumo de los hogares y de la producción de las empresas. Además de este aumento de su precio, la guerra también ha creado dudas acerca de la posibilidad de que el suministro de estos bienes pueda llegar a sufrir eventuales interrupciones. Más allá de los mercados energéticos, la guerra está afectando al coste a escala global, e incluso a la provisión, de algunas materias primas alimenticias clave, como el trigo, y de varios metales, como el paladio, el cobre o el níquel, que resultan imprescindibles para la fabricación de automóviles y de productos electrónicos, de modo que podría observarse un agravamiento de las dificultades en las cadenas de suministros que estaban ya presentes antes de la guerra.

Un segundo canal, también de gran relevancia, discurre a través de la incertidumbre acerca de la duración y del desarrollo del conflicto bélico y, por tanto, acerca de su impacto sobre las rentas de los agentes privados (véase gráfico 3). En un entorno de esta naturaleza, hogares y empresas tienden a posponer sus decisiones de gasto en bienes de consumo e inversión, con el consiguiente impacto negativo sobre la actividad económica.

En tercer lugar, aunque, como se ha apuntado, el tamaño de las relaciones comerciales directas de España con

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

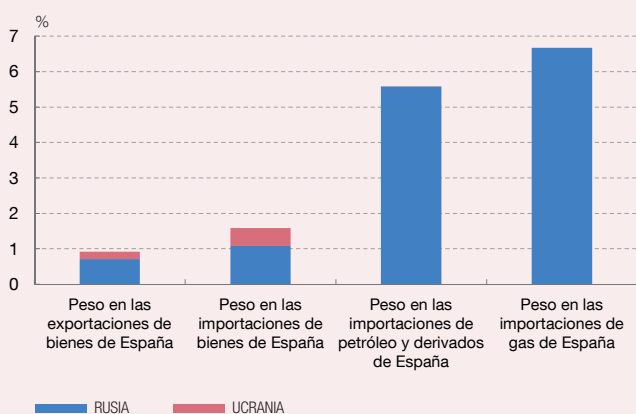
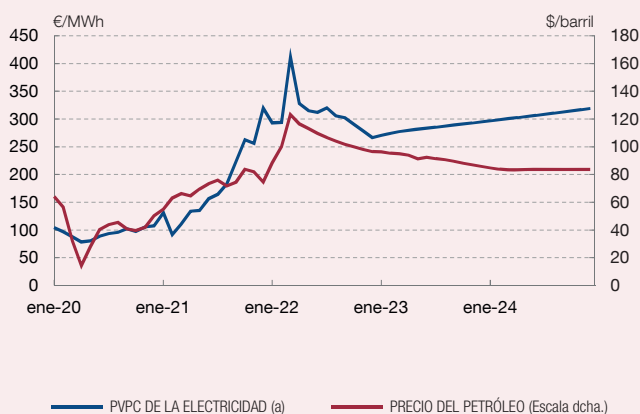


Gráfico 2  
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA



FUENTES: Aduanas, Instituto Nacional de Estadística, Reuters y Operador del Mercado Ibérico-Polo Portugués.

a Precio voluntario para el pequeño consumidor de la energía eléctrica.

3 En el caso concreto de los bienes energéticos importados de Rusia, fue del 6% en 2019, cifra sensiblemente inferior a la de países como Alemania e Italia (17% y 22%, respectivamente).

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

Rusia y con Ucrania es modesto, la exposición de otros países europeos, especialmente del este del continente, es más elevada. Además, las consecuencias del conflicto sobre los mercados de materias primas y el aumento de la incertidumbre se dejarán sentir también en otras economías. Por consiguiente, la guerra tendrá un impacto significativo sobre la actividad mundial (que será especialmente pronunciado en Europa) y, a través de este canal, sobre la demanda de las exportaciones españolas y sobre el crecimiento del PIB en nuestro país. Por ejemplo, para el área del euro, los panelistas de *Consensus Forecasts* han revisado a la baja, entre diciembre y marzo, las proyecciones de crecimiento del PIB en 2022 en 1 pp, y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos estimó hace unas semanas que la guerra tendrá un impacto negativo de 1,4 pp sobre el crecimiento del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM) de este año.

La evidencia disponible acerca de los efectos que la guerra podría estar teniendo ya, a través de los canales

enumerados, sobre las distintas magnitudes económicas en nuestro país es, por el momento, reducida. En marzo, la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) volvió a registrar un repunte significativo, de 2,2 pp, hasta el 9,8 %, según el indicador adelantado<sup>4</sup>. En parte, el recrudescimiento de las presiones inflacionistas estaría reflejando directamente el impacto de la guerra, por la vía del encarecimiento de la energía. Pero también sería el resultado desfasado de la dinámica de aceleración de precios de los meses precedentes y de otros factores que guardan una relación indirecta con el conflicto bélico, como el desabastecimiento de algunos productos originado por la huelga del transporte de mercancías por carretera.

En cuanto al impacto sobre la actividad económica, el fuerte retroceso mensual del indicador de confianza de los consumidores de marzo (el mayor de la serie histórica, que comienza en julio de 1986) sugiere que el aumento de la incertidumbre habría podido comenzar a hacer mella en las decisiones de gasto de los hogares. En esta misma

Gráfico 3  
EVOLUCIÓN DE LA CONFIANZA DE ACUERDO CON EL INDICADOR DENSI EN DIVERSAS CRISIS, DESDE EL DÍA DE INICIO (a)

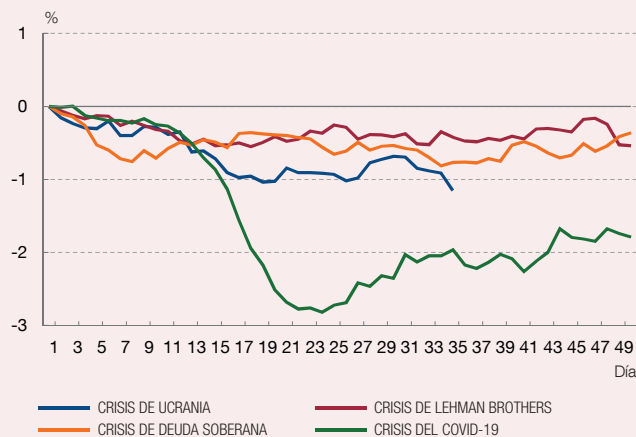
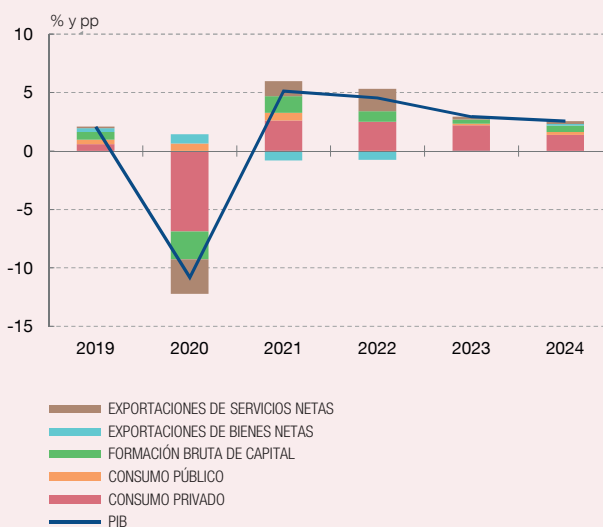


Gráfico 4  
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES



**FUENTES:** El gráfico 3 se basa en información de los principales periódicos españoles (*ABC, El País, El Mundo, La Vanguardia, Cinco Días, Expansión, El Economista*). El gráfico 4 utiliza información publicada por el Instituto Nacional de Estadística.

a El indicador DENSI (*Daily Economic News Sentiment Indicator*) mide la evolución del sentimiento económico en España sobre la base de las noticias publicadas en prensa en los principales periódicos económicos españoles (*ABC, El País, El Mundo, La Vanguardia, Cinco Días, Expansión y El Economista*). En el gráfico se recoge la evolución diaria de dicho indicador en distintas crisis desde el primer día en adelante. Esta fecha de inicio es el 29 de septiembre de 2008 en la crisis de Lehman Brothers, el 9 de mayo de 2012 en la de deuda soberana, el 29 de febrero de 2020 en la del COVID-19 y el 21 de febrero de 2022 en la de Ucrania.

4 Esta es la tasa más elevada desde el inicio de la serie del IAPC en 1997. En términos del índice de precios de consumo (IPC), indicador para el que existen series más largas, se trata del mayor valor desde mayo de 1985.

dirección apunta el descenso observado en el indicador análogo que mide la confianza del comercio minorista. Además, las empresas participantes en la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) anticipaban que, en el primer trimestre de 2022, su facturación sería menor que a finales de 2021 y que los cuellos de botella que afectan a su producción tendrían una resolución más tardía. La recepción de las respuestas a la encuesta tuvo lugar entre el 23 de febrero y el 10 de marzo, por lo que este deterioro de las expectativas empresariales estaría reflejando los primeros efectos de la guerra<sup>5</sup>. Finalmente, los datos de marzo de la afiliación a la Seguridad Social muestran una cierta moderación de su dinamismo, que se suma a la que pudo observarse ya en febrero.

La estimación del crecimiento del PIB en el primer trimestre está sometida, en este contexto, a un elevado grado de incertidumbre. A la escasa evidencia disponible acerca de los efectos de la guerra sobre el producto de la economía cabe unir las dificultades para medir el impacto del cese de actividad al que algunas empresas se han visto obligadas como consecuencia de no poder disponer de determinados bienes que intervienen en el proceso productivo, debido al paro del transporte por carretera. Además, la información relativa a la ejecución de los proyectos vinculados con el programa NGEU no es, en tiempo real, lo suficientemente abundante como para poder estimar con precisión su contribución al crecimiento. La estimación de la tasa de variación intertrimestral del PIB incorporada en estas proyecciones es del 0,9%, frente al 2,2% del trimestre previo. Por las razones expuestas, esta cifra está sometida a una elevada incertidumbre.

En los próximos trimestres se espera que la agresión rusa a Ucrania afecte negativamente a la actividad económica a través del mantenimiento de niveles elevados de los precios de las materias primas, el impacto de la incertidumbre asociada al desarrollo de la guerra sobre

las decisiones de gasto de los agentes españoles y el menor ritmo de expansión de los mercados mundiales, factores a los que cabe sumar la persistencia de distorsiones en las cadenas de aprovisionamiento<sup>6</sup>. Por otro lado, estos efectos adversos se verán parcialmente contrarrestados por el soporte proporcionado por las medidas incluidas en el Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania<sup>7</sup>, la ejecución de los proyectos financiados a través del programa NGEU, unas condiciones de financiación todavía favorables (aunque algo más estrictas que en trimestres precedentes) y la mejora gradual de la situación epidemiológica.

Se prevé que el impacto macroeconómico más intenso de la guerra se observará en el segundo trimestre del año y que, en ausencia de una escalada del conflicto, el dinamismo de la actividad aumentará gradualmente en el segundo semestre<sup>8</sup>. En términos de la tasa media anual, se estima que el PIB podría crecer en el entorno del 4,5% en 2022 (véanse gráfico 4 y cuadro 1). Una parte importante de este incremento se debe a que el elevado ritmo de crecimiento del PIB en la segunda mitad de 2021 impulsa, desde una perspectiva meramente contable, el avance de la actividad en 2022 en tasa media anual. Como ilustración de este efecto, incluso aunque el PIB de la economía no creciera en tasa intertrimestral en ninguno de los trimestres de este año, la tasa media anual sería del 3,1%. En los dos años posteriores, el PIB avanzaría, en un contexto de continuación del proceso de recuperación tras la crisis sanitaria, un 2,9% y un 2,5%, respectivamente. La trayectoria proyectada implicaría que la recuperación del nivel de producto previo a la pandemia se retrasaría hasta el tercer trimestre de 2023 (véase gráfico 5). Al final de 2024, el PIB casi alcanzaría el nivel proyectado para entonces el pasado diciembre, del cual distaría apenas 0,3 pp, bajo el supuesto de que la actual crisis no deje daños persistentes en el tejido productivo<sup>9</sup>.

5 Véase M. Izquierdo (2022), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

6 Estos supuestos se han elaborado teniendo en cuenta el escenario adverso de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022*.

7 Véase *Real Decreto-Ley 6/2022*, de 29 de marzo.

8 En particular, las tasas intertrimestrales de crecimiento del PIB mostrarían un perfil creciente (0,1%, 0,4% y 0,7%, respectivamente, en cada uno de los trimestres segundo a cuarto de 2022).

9 No obstante, parece probable que una de las consecuencias de la guerra sea una cierta reversión del proceso de aumento de la complejidad de las cadenas globales de valor observado en las últimas décadas, que las empresas impulsaron al objeto de abaratar sus costes. De materializarse esta reversión, podría dar lugar a pérdidas de eficiencia y, por consiguiente, a una cierta reducción del producto potencial de la economía, que tendería a producirse más allá del final del horizonte de proyección.



**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

En el ámbito de los precios de consumo, las consecuencias de la guerra de Ucrania han reforzado, como se ha indicado, las fuertes tensiones inflacionistas que se venían ya registrando con anterioridad. Dadas las sendas actuales de los precios del petróleo y del gas en los mercados de futuros, se espera que la tasa de variación del componente energético alcance su nivel máximo en el segundo trimestre del año y comience a desacelerarse con posterioridad. Sin embargo, la persistencia de las alteraciones en las cadenas de suministros y la transmisión de las alzas pasadas de costes, que se ha intensificado recientemente, harán que el componente de alimentos y

la inflación subyacente (y, con ellos, el indicador general) repunten algo más en los dos trimestres centrales del año. Un supuesto crucial que subyace a las proyecciones es el de una respuesta moderada de los incrementos salariales a la inflación, lo que evita que se desencadenen fenómenos de retroalimentación entre los crecimientos de los salarios y los precios finales, y, por tanto, un agravamiento adicional del proceso inflacionario, con consecuencias adversas sobre la competitividad exterior y sobre la actividad y el empleo de la economía. Como resultado, la inflación general se aceleraría hasta el 7,5 % en 2022 en tasa media anual, pero se moderaría

Cuadro 1  
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

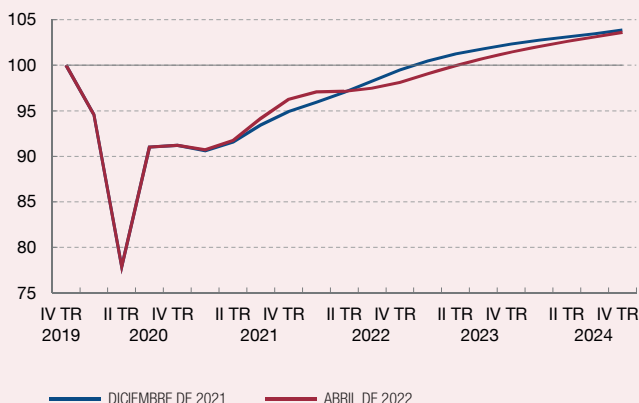
Tasas de variación anual

	PIB				Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)				Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Abril de 2022	5,1	4,5	2,9	2,5	3,0	7,5	2,0	1,6	0,6	2,8	1,8	1,7	14,8	13,5	13,2	12,8
Diciembre de 2021	4,5	5,4	3,9	1,8	3,0	3,7	1,2	1,5	0,5	1,8	1,4	1,6	15,0	14,2	12,9	12,4

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.  
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2021.

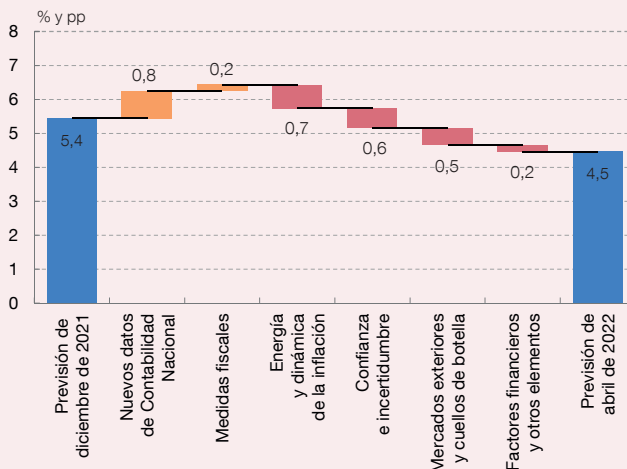
- a Fecha de cierre de las proyecciones: 31 de marzo de 2022.
- b Media anual.

Gráfico 5  
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 6  
CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DEL PIB EN 2022



intensamente con posterioridad, hasta el 2 % y el 1,6 %, respectivamente, en 2023 y 2024.

Como se ha apuntado, el Gobierno aprobó, a finales de marzo, el Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania. El Plan incluye actuaciones para contrarrestar los efectos de la intensificación de las presiones inflacionistas como consecuencia de la guerra, que, en particular, suponen una disminución del coste de diversas fuentes energéticas y la fijación de límites a la revalorización de los alquileres de vivienda<sup>10</sup>. De acuerdo con las estimaciones realizadas, este conjunto de medidas restaría entre 0,5 pp y 0,8 pp a la tasa de inflación media de 2022.

Adicionalmente, los Gobiernos de España y de Portugal han remitido a la Comisión Europea una propuesta que limita, dentro del mercado ibérico de la electricidad, a 30 euros por megavatio/hora, el precio máximo del gas para las centrales de generación eléctrica que utilizan esta materia prima<sup>11</sup>. Esta medida podría suponer una fuerte rebaja en los precios mayoristas de la electricidad y, en consecuencia, tener un impacto significativo sobre los precios pagados por los consumidores. No obstante, dado que se desconoce el modo en que esta medida se concretará finalmente, no se ha incluido en las proyecciones impacto alguno asociado a ella.

En comparación con las de diciembre, las proyecciones actuales comportan una notable revisión a la baja del crecimiento del PIB en 2022 y 2023, de 0,9 pp y 1 pp, respectivamente. El elemento que domina las revisiones son las consecuencias negativas de la guerra. En concreto, los mayores niveles de precios de las materias primas (junto con la mayor transmisión observada del encarecimiento pasado de la energía y de otros consumos intermedios a los precios de otros bienes), el menor dinamismo de la actividad

global (que, en parte, obedece a los cuellos de botella en la producción) y el aumento de la incertidumbre restarían, respectivamente, 0,7 pp, 0,5 pp y 0,6 pp a la tasa de crecimiento del PIB en 2022 en comparación con las proyecciones del pasado mes de diciembre (véase gráfico 6)<sup>12</sup>. Estas fuentes de revisiones a la baja se ven compensadas parcialmente por dos factores de signo contrario. El más relevante de ellos son las consecuencias de la incorporación de los datos de la CNTR que no eran conocidos cuando se formularon las proyecciones de diciembre. En particular, el avance más intenso del PIB en el segundo semestre de 2021, en comparación con el que se estimaba entonces, conduce a una revisión al alza de 0,8 pp de la tasa de crecimiento del PIB en este año. Adicionalmente, se estima que las medidas aprobadas a finales de marzo para amortiguar el impacto del fuerte repunte de los precios energéticos sobre los hogares y las empresas más afectados tendrán un impacto positivo de 0,2 pp en la tasa media de crecimiento del PIB en 2022.

#### **La evolución de los principales agregados macroeconómicos**

La guerra comportará consecuencias adversas para todos los componentes de la demanda agregada. Dentro de la demanda nacional privada, el dinamismo del consumo privado se verá moderado, a corto plazo, por el aumento de la incertidumbre, por las renovadas alteraciones en las cadenas de aprovisionamiento y, sobre todo, por la merma de poder adquisitivo como consecuencia del aumento de la inflación. En particular, se resentirá la capacidad de compra de los hogares de menores ingresos, para los cuales el gasto en bienes energéticos representa una proporción más elevada dentro del total. Además, las tasas de ahorro de estos hogares suelen ser comparativamente más reducidas y la proporción de quienes han podido acumular ahorro

10 De modo más detallado, las medidas aprobadas que tienen un impacto directo sobre la inflación incluyen: i) una bonificación extraordinaria y temporal de 0,20 euros por litro en el precio de venta al público de los carburantes —que estará vigente entre el 1 de abril y el 30 de junio de 2022—; ii) una reducción de un 36 % de los cargos del sistema eléctrico que afectan a la factura de la electricidad —hasta el 31 de diciembre de 2022—; iii) la prórroga hasta el 30 de junio de 2022 de la suspensión del impuesto sobre el valor de la producción energética y de los tipos reducidos del IVA de la factura eléctrica (hasta el 10 %) y del impuesto especial sobre la electricidad (hasta el 0,5 %); iv) la prórroga en las revisiones del precio de la tarifa de último recurso de gas natural correspondientes al 1 de abril de 2022 y al 1 de julio de 2022 de la contención del incremento máximo del 15 % del coste de la materia prima imputado en esta tarifa, y (v) la limitación extraordinaria, desde el 1 de abril hasta el 30 de junio, de la actualización anual de la renta de los contratos de arrendamiento de vivienda —en un máximo del 2 %—.

11 La propuesta consiste en un sistema de doble subasta. La primera subasta funcionaría como hasta ahora, de forma que las ofertas y los precios ofrecidos en la interconexión con Francia no se verían afectados y se evitaría distorsionar el mercado único europeo de electricidad. La segunda subasta se realizaría internamente para el mercado ibérico. En ella, el precio al que podrían ofertar las centrales que utilizan combustibles fósiles estaría limitado a un precio del gas de 30 €/MWh hasta diciembre de 2022.

12 Adicionalmente, en comparación con las proyecciones de diciembre, los desarrollos más recientes en relación con los dos primeros factores detraerían 0,7 pp y 0,3 pp, respectivamente, a la tasa media de crecimiento del PIB en 2023.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

extraordinario durante la pandemia es más limitada, por lo que disponen de menor margen para amortiguar el efecto del aumento de la factura energética sin ajustar a la baja su consumo de otros bienes y servicios.

A lo largo del año, la reversión paulatina de esos factores moderadores del gasto de los hogares permitirá un fortalecimiento del consumo privado, alentado por la recuperación sostenida del mercado de trabajo y por unas condiciones financieras que, aunque algo menos favorables de lo anticipado hace unos meses, seguirán siendo relativamente holgadas. En términos medios anuales, el crecimiento del consumo se situaría en el 4,5 %, el 3,9 % y el 2,4 %, respectivamente, en 2022, 2023 y 2024 (véase cuadro 2). En todo caso, la incertidumbre acerca del grado de dinamismo de este

agregado a corto plazo es elevada, porque no es fácil anticipar la evolución de la tasa de ahorro en un contexto de gran incertidumbre y alta inflación, como el actual. Por un lado, si los hogares perciben que la persistencia del repunte de los precios será relativamente limitada, tenderán a responder al encarecimiento de su cesta de bienes y de servicios ajustando temporalmente a la baja su ahorro en lugar de su consumo (medido en términos reales). Pero, por otro lado, el aumento de la incertidumbre tenderá a favorecer un mayor ahorro por motivo precautorio y a desincentivar el recurso a la bolsa de ahorro extraordinario acumulada durante la pandemia, con un impacto adverso sobre el consumo. En la última sección de este recuadro se evalúan los efectos macroeconómicos de una actitud menos precavida de los hogares ante sus decisiones de gasto.

**Cuadro 2**  
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

	2021	Proyecciones de abril de 2022			Proyecciones de diciembre de 2021		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB	5,1	4,5	2,9	2,5	5,4	3,9	1,8
Consumo privado	4,6	4,5	3,9	2,4	5,1	5,2	2,2
Consumo público	3,1	-0,3	0,8	1,2	-0,2	0,7	1,5
Formación bruta de capital fijo	4,3	4,5	2,1	2,5	7,8	3,7	2,1
Exportación de bienes y de servicios	14,7	12,0	3,8	3,7	9,1	4,6	3,1
Importación de bienes y de servicios	13,9	9,0	3,3	2,9	6,5	4,8	3,7
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	4,6	3,3	2,7	2,1	4,4	3,9	1,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,5	1,2	0,2	0,4	1,0	0,0	-0,1
PIB nominal	7,4	9,1	4,8	4,3	8,1	5,6	3,6
Deflactor del PIB	2,2	4,4	1,9	1,7	2,5	1,7	1,7
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	3,0	7,5	2,0	1,6	3,7	1,2	1,5
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,6	2,8	1,8	1,7	1,8	1,4	1,6
Empleo (horas)	7,0	1,9	2,0	1,6	3,8	2,8	1,3
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	14,8	13,5	13,2	12,8	14,2	12,9	12,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,9	2,7	3,3	3,2	2,9	2,7	2,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-6,9	-5,0	-5,2	-4,7	-4,8	-4,0	-3,4
Deuda de las AAPP (% del PIB)	118,4	112,6	112,8	113,5	115,7	113,7	113,5

**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.  
**NOTA:** Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2021.

**a** Fecha de cierre de las proyecciones: 31 de marzo de 2022.

El avance de la inversión en vivienda se verá frenado, probablemente, a corto plazo por el repunte de los costes y la menor disponibilidad de ciertos materiales de construcción, rasgos que la guerra ha intensificado, y por la relativa escasez de mano de obra para determinadas tareas (lo que a su vez guarda una cierta relación con la atonía de los flujos migratorios)<sup>13</sup>. En el transcurso del horizonte de proyección, el dinamismo de este agregado se verá crecientemente favorecido por la esperada evolución positiva del mercado de trabajo, que refuerza las expectativas de renta futura de los hogares, por las condiciones de financiación relativamente favorables y por el despliegue de los fondos asociados al programa NGEU, dado que el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) asigna a la rehabilitación de viviendas una proporción significativa de las transferencias recibidas del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia europeo.

La inversión de las sociedades no financieras acusará a corto plazo el repunte de la incertidumbre derivado de la guerra, el impacto adverso del aumento de costes de producción sobre los márgenes empresariales y la persistencia de las alteraciones en las cadenas de suministro. La incidencia del encarecimiento de la energía puede ser especialmente acusada en las ramas más intensivas en su uso (como la metalurgia, la siderurgia, el transporte y las industrias químicas y extractivas). En todo caso, estimaciones propias apuntan a que, bajo el supuesto de que el aumento del coste de la energía tendrá un carácter transitorio, el incremento de la proporción de empresas con dificultades para cubrir ese encarecimiento sería modesto, si bien crecerá algo más precisamente en las ramas más intensivas en consumo eléctrico y en algunos otros consumos intermedios cuyo encarecimiento ha sido más elevado. Una vez superada la fase más aguda del conflicto bélico, se espera que la inversión vuelva a presentar ritmos de avance positivos, al compás de la recuperación paulatina de la confianza, la relajación de las tensiones inflacionistas, la disminución de los cuellos de botella, el aumento del grado de utilización de la capacidad instalada (que supera ya los niveles previos a la crisis sanitaria en diversas ramas manufactureras), el impulso

proporcionado por los proyectos asociados al programa NGEU y las necesidades de acometer procesos de digitalización, acrecentadas a raíz de la pandemia.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales con el resto del mundo, el avance de las exportaciones de bienes tenderá a moderarse en los próximos meses, debido al menor crecimiento de los mercados exteriores y a la intensificación de las alteraciones en las cadenas globales de suministros, que se están traduciendo en aplazamientos de las entregas de pedidos. Posteriormente, el alivio de las dificultades actuales permitirá que el comercio mundial recobre un mayor dinamismo, lo que se verá reflejado en una evolución más expansiva de las ventas de bienes al resto del mundo. Por su parte, los flujos de llegadas de turistas pueden verse afectados también, a corto plazo, por las incertidumbres vinculadas a la guerra. No obstante, la mejora de la situación epidemiológica debería permitir una prolongación de la senda de recuperación observada en los últimos trimestres, lo que posibilitaría que, a comienzos de 2024, se recuperaran los niveles prepandemia. El ritmo de avance de las importaciones de bienes y de servicios también se resentirá en los próximos meses, como reflejo del impacto negativo de la guerra sobre la actividad y sobre las disrupciones en las cadenas de suministro. Posteriormente, se espera que las compras al resto del mundo mantengan una senda creciente, en línea con el avance de la demanda final.

La trayectoria ascendente de las horas trabajadas y del número de ocupados se prolongará a lo largo del horizonte de proyección, aunque en el bienio 2022-2023 su avance será menos intenso que el proyectado en diciembre. En consonancia con la recuperación del empleo, la tasa de paro seguirá descendiendo, hasta situarse en el 12,8% en 2024<sup>14</sup>.

La guerra constituye una fuente de presión adicional sobre las cuentas públicas. En 2021, el cierre presupuestario ha sido más favorable de lo que anticipaban las proyecciones de diciembre. No obstante, el déficit público en proporción del PIB es revisado al alza a lo largo del horizonte de proyección como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de

13 Los elevados costes eléctricos han conducido a paradas puntuales de la producción en las industrias siderúrgica y cementera, cuya hipotética persistencia podría dar lugar a dificultades de abastecimiento de materiales en la construcción. Por otro lado, para una discusión de los efectos recientes de la reducción de los flujos netos migratorios sobre el mercado de trabajo, véase el recuadro 5, «Flujos migratorios en España durante la crisis del COVID-19 y su incidencia sobre la oferta laboral», de este Informe.

14 La evolución menos expansiva del empleo proyectada ahora en comparación con el ejercicio de diciembre es compatible con una revisión a la baja de la previsión de la tasa de paro en 2022. La razón es el punto de origen más favorable sobre el que se anclan las previsiones tras la publicación de los datos del cuarto trimestre de 2021, lo que a su vez se explica por el escaso dinamismo de la población activa en ese período.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

la actividad económica, de las medidas adoptadas a corto plazo para mitigar el impacto de la guerra y de la actualización de determinadas partidas de gasto con una senda de inflación más elevada (véase anejo 1). En consecuencia, en ausencia de medidas de corrección, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) seguirá siendo muy elevado en 2024, del 4,7 % del PIB, más de 1 pp por encima de lo que se proyectaba el pasado diciembre. Como resultado de las trayectorias proyectadas para el saldo de las AAPP y para el PIB nominal, la ratio de endeudamiento público presentaría un modesto descenso, de forma que en 2024 se situaría en el 113,5 % del PIB, 6,5 pp por debajo de la cota máxima alcanzada en 2020 y 18 pp por encima del nivel de finales de 2019.

**Precios y costes**

La agresión a Ucrania ha exacerbado las tensiones inflacionistas que se fueron acumulando a lo largo de 2021. Entre diciembre de 2020 y febrero de 2022, el aumento interanual de los precios de consumo pasó del -0,6 % al 7,6 %, con sorpresas al alza recurrentes a partir del verano del pasado año. Este fuerte repunte de la inflación responde a tres causas principales. La primera de ellas es la recuperación de la actividad. La fuerte

caída de la demanda en 2020 causó una notable desaceleración de los precios de muchos productos. La normalización posterior de esos precios se tradujo en efectos base de magnitud significativa a partir de la primavera de 2021 (véanse las barras rojas del gráfico 7). En segundo lugar, las alteraciones en las cadenas globales de producción, unidas al encarecimiento del transporte marítimo mundial y al incremento de la demanda de determinados bienes (en particular, electrónicos), han provocado un encarecimiento de numerosas materias primas y bienes intermedios, que se ha trasladado parcialmente a los precios de los bienes finales. Un tercer factor que ha desempeñado un papel muy relevante en la evolución reciente de la inflación ha sido el encarecimiento de la energía, particularmente de la electricidad, explicado a su vez, sobre todo, por el acusado repunte de los precios del gas natural en los mercados europeos.

Por el momento, las empresas habrían repercutido solamente una parte limitada de sus aumentos de costes a los precios de venta de sus productos, como apunta la edición más reciente de la EBAE, referida al primer trimestre de 2022<sup>15</sup>. Y los crecimientos salariales han seguido siendo moderados.

Gráfico 7  
EFECTOS BASE E IMPLICACIONES MECÁNICAS SOBRE LA TASA DE INFLACIÓN

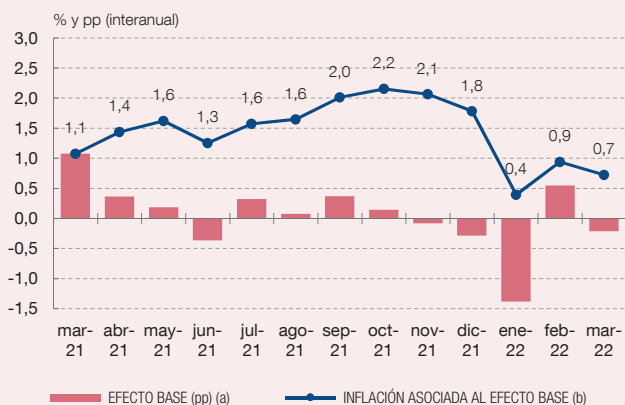
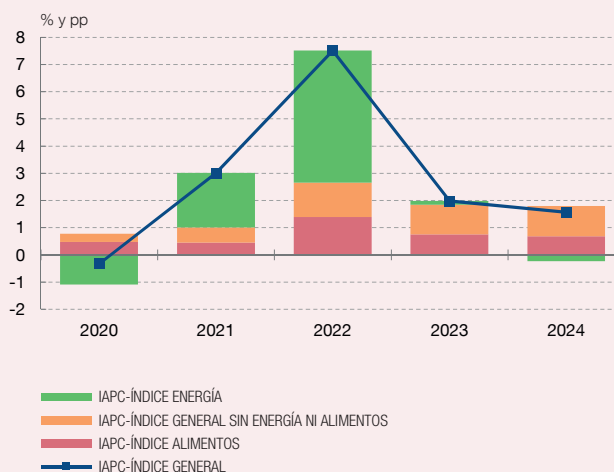


Gráfico 8  
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Calculado como la desviación de las tasas intermensuales en t-12 respecto a las medias del período (enero de 2012-febrero de 2020), cambiadas de signo.
- b Inflación mecánica obtenida acumulando los efectos base sobre los meses siguientes.

15 En concreto, aunque el 81,6 % de las empresas encuestadas experimentaron en ese período un incremento del coste de sus consumos intermedios, solamente el 41,2 % de ellas aumentaron el precio de venta de sus productos. Véase M. Izquierdo (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.

La prolongación del período de aumentos de los precios de las materias primas, energéticas y no energéticas, a ritmos cada vez más elevados habría motivado la incorporación a las proyecciones de un mayor grado de persistencia del episodio inflacionista incluso en ausencia del estallido bélico. Pero, además, la guerra ha conducido a un encarecimiento adicional de las materias primas, en un entorno de elevada volatilidad, que se ha reflejado en un fuerte repunte de la inflación, que, según el IAPC, en marzo alcanzó el 9,8%. De acuerdo con las sendas de los mercados de futuros, los precios del petróleo y del gas se mantendrán a lo largo del primer semestre en registros muy superiores a los de hace tres meses.

En consecuencia, estas proyecciones incorporan una transmisión algo más pronunciada de los aumentos de costes intermedios a los precios finales. No obstante, esa traslación sigue siendo moderada, en línea con la información de la EBAE. En este mismo sentido, se mantiene el supuesto de que la traslación del repunte de la inflación de precios a los crecimientos salariales es reducida. Con los datos disponibles hasta febrero, los convenios colectivos revelan una leve aceleración en los salarios pactados para 2022, aunque todavía reflejan, mayoritariamente, el resultado de negociaciones llevadas a cabo en un entorno de menor inflación<sup>16</sup>. En concreto, el alza pactada para 2022 en los convenios colectivos registrados hasta el mes de febrero ha sido del 2,3%. En un futuro, el supuesto de traslación limitada del repunte inflacionista a los crecimientos salariales se sustenta en tres argumentos: las expectativas de crecimiento de los precios a medio plazo de alrededor del 2%, el carácter plurianual de la negociación colectiva (de modo que, en una primera aproximación, la evolución de la inflación en un año en concreto tiene la capacidad de influir sobre los incrementos salariales de solamente en torno a un tercio de los convenios) y la reducida prevalencia de las cláusulas de salvaguarda. No obstante, el peso de estas últimas está aumentando recientemente, lo que, junto con la posibilidad de que, en un contexto de tasas de inflación elevadas, las demandas salariales incorporen expectativas de mayor inflación, subraya el riesgo de aparición de los fenómenos de realimentación entre precios y salarios conocidos como «efectos de segunda vuelta». La prolongación del episodio inflacionista también aumenta la probabilidad de que las empresas trasladen los costes de los consumos intermedios a los precios finales en mayor medida respecto a lo observado hasta ahora.

Con estos ingredientes, la inflación se mantendría en cotas muy elevadas hasta el tercer trimestre de 2022, pero comenzaría a descender con posterioridad, cuando empiecen a corregirse los factores que han alimentado el repunte reciente. En particular, las cotizaciones de las materias primas energéticas en los mercados de futuros describen una trayectoria descendente, de tal modo que la reducción gradual de los precios del petróleo y del gas, según estos mercados, los situaría hacia comienzos de 2023 en niveles solo algo superiores a los del inicio de 2022. Con ello, el componente energético se desaceleraría desde el 46,2% en el primer trimestre de 2022 hasta el 9,1% en el primer trimestre de 2023 (y alcanzaría tasas negativas desde la segunda mitad de ese año). En el conjunto de 2022, la inflación se situaría, en promedio, en el 7,5% (véase gráfico 8). La tasa anual se reduciría hasta alrededor del 2% en 2023, cuando el componente energético pasaría a tener una contribución negativa al avance de los precios. A partir de finales de 2023, el crecimiento del IAPC presentaría una tendencia levemente ascendente, reflejo en gran medida de la evolución de los componentes no energéticos, y, en promedio, alcanzaría el 1,6% en 2024. Por lo que respecta a la inflación subyacente, sus cotas máximas se alcanzarían unos meses más tarde que en el caso del índice general. En concreto, este indicador no comenzaría a descender hasta finales de 2022, una vez que se corrijan las presiones al alza sobre los costes de las empresas asociadas a los precios energéticos y a los cuellos de botella, de forma que en el conjunto del año repuntará, en promedio, hasta el 2,8%. Con posterioridad, la reducción paulatina del grado de holgura cíclica daría lugar a un aumento sostenido, aunque moderado, de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos, de forma que la tasa de inflación subyacente se situará, en promedio, en el 1,8% en 2023 y en el 1,7% en 2024.

En comparación con las proyecciones de diciembre, la revisión al alza de las proyecciones de inflación para 2022 tiene una magnitud sustancial, que responde, sobre todo, al punto de origen más elevado como consecuencia de las sorpresas recientes, particularmente en el componente energético. En concreto, este componente se revisa al alza en 22,7 pp este año. No obstante, las proyecciones actuales incluyen también la expectativa de que los precios de los bienes industriales no energéticos muestren mayores presiones inflacionistas en los próximos meses,

16 Véase el recuadro 6, «Un primer análisis acerca del impacto de la inflación sobre la negociación colectiva en 2022», de este Informe.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

debido a la mayor intensidad y persistencia de los aumentos de costes. También se revisa al alza, aunque con mucha menor intensidad, la tasa de inflación en 2023. La inflación subyacente presenta revisiones en la misma dirección, pero de una magnitud muy inferior.

**Las fuentes de incertidumbre en torno al escenario central**

En conjunto, dado que en el escenario anterior se ha supuesto una persistencia limitada de los efectos de la crisis de Ucrania, los riesgos al escenario central de las proyecciones están orientados a la baja en el caso de la actividad y al alza en el caso de la inflación. El origen fundamental de esta valoración son los desarrollos en torno a la agresión a Ucrania. En efecto, la complejidad de las repercusiones de la guerra y las incertidumbres que rodean el propio desarrollo de esta dificultan la elaboración de proyecciones macroeconómicas. Una forma de ilustrar estas dificultades para valorar las perspectivas de la economía española es la realización de diversos análisis de sensibilidad que permitan evaluar las implicaciones de la materialización de distintos riesgos.

En concreto, se han considerado tres posibles fuentes de riesgos adversos desde el lado de la oferta (que conllevarían menor crecimiento del producto, pero mayor inflación) y una favorable, con características de perturbación positiva de demanda (que impulsaría la actividad, aunque lo haría a expensas de un mayor crecimiento de los precios de consumo). Los tres primeros riesgos son, en concreto, 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 Unión Europea (UE) y la hipotética emergencia de efectos de segunda vuelta del aumento de los precios de la energía. El cuarto riesgo es una mayor demanda de los hogares asociada a una reducción más rápida del exceso de ahorro acumulado durante la pandemia.

Se ha hecho uso de las herramientas analíticas disponibles en el Banco de España para valorar el impacto de estos cuatro elementos de riesgo, en forma de desviaciones frente al escenario central, sobre

variables clave de las proyecciones, como el PIB, la inflación o el empleo. En concreto, se utiliza el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)<sup>17</sup> para todos los ejercicios, salvo el que considera un corte en los suministros procedentes de Rusia, para el que se utiliza un modelo sectorial multipaís<sup>18</sup>.

El primero de los ejercicios de sensibilidad llevados a cabo parte del supuesto de que llegaran a producirse incrementos más importantes y persistentes de los precios de las materias primas energéticas. En concreto, se asume que el precio de la energía se situaría a corto plazo en el nivel más alto alcanzado desde el inicio de la guerra (observado a mediados del pasado mes de marzo) y se mantendría en ese nivel a lo largo de todo el horizonte de proyección. Bajo este supuesto, 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 9).

En el segundo ejercicio, una escalada de la guerra que, hipotéticamente, desencadenara el cierre de los flujos comerciales entre Rusia y la UE conllevaría la interrupción del suministro de productos energéticos y, por tanto, la necesidad de recurrir a proveedores alternativos para satisfacer la demanda. La capacidad de los países de la UE de sustituir esos insumos energéticos procedentes de Rusia es limitada y costosa a corto plazo, lo que daría lugar a efectos potencialmente severos sobre el PIB y la inflación, también en España, a pesar de su menor dependencia de esas importaciones. En concreto, en función de cuál fuera ese grado de sustituibilidad de la energía procedente de Rusia, el cierre del comercio entre este país y la UE podría llevar a un nivel del PIB español que sería entre 0,6 pp y 1,3 pp inferior al que se daría en ausencia de semejantes cortes de suministro, mientras que el nivel de precios de consumo sería entre 1 pp y 1,5 pp mayor (véase gráfico 10). En todo caso, estos efectos serían significativamente más reducidos que los que tendrían lugar en otras economías europeas más dependientes del gas ruso<sup>19</sup>.

El tercer ejercicio realizado ilustra en qué medida los efectos a medio plazo del aumento del precio de la

17 Véase A. Arencibia Pareja, S. Hurtado, M. de Luis López y E. Ortega (2017), *New Version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1709, Banco de España.

18 Véase D. Baqaee y E. Fahrenberg (2022), *Networks, Barriers, and Trade*, Documento de Trabajo NBER, n.º 26108.

19 Véase J. Quintana (2022), «Consecuencias económicas del cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.

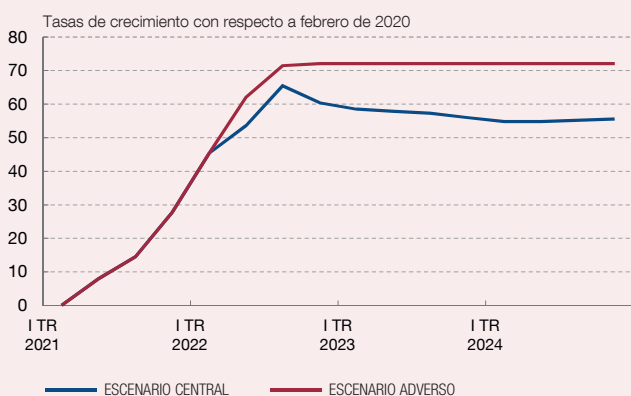
**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

energía sobre la economía española dependen de su grado de traslación al resto de los precios y salarios. En las proyecciones presentadas en este recuadro, el encarecimiento de la energía se refleja con retraso y de forma parcial en los salarios, mientras que el resto de los precios, representados por la inflación subyacente, responden de manera muy limitada ante esta perturbación. El MTBE permite simular el impacto sobre la actividad y el

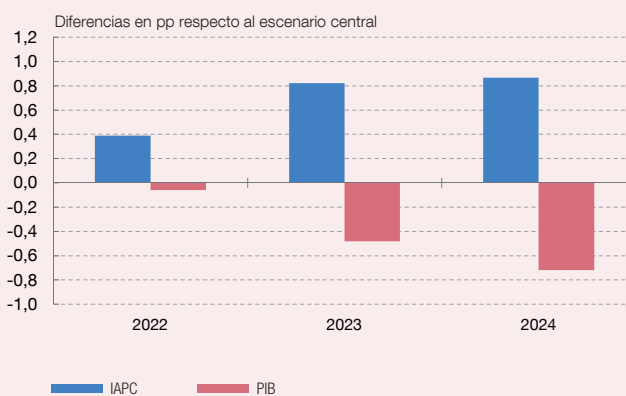
empleo de una reacción del resto de los precios nacionales y de los salarios privados superior, en línea con el efecto directo del aumento del precio de la energía sobre el nivel general de precios. El impacto negativo acumulado sobre la actividad y el empleo, en diferencias respecto a las proyecciones actuales, podría ser de aproximadamente 1,5 pp en 2024 (véase gráfico 11)<sup>20</sup>. Estas consecuencias adversas están asociadas a la pérdida de competitividad

Gráfico 9  
¿Y SI LOS ELEVADOS PRECIOS DE LA ENERGÍA SON MÁS PERSISTENTES?

1 SHOCK DEL PRECIO DE LA ENERGÍA



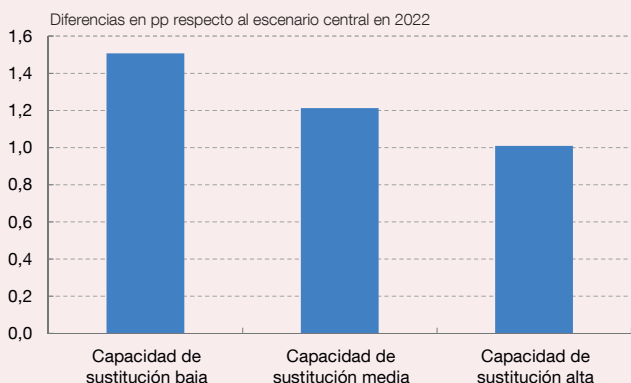
2 IAPC Y PIB



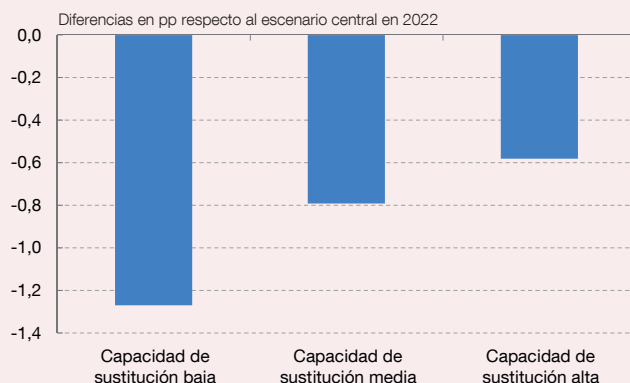
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Gráfico 10  
¿Y SI SE CIERRA EL COMERCIO CON RUSIA?

1 IAPC



2 PIB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

20 Nótese que la reacción salarial para evitar la pérdida de poder adquisitivo no evita una reducción en la renta disponible real de los hogares, debido a que se amplía la caída del empleo, y se genera un aumento adicional de la inflación.



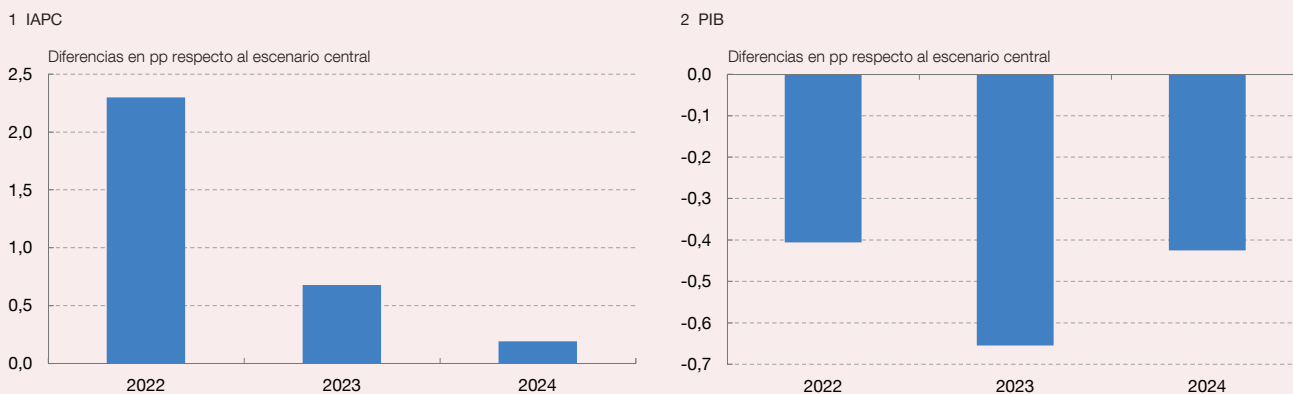
**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

exterior resultante, que reduce las exportaciones y la inversión productiva privada.

El cuarto ejercicio de sensibilidad realizado considera la posibilidad de que los hogares recurran en mayor medida a la bolsa de ahorro extraordinario generada durante la pandemia, cuya magnitud estimada a finales de 2021 se situaba en el entorno de los 85 mm de euros. En concreto, se asume que en este escenario alternativo se utilizan dos terceras partes de esa bolsa (el doble que en el escenario central). El aumento del consumo resultante generaría un incremento de los niveles de PIB y de empleo de cuatro décimas en 2022 y de otras dos décimas adicionales entre 2023 y 2024 (véase gráfico 12).

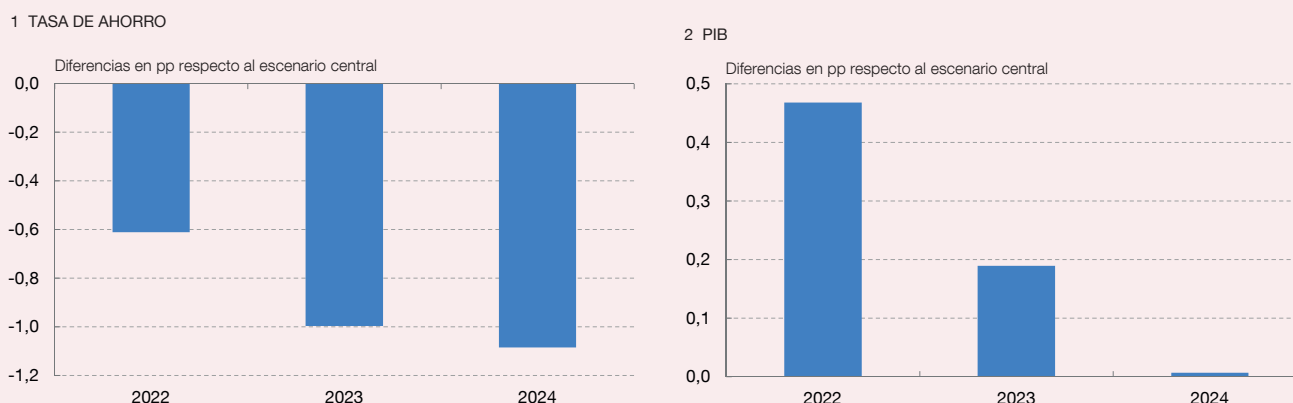
Los elementos de riesgo considerados no son mutuamente excluyentes, de modo que cabe la posibilidad de que dos o más de ellos se materialicen de forma simultánea (y con distinto grado de gravedad del considerado). En todo caso, en tal eventualidad, la complejidad de las interrelaciones entre el producto, el empleo y la inflación hace que el impacto agregado de estas perturbaciones no sea la mera suma de los efectos individuales. Por último, como se ha señalado, la situación actual se caracteriza por la predominancia de riesgos a la baja para la actividad y al alza para la inflación. Por este motivo, no se puede descartar, en principio, que un agravamiento de las consecuencias macroeconómicas de la guerra pueda conducir eventualmente a caídas transitorias de la actividad.

Gráfico 11  
¿Y SI SE PRODUCEN EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA IMPORTANTES?



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Gráfico 12  
¿Y SI EL CONSUMO DE LOS HOGARES MUESTRA UN MAYOR DINAMISMO?



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

## ANEJO 1

## Supuestos que subyacen a las proyecciones

La construcción de las proyecciones se sustenta sobre determinados supuestos acerca de la trayectoria de un conjunto de variables referidas a los mercados exteriores de bienes y de servicios de la economía española, los precios en los mercados financieros y de materias primas, y la política fiscal. Las hipótesis referidas a los mercados de exportación y a los precios de los competidores en moneda local se han tomado de las proyecciones macroeconómicas del BCE para el área del euro de marzo de 2022. Dado el deterioro registrado en las perspectivas económicas desde la fecha de cierre de dicho ejercicio, se ha optado por tomar como referencia el escenario adverso contenido en dichas proyecciones, que recoge, en particular, una notable revisión a la baja en el crecimiento proyectado del PIB del área del euro en 2022 con respecto a diciembre (1,7 pp en 2022, como se observa en el cuadro A.1), en línea con las previsiones de demanda global publicadas por otros organismos.

Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios del petróleo y otras materias primas están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre de cada ejercicio de proyecciones (que, en este caso, es el 31 de marzo). En el caso concreto de los tipos de cambio, se adopta la cotización en el mercado de contado, mientras que, para el resto de las variables enunciadas, se toman en consideración los valores observados en los mercados de futuros para cada momento del horizonte de proyección.

Por lo que respecta al precio del petróleo, el marcado incremento que han presentado en la parte transcurrida de 2022, revertiría parcialmente a partir de mediados de año. De este modo, en términos de los promedios anuales, tras aumentar un 47,4 % en 2022, hasta situarse en 104,8 dólares por barril, el precio del crudo se reduciría posteriormente hasta alcanzar los 91,4 y 83,6 dólares por barril, respectivamente, en 2023 y 2024. En cuanto al precio de la electricidad, las hipótesis formuladas han tomado en consideración las cotizaciones en los mercados mayoristas de futuros para los próximos doce meses, hasta marzo de 2023. Sin embargo, más allá de ese horizonte, la información sobre los precios negociados en estos mercados es más escasa, por lo que, como ya se hiciera en septiembre y diciembre, se ha optado por realizar un supuesto, relativamente neutral, que contempla aumentos de precios

intermensuales iguales al promedio observado en los años anteriores al inicio de la pandemia. Como puede observarse en el cuadro A.1, los supuestos actuales comportan una cierta revisión al alza de la senda de crecimiento del precio de la electricidad.

Los tipos de interés negociados en los mercados de futuros se han revisado sustancialmente al alza desde el anterior ejercicio de previsión. El euríbor a tres meses se elevaría progresivamente a lo largo del horizonte de proyección, hasta alcanzar el 1,2 % en 2024, 1,7 pp por encima de los registros de 2021 y 1,2 pp por encima de lo anticipado en diciembre para ese período. Los supuestos relativos a la rentabilidad de la deuda soberana a diez años también han reflejado un tensionamiento desde el inicio de la guerra en Ucrania. De media, la rentabilidad de la deuda soberana a diez años se situaría en 2022 en el 1,4 %, 0,7 pp más de lo anticipado en diciembre, y aumentaría hasta el 1,7 % y el 1,9 %, respectivamente, en 2023 y 2024. Por otra parte, se proyecta un tipo de cambio algo más depreciado que en diciembre. En concreto, el nivel del tipo de cambio efectivo nominal del euro a lo largo del horizonte de proyección estaría depreciado en un 1,2 % con respecto a lo observado, en promedio, en 2021. El tipo de cambio del euro frente al dólar se ha depreciado en una magnitud algo superior (un 2,1 %).

La evolución de la confianza de los agentes y el repunte en los niveles de incertidumbre se capturan a través de dos indicadores. El primero, desarrollado por el Banco de España y denominado «DENSI» (*Daily Economic News Sentiment Indicator*), trata de medir la evolución del sentimiento económico en España (véase gráfico 3 de este recuadro), mientras que el segundo, llamado «EPU» (*Economic Policy Uncertainty*), recoge la incertidumbre vinculada a la senda de las políticas económicas. En ambos casos, la información de base para su elaboración son las noticias publicadas en prensa. De cara al futuro, se proyecta una senda para estos indicadores acorde con la evolución mostrada en otros episodios de crisis, de forma que ambos presentarían una mejoría gradual una vez superada la fase más aguda de la guerra.

El impacto de la guerra sobre las disrupciones en los procesos productivos se aproxima utilizando un marco analítico basado en las tablas *input-output* globales. Este enfoque permite explorar las consecuencias de perturbaciones en los flujos de comercio mundial como las observadas a raíz de la guerra sobre un conjunto muy granular de sectores, identificando tanto sus impactos

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

directos como los indirectos —esto es, los «efectos arrastre» entre sectores—, ya sean nacionales o internacionales. Esto es necesario, dado que, en un contexto de elevadas interconexiones económicas a escala global, evaluar el impacto sobre los sectores nacionales de la perturbación que supone la guerra requiere incorporar explícitamente en el análisis la forma en que dichas perturbaciones afectan a las dinámicas de actividad en nuestros principales socios comerciales, cuyas importaciones procedentes de Rusia suponen, en algunos casos, un peso significativo dentro del total.

En el ámbito de la política fiscal, las principales novedades con respecto a diciembre son el cierre más favorable de lo esperado de las cuentas públicas en 2021 y el paquete de

medidas aprobado por el Gobierno, el pasado 29 de marzo, para hacer frente a las consecuencias de la invasión de Ucrania<sup>21</sup>. En la evolución más positiva de las finanzas públicas del año pasado influyeron tanto un menor volumen de gasto relacionado con el COVID-19 como una ejecución más positiva de los ingresos durante los meses finales del año. Así, los 7 mm de euros incorporados en el Real Decreto-Ley 5/2021, de 12 de marzo, para financiar ayudas directas a las empresas en 2021 finalmente no se consumieron en su totalidad<sup>22</sup>. Por su parte, el elevado dinamismo de los ingresos impositivos (incluyendo cotizaciones sociales) supuso un aumento de su ratio sobre PIB de 1,6 pp, con respecto a 2020 y de 3,7 pp con respecto a 2019. Se asume que buena parte de ese incremento excepcional revertirá en los años 2022-2024.

Cuadro A.1  
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2021	Proyecciones de abril de 2022			Diferencia entre las previsiones actuales y las de diciembre de 2021 (b)		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Crecimiento del PIB de la UEM (c)	5,4	2,5	2,7	2,1	-1,7	-0,2	0,5
PVPC componente energía en €/MWh (nivel) (d)	180,5	309,7	283,9	307,7	8,4	-0,3	9,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	104,8	91,4	83,6	27,3	19,1	14,3
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,11	1,10	1,10	-0,02	-0,03	-0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (e) (nivel 2000 = 100)	120,7	115,3	115,0	115,0	-1,4	-1,7	-1,7
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (f)	-0,5	-0,2	0,9	1,2	0,2	1,1	1,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años) (f)	0,3	1,4	1,7	1,9	0,7	0,9	0,8

**FUENTES:** Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 31 de marzo de 2022. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para el PIB de la UEM, en nivel para el precio de la electricidad, el petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Obtenido de las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022](#).
- d Precio voluntario para el pequeño consumidor de la energía eléctrica.
- e Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- f Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

<sup>21</sup> Véase [Real Decreto-ley 6/2022](#).

<sup>22</sup> Tampoco se hizo uso de los 3 mm de euros previstos para reestructuración de deudas, aunque en este caso las empresas tienen hasta junio de 2023 para solicitar estas ayudas.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

El nuevo paquete aprobado incluye diversas medidas para contener el impacto del aumento de los costes energéticos sobre los consumidores y las empresas, ayudar a los sectores más afectados por este incremento y a las familias más vulnerables, así como asignar los recursos necesarios para la acogida de refugiados, con un coste total para las AAPP estimado por el Gobierno en 6 mm de euros<sup>23</sup>. La vigencia de estas medidas es temporal, entre los meses de abril y junio, afectando por tanto solo a la previsión del saldo de las AAPP en el año en curso. No obstante, queda abierta la posibilidad de su extensión en caso de que las tensiones en los mercados

energéticos persistan, lo que constituye un riesgo con respecto a las previsiones actuales.

Por su parte, el supuesto acerca del volumen de gasto financiado con los fondos del programa NGEU ha sido revisado ligeramente a la baja, como consecuencia de que el ritmo de ejecución en 2021 haya sido algo inferior al esperado inicialmente. Para 2022 se prevé un incremento considerable de estos gastos, sobre la base de los anuncios del Gobierno y la información acerca de convocatorias contenida en la página de Internet del PRTR. En 2023 se produciría un aumento

Esquema A.1  
SÍNTESIS DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2022-2024

	2022	2023	2024	PRINCIPALES MOTIVOS PARA LA REVISIÓN (respecto a las previsiones de diciembre)
PIB	<p><b>4,5 %</b></p> <p>↓ 0,9 pp</p>	<p><b>2,9 %</b></p> <p>↓ 1,0 pp</p>	<p><b>2,5 %</b></p> <p>↑ 0,7 pp</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sorpresa al alza en los datos de crecimiento económico de 2021</li> <li>• Impacto adverso del conflicto bélico en Ucrania a través de tres canales principales:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Canal de materias primas: fuerte repunte de los precios de la energía; tasas de inflación más elevadas y posiblemente más persistentes</li> <li>– Canal comercial: sanciones a Rusia; agravamiento de algunos cuellos de botella; deterioro de las perspectivas de crecimiento global</li> <li>– Canal de confianza: aumento de la incertidumbre, que lastra las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas</li> </ul> </li> </ul>
Inflación	<p><b>7,5 %</b></p> <p>↑ 3,8 pp</p>	<p><b>2,0 %</b></p> <p>↑ 0,8 pp</p>	<p><b>1,6 %</b></p> <p>= 0,0 pp</p>	<p><b>PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Duración e intensidad del conflicto bélico en Ucrania</li> <li>– Evolución de los precios de la energía y de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor</li> <li>– Intensidad de los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación</li> <li>– Evolución del consumo de los hogares y recurso a la bolsa de ahorro que han acumulado en los últimos años</li> <li>– Evolución de las condiciones financieras en un contexto de normalización de la política monetaria a escala global</li> <li>– Ejecución e impacto macroeconómico de los fondos europeos</li> <li>– Evolución de la pandemia</li> </ul>

FUENTE: Banco de España.

23 Se incluyen además 10 mm de euros para garantizar préstamos a las empresas afectadas.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

adicional. Este gasto afecta principalmente a la inversión pública y a las ayudas concedidas para la inversión de otros sectores, y, en menor medida, al consumo público y a las prestaciones sociales. El impacto positivo estimado sobre la tasa de crecimiento del PIB en 2022 sería de 1,4 pp, ligeramente inferior al anticipado en diciembre.

Adicionalmente, para el año en curso se incluyen las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas AAPP, como las subidas de sueldo de los funcionarios y de las pensiones y otras prestaciones sociales. En el resto de los años, y para las variables no mencionadas, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. Así, las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —como, por ejemplo, las compras y las transferencias en especie— evolucionarían en línea con los precios y el crecimiento potencial de la economía española. Los ingresos públicos crecerían según sus bases impositivas, que dependen principalmente del

contexto macroeconómico, si bien se incorpora, como ya se ha señalado, una corrección del aumento excepcional de la ratio de ingresos sobre PIB de 2021. El gasto en pensiones de 2023 y 2024 viene determinado por las tendencias demográficas y por la indiciación de su importe con el IPC<sup>24</sup>, las prestaciones por desempleo dependen esencialmente de la evolución del paro y los pagos por intereses reflejan los movimientos en el endeudamiento público y los tipos de interés.

Dados estos supuestos y previsiones relativos a las variables fiscales, y dada la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario neto de los fondos europeos<sup>25</sup>, sería expansivo en 2022 y 2023 (en 1,6 pp y 1,1 pp del PIB, respectivamente), para pasar a ser contractivo en 2024 (-0,7 pp), como consecuencia de la reducción de los gastos financiados con el programa NGEU.

---

24 En concreto, de acuerdo con la Ley 21/2021, de 28 de diciembre, las pensiones se revalorizan cada año con la media de las tasas interanuales de los doce últimos meses hasta noviembre del año precedente.

25 Los fondos europeos procedentes del programa NGEU que se van a recibir suponen un menor déficit estructural, pero no un tono más contractivo de la política fiscal, ya que no son el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes. Por tanto, para medir correctamente el tono de la política fiscal, la variación del saldo estructural primario se debe corregir de este efecto, restándole la variación del saldo neto de recursos procedentes de la UE.

**POSIBLES CANALES DE IMPACTO ECONÓMICO EN LA UEM DEL CONFLICTO BÉLICO EN UCRANIA**

Irma Alonso, Florens Odendahl, Paula Sánchez y Francesca Viani

La invasión de Ucrania por Rusia a finales de febrero, además de provocar una terrible crisis humanitaria, ha supuesto una perturbación considerable sobre la senda de recuperación de la economía europea. En particular, este conflicto puede condicionar el devenir de la economía de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en los próximos trimestres a través de tres canales principales: el canal de materias primas —energéticas y no energéticas—, el canal comercial y el canal de confianza —asociado al incremento de la incertidumbre económica que suele acompañar a los episodios de inestabilidad geopolítica<sup>1</sup>—.

El impacto económico más inmediato del conflicto bélico se ha materializado en los mercados de materias primas, puesto que Rusia y Ucrania —aunque esta en menor medida— se encuentran entre los principales productores y exportadores a nivel mundial de varios de estos insumos, algunos de los cuales son fundamentales en las cadenas globales de suministro. En concreto, los sectores rusos de minería (extracción de gas natural y de petróleo), productos refinados del petróleo y metales básicos aparecen entre los diez sectores más sistémicos a escala global (véase gráfico 1). Además, desde la perspectiva del área del euro, cabe destacar que Rusia es su principal proveedor de gas natural y de petróleo. En efecto, en 2019, un 36 % de todo el gas natural consumido en la UEM provino de Rusia, porcentaje que alcanza el 22 % en el caso del petróleo (véase gráfico 2).

En estos mercados de materias primas, la invasión de Ucrania ha supuesto fuertes repuntes de los precios y de la volatilidad. En particular, entre el 23 de febrero —un día antes del inicio del conflicto— y el 31 de marzo —fecha de cierre de este documento—, los precios del petróleo y del gas natural en el mercado europeo aumentaron un 11 % y un 42 %, respectivamente (véase

gráfico 3)<sup>2</sup>. Para las economías de la UEM, este encarecimiento ha supuesto un considerable deterioro de su poder de compra frente al resto del mundo, lo que podría influir muy negativamente en el grado de dinamismo de su actividad económica. En concreto, de acuerdo con simulaciones realizadas con el modelo NiGEM<sup>3</sup>, un aumento del 10 % en el precio del petróleo durante un año reduciría el PIB de la UEM en torno a un 0,06 % en el año en el que se produce la perturbación y aún tendría un impacto apreciable sobre el nivel de actividad económica un año después —cuando el PIB de la UEM todavía permanecería un 0,04 % por debajo del nivel que hubiera alcanzado si no hubiera tenido lugar la perturbación (véase gráfico 4)<sup>4</sup>—. En el caso de un *shock* de la misma magnitud en el precio del gas, el PIB del área del euro también se resentiría, si bien en menor medida que cuando el incremento se produce en el precio del petróleo, puesto que este insumo tiene un mayor peso que el gas en el *mix* energético de las economías de la UEM. Es importante señalar, no obstante, que la actividad en el área del euro también se vería sensiblemente afectada si, además de estos efectos vía precios, se produjeran cortes en el suministro de alguno de estos insumos provenientes de Rusia —esto es, ajustes vía cantidades—<sup>5</sup>.

Al margen del impacto del conflicto a través de los mercados de materias primas, cabe anticipar que también se produzcan distorsiones en los flujos comerciales del resto de los bienes y servicios. En particular, es previsible que ocurra un fuerte retroceso de la demanda exterior rusa, tanto como consecuencia del impacto directo del conflicto sobre la economía de este país —por ejemplo, a través del aumento de la incertidumbre y del deterioro en las condiciones financieras a nivel interno— como a raíz del amplio abanico de sanciones que muchos países han establecido

- 1 Estos episodios suelen desencadenar también aumentos de la aversión al riesgo global por parte de los inversores. De hecho, durante las últimas semanas se han observado un incremento de la volatilidad en los mercados financieros y un tensionamiento de las condiciones de financiación que también podrían condicionar las perspectivas económicas de la UEM.
- 2 Nótese que el recuadro se centra, por su relevancia, en las materias primas energéticas, aunque los precios de otras materias primas no energéticas, como el níquel, el aluminio y el trigo, han experimentado también incrementos muy acusados. Por otro lado, el mayor aumento del precio del gas natural se debe a la mayor dificultad para conseguir proveedores alternativos, por la escasa penetración del gas natural licuado, frente al petróleo, que es más fácilmente sustituible en los mercados internacionales.
- 3 El modelo NiGEM permite simular el impacto de diversos *shocks* sobre las principales economías a nivel global teniendo en cuenta las interdependencias que existen entre ellas (véase <https://nimodel.niesr.ac.uk/>).
- 4 Estos resultados se encuentran en línea con la evidencia disponible en la literatura. Véase, por ejemplo, L. J. Álvarez, S. Hurtado, I. Sánchez y C. Thomas (2011), «The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation», *Economic Modelling*, vol. 28, pp. 422-431. Asimismo, para un análisis detallado sobre los efectos en precios, véase el recuadro 2, «Un análisis del impacto económico global del reciente encarecimiento de las materias primas energéticas», «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- 5 En este contexto, la Comisión Europea ha propuesto formalmente la reducción de la dependencia energética rusa con carácter estructural en el denominado «plan REPowerEU» (véase [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip\\_22\\_1511](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_22_1511)).

**POSIBLES CANALES DE IMPACTO ECONÓMICO EN LA UEM DEL CONFLICTO BÉLICO EN UCRANIA (cont.)**

sobre Rusia. Si bien aún es pronto para cuantificar el posible impacto de estas sanciones sobre el comercio bilateral, la evidencia histórica sugiere que, cuando estas

son relativamente generalizadas, su incidencia sobre los flujos comerciales puede llegar a ser significativa<sup>6</sup>. Además, la complejidad de las cadenas globales de suministro

Gráfico 1  
LOS 10 SECTORES MÁS SISTÉMICOS EN LAS CADENAS DE SUMINISTROS A NIVEL MUNDIAL (a)

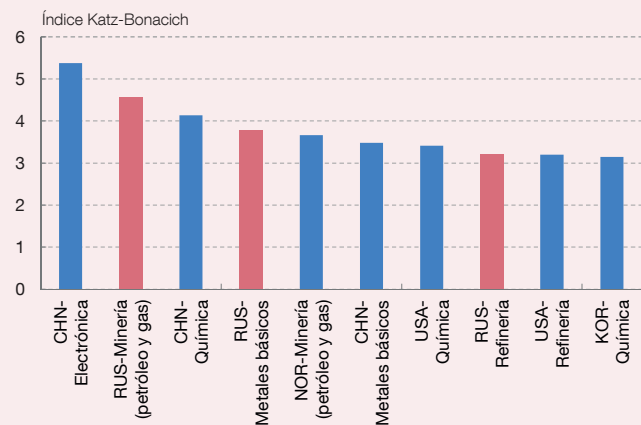


Gráfico 2  
PROCEDENCIA DEL CONSUMO DE GAS NATURAL Y DE PETRÓLEO EN LA UEM

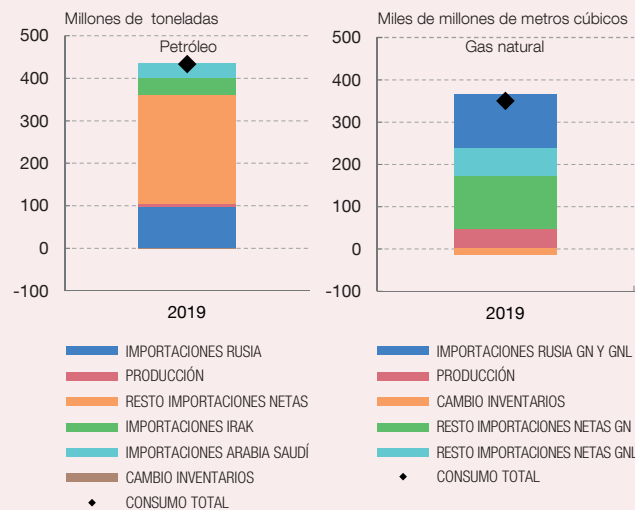


Gráfico 3  
PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL GAS NATURAL EN EUROPA

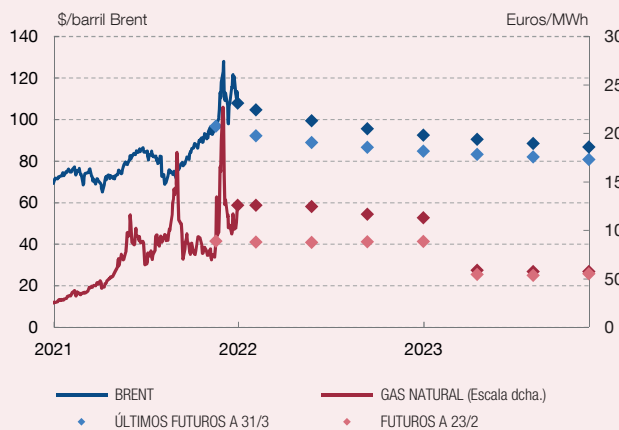
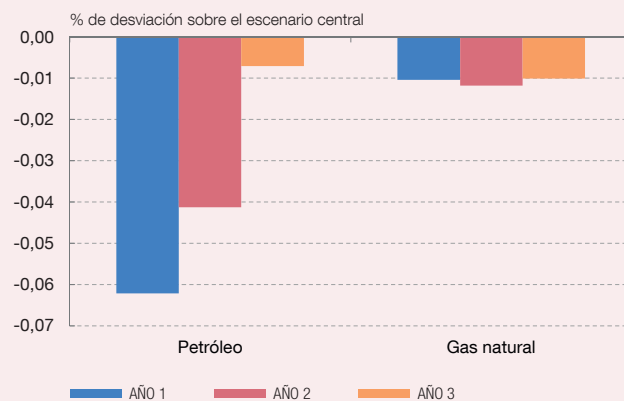


Gráfico 4  
UEM: IMPACTO ECONÓMICO EN EL PIB DE UN INCREMENTO DEL 10% DEL PRECIO DE CADA MATERIA PRIMA DURANTE UN AÑO (b)



FUENTES: Eurostat, OCDE (TIVA), Thomson Reuters y simulaciones con el modelo NiGEM.

- a El índice de Katz-Bonacich es una medida de centralidad en redes que, en este caso, mide la importancia de un sector como proveedor en las cadenas de suministros a nivel mundial. Para más detalles, véase, por ejemplo, F. Bloch, M. Jackson y P. Tebaldi (2016), *Centrality Measures in Networks*.
- b Simulaciones usando el modelo NiGEM bajo los supuestos de que la política monetaria se mantiene exógena y de que las expectativas de los agentes son racionales.

6 Por ejemplo, en el caso de Irán, entre 2006 y 2012 las sanciones incluyeron la prohibición del acceso a reservas del banco central, un embargo sobre el petróleo o la desconexión de sus bancos del sistema SWIFT, entre otras, lo que condujo a una caída estimada del comercio entre Irán y los países sancionadores del 55%, según la metodología de R. Campos, J. Timini y E. Vidal (2021), «Structural gravity and trade agreements: Does the measurement of domestic trade matter?», *Economics Letters*, vol. 208.

**POSIBLES CANALES DE IMPACTO ECONÓMICO EN LA UEM DEL CONFLICTO BÉLICO EN UCRANIA (cont.)**

podría amplificar algunos de estos efectos, pese a que los vínculos comerciales directos entre Rusia y la UEM no son muy elevados<sup>7</sup>. En todo caso, las simulaciones con el modelo NiGEM apuntan a que un descenso del 10 % en las compras que Rusia realiza en todo el mundo reduciría el PIB del área del euro en torno a un 0,1 %, impacto que mostraría una considerable heterogeneidad por países (véase gráfico 5).

Un tercer canal a través del cual la guerra en Ucrania podría condicionar las perspectivas económicas de la UEM es el denominado «canal de confianza». En un contexto de elevada incertidumbre, tanto los hogares como las empresas experimentan mayores dificultades para anticipar la evolución futura de sus rentas, lo que puede lastrar sus decisiones de consumo y de inversión y, por tanto, el avance del PIB. En este sentido, un ejercicio analítico tentativo, que explota la relación histórica entre los niveles de incertidumbre —aproximados por los indicadores de incertidumbre sobre el curso futuro

de las políticas económicas<sup>8</sup>— y de actividad económica, sugiere que un aumento en el indicador de incertidumbre equivalente al percentil 90 de su distribución histórica<sup>9</sup> estaría asociado a una reducción en el PIB de la UEM en el entorno del 0,30 % (véase gráfico 6).

En resumen, este recuadro describe los tres principales canales a través de los cuales el conflicto bélico en Ucrania podría condicionar la evolución de la actividad económica de la UEM en los próximos trimestres y presenta estimaciones preliminares que sugieren que la magnitud de los efectos adversos del conflicto sobre la actividad podría ser apreciable. No obstante, es importante resaltar que la cuantificación precisa de dichos efectos está sometida a una extraordinaria incertidumbre, tanto porque los modelos utilizados podrían no estar capturando plenamente todos los efectos económicos del conflicto como porque se desconoce qué duración e intensidad podría llegar a alcanzar el conflicto.

Gráfico 5  
IMPACTO EN EL PIB DE UNA REDUCCIÓN DEL 10 % DE LAS IMPORTACIONES RUSAS (a)

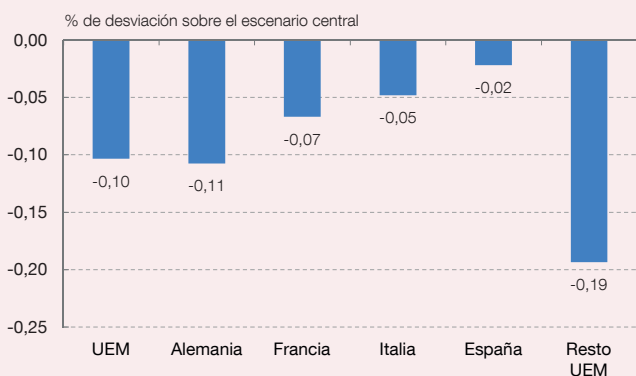
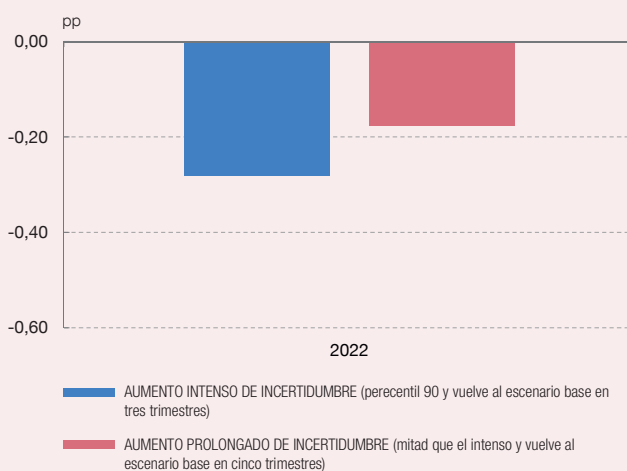


Gráfico 6  
EFECTOS ACUMULADOS EN EL PIB REAL DE LOS ESCENARIOS HIPOTÉTICOS DE AUMENTO DE LA INCERTIDUMBRE EN LA UEM (b)



FUENTES: Eurostat, OCDE (TIVA), Thomson Reuters y simulaciones con el modelo NiGEM.

- a Simulaciones usando el modelo NiGEM bajo el supuesto de que las expectativas de los agentes son racionales.
- b estima un modelo VAR que incluye las siguientes variables: un indicador de incertidumbre, el crecimiento del PIB, los diferenciales soberanos, la inflación de la UEM y un índice de riesgo geopolítico. En concreto, la incertidumbre se aproxima por los indicadores de incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas (véase <https://www.policyuncertainty.com/>).

7 Las exportaciones y las importaciones de bienes frente a Rusia constituían el 3 % y el 5 % del total extra-área de la UEM en 2019.  
 8 Véase <https://www.policyuncertainty.com/>.  
 9 Este incremento en la incertidumbre equivaldría al aumento en el indicador observado tras el referéndum del *Brexit* en 2016 y a la mitad del incremento asociado a la quiebra de Lehman Brothers en 2008.



## LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SALARIOS EN EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES DETERMINANTES Y DIFERENCIAS

Ángel Luis Gómez, Paula Nieto, Susana Párraga y Carmen Sánchez Carretero

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 31 de marzo

A finales de 2021, el grado de holgura era menor en el mercado de trabajo de Estados Unidos que en la Unión Económica y Monetaria (UEM). Así, mientras que la ratio entre la tasa de vacantes y la tasa de paro alcanzó su máximo histórico en Estados Unidos en el tramo final del pasado año —superando ampliamente los niveles registrados antes del comienzo de la pandemia—, en la UEM esta ratio aún mostraba valores relativamente cercanos a los observados en 2019 (véase gráfico 1). Asimismo, la brecha entre la tasa de desempleo a finales de 2021 y su nivel tendencial era negativa en Estados Unidos, pero positiva en la UEM<sup>1</sup>.

Son varias las razones que podrían contribuir a explicar este mayor tensionamiento del mercado de trabajo estadounidense. Por un lado, el impacto inicial de la pandemia de COVID-19 fue menor sobre la actividad económica en Estados Unidos —en relación con la UEM— y su recuperación posterior ha sido más rápida e intensa<sup>2</sup>. En este sentido, a finales de 2021 el PIB de Estados Unidos se situaba un 3,2 % por encima de su nivel prepandemia, mientras que el de la UEM solo superaba en un 0,2 % su registro previo a la crisis sanitaria (véase gráfico 2). Por otro lado, la tasa de participación en el mercado laboral de Estados Unidos se redujo con mayor intensidad al inicio de la pandemia y se ha recuperado a un ritmo menor que en la UEM con posterioridad. Así, mientras que la tasa de actividad de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2021 era 0,7 puntos porcentuales (pp) inferior a la registrada antes de la pandemia, en la UEM esta era 0,7 pp superior<sup>3</sup>.

Este recuadro analiza en qué medida el diferente grado de holgura que exhiben los mercados de trabajo en Estados Unidos y en la UEM ha podido condicionar las dinámicas salariales recientes en estas dos regiones. En este sentido, cabe señalar que en Estados Unidos la remuneración por asalariado alcanzó en 2021 un crecimiento del 5,9 %, muy por encima del 2,7 % registrado en el promedio 2000-2019. Otros indicadores, como el índice de coste laboral (ICL), también mostraron tasas de crecimiento en esta economía por encima del promedio habitual (véase gráfico 3)<sup>4</sup>. Por su parte, en el área del euro la remuneración por asalariado creció un 4,3 % en 2021 —frente a un promedio del 2,1 % durante el período 2000-2019—, mientras que el ICL se incrementó un 1,3 %, por debajo de la tasa de crecimiento anual media de las últimas dos décadas<sup>5</sup>.

De cara a analizar estas dinámicas salariales, se emplea un modelo econométrico de frecuencia trimestral basado en una especificación de curva de Phillips que relaciona los incrementos salariales con el grado de holgura en el mercado laboral, las expectativas de inflación y la productividad del trabajo<sup>6</sup>. A partir de este modelo, se estima que la mayor holgura en el mercado de trabajo de la UEM contribuyó de forma significativa a contener el crecimiento de los salarios en 2021, a diferencia de lo que sucedió en Estados Unidos (véase gráfico 4). Además, los resultados del modelo sugieren que las ganancias de productividad y el aumento de las expectativas de inflación también contribuyeron de forma apreciable a explicar el mayor crecimiento salarial observado en Estados Unidos durante 2021<sup>7</sup>.

- 1 En el caso de la UEM, se considera una tasa de desempleo ampliada que incluye a los trabajadores afectados por esquemas de protección temporal de empleo.
- 2 Véase M. Diakonova y A. del Río (2021), "Algunos factores explicativos del diferencial de crecimiento entre el área del euro y Estados Unidos desde el comienzo de la pandemia", recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.
- 3 Para más detalles sobre los factores detrás de estos desarrollos, véase F. Borrillo, A. Buesa y S. Párraga (2021), «La inflación en Estados Unidos: evolución reciente y perspectivas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- 4 La elevada heterogeneidad en el efecto de la crisis del COVID-19 sobre el empleo, según el sector de actividad y el nivel salarial de los trabajadores, dio lugar a importantes efectos composición que distorsionan la evolución de la remuneración por asalariado en 2020 y 2021. Por este motivo, es aconsejable complementar el análisis de las dinámicas salariales con indicadores como el ICL en el caso de Estados Unidos.
- 5 Estos indicadores están afectados, en cierta medida, por las distorsiones asociadas a los esquemas de protección temporal de empleo que se desplegaron en el área del euro en respuesta a la pandemia. En todo caso, conviene destacar también que los salarios negociados en la UEM aumentaron un 1,5 % en 2021, por debajo del 2,1 % observado en el promedio del período 2000-2019 (véase gráfico 3).
- 6 Una descripción detallada de estos modelos para la UEM se encuentra en C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis y M. Porqueddu (2019), *Understanding low wage growth in the euro area and European countries*, Occasional Paper Series, n.º 232, ECB. El período de estimación abarca los años 2000 a 2019 para la UEM y los años 1978 a 2019 para Estados Unidos. Los resultados de la estimación para la UEM se basan en datos agregados que están en línea con los obtenidos usando técnicas de panel con datos individuales de los países miembros (véase *box 2 de la referencia anterior*).
- 7 El componente no explicado del crecimiento de la remuneración por asalariado es elevado en 2020-2021 en ambas áreas por la fuerte volatilidad de esta variable durante la pandemia, asociada, principalmente, a las distorsiones estadísticas en la UEM y a importantes efectos composición en Estados Unidos.

### LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SALARIOS EN EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES DETERMINANTES Y DIFERENCIAS (cont.)

Gráfico 1  
HOLGURA DEL MERCADO LABORAL (a)

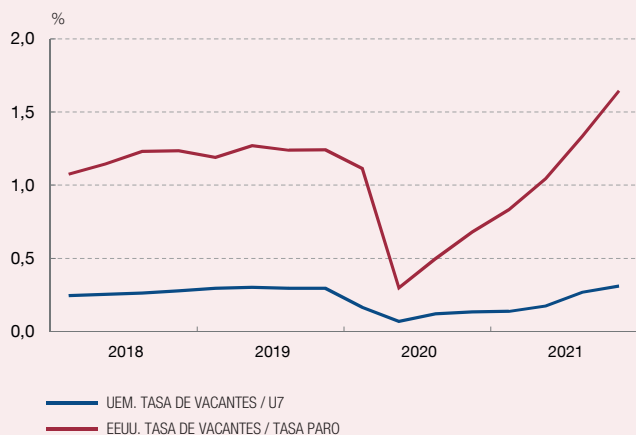


Gráfico 2  
PIB Y TASA DE ACTIVIDAD  
Variación IV TR 2021 sobre IV TR 2019 (b)

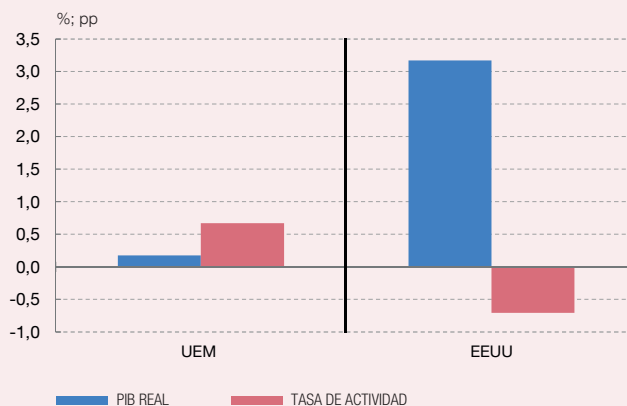


Gráfico 3  
SALARIOS E INFLACIÓN  
Tasa de variación anual

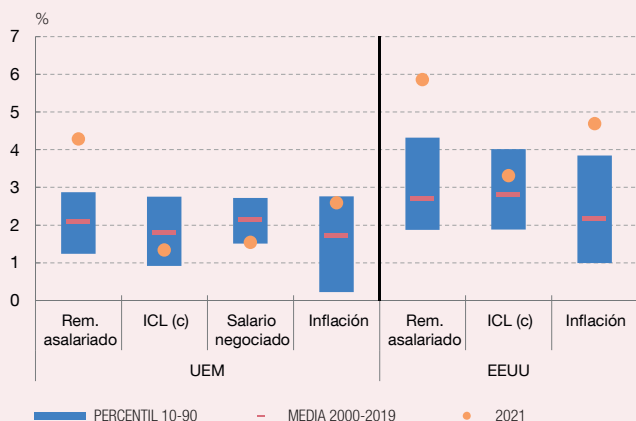
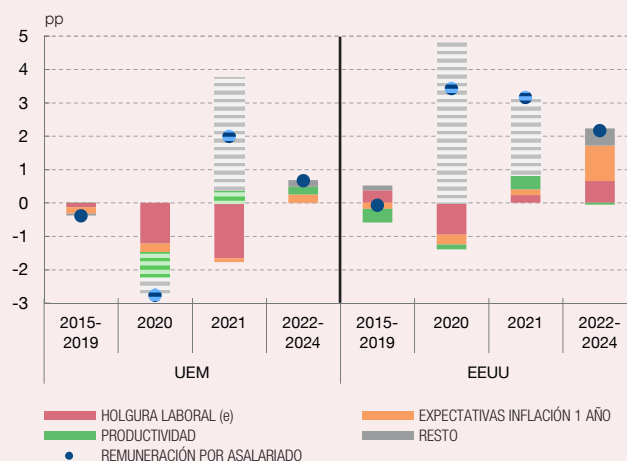


Gráfico 4  
ECUACIÓN DE SALARIOS (d)  
Tasa de variación anual y aportaciones  
(Desviaciones respecto a la media del período)



FUENTES: Elaboración propia, a partir de datos del Banco Central Europeo, Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Congressional Budget Office, *Survey of Consumers*-University of Michigan, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y estadísticas nacionales de la seguridad social.

- a La U7 es la tasa de paro que resulta de sumar al número de desempleados el de asalariados en esquemas de retención del empleo, en porcentaje de la población activa. Una ratio entre tasa de vacantes y U7 con valor superior a la unidad (menor que la unidad) señala un mercado laboral restringido (holgado).
- b Los datos de tasa de actividad de la UEM se refieren al tercer trimestre de 2021.
- c ICL se refiere al índice del coste laboral por hora. El ICL de la UEM está afectado por distorsiones estadísticas (igual que la remuneración por asalariado), pero el ICL de Estados Unidos no está afectado por las distorsiones debidas al denominado «efecto composición». Para Estados Unidos no hay disponible una serie comparable con salarios negociados.
- d Se estima una ecuación que relaciona los incrementos salariales (remuneración por asalariado) con retardos de esta, la holgura en el mercado laboral, las expectativas de inflación y la productividad del trabajo. Las áreas rayadas se corresponden con variables distorsionadas en los períodos de referencia.
- e La holgura laboral se aproxima como la tasa de paro menos el componente estructural de la tasa de paro, ambas expresadas en porcentaje de población activa. En el caso de la UEM se utiliza la U7.

**LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SALARIOS EN EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES DETERMINANTES Y DIFERENCIAS** (cont.)

De cara al futuro, las relaciones históricas estimadas permiten cuantificar el crecimiento esperado de los salarios a medio plazo a partir de la evolución prevista de sus determinantes. En este sentido, si se toman en consideración las últimas previsiones del Banco Central Europeo<sup>8</sup>, se estima un crecimiento más moderado de los salarios en la UEM que en Estados Unidos para el período 2022-2024, fundamentalmente como consecuencia de una menor restricción en el mercado laboral y las menores expectativas de inflación previstas en el caso europeo (véase gráfico 4). No

obstante, en un contexto como el actual, de tan elevada incertidumbre, estas estimaciones presentan una naturaleza especialmente tentativa.

En resumen, la evidencia presentada en este recuadro sugiere que la mayor holgura en el mercado de trabajo del área del euro y las menores expectativas de inflación en esta región contribuyeron de forma significativa a la mayor contención salarial observada en la UEM frente a Estados Unidos durante 2021 y podrían seguir haciéndolo en el curso de los próximos años.

---

8 Véase Banco Central Europeo (2022), *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*.

## DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN EL ÁREA DEL EURO

Alberto Fuertes y Jaime Martínez-Martín

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 28 de marzo

Desde finales de 2021, los tipos de interés a largo plazo, tanto en el área del euro como en Estados Unidos, han experimentado un repunte muy acusado (véase gráfico 1). En el área del euro, la tasa OIS a diez años<sup>1</sup> ha aumentado en 95,5 puntos básicos (pb) desde el 15 de diciembre, día anterior a la reunión de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) de ese mes, hasta el 24 de marzo. Este incremento es similar al registrado durante el mismo período por la rentabilidad de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a ese mismo plazo (87,9 pb). Estos desarrollos se han producido, además, en un contexto en el que la Unión Económica y Monetaria (UEM) presenta una posición cíclica comparativamente menos avanzada que la de la economía norteamericana y muestra unas presiones inflacionistas más moderadas.

En este recuadro se analizan los determinantes de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro, distinguiendo entre factores de origen interno y de origen externo. Estos últimos están vinculados, principalmente, a la economía de Estados Unidos, cuyas dinámicas pueden influir en los tipos de interés europeos a través de distintos canales. Por ejemplo, variaciones en las rentabilidades de los activos sin riesgo en Estados Unidos pueden afectar a las de sus equivalentes en el área del euro a través de mecanismos de arbitraje. En este sentido, cabe señalar que, a lo largo de las últimas décadas, los tipos de interés sin riesgo a largo plazo a ambos lados del Atlántico han venido mostrando una elevada correlación.

El análisis de los determinantes de la evolución de los tipos de interés a largo plazo se basa, habitualmente, en la explotación de comovimientos diarios de los precios

de distintos activos financieros, que contienen una gran riqueza de información, al reaccionar en tiempo real a múltiples desarrollos macrofinancieros y geopolíticos. Concretamente, en este recuadro se emplea un modelo de vectores autorregresivos estructural (SVAR, por sus siglas en inglés) de dos economías (UEM y Estados Unidos) para identificar cinco perturbaciones que subyacen a la evolución de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro. En particular, se distingue entre las perturbaciones de naturaleza macroeconómica —con origen tanto en la UEM como en Estados Unidos—, las de política monetaria —diferenciando, de nuevo, entre las que provienen de la UEM y las que proceden de Estados Unidos— y las vinculadas al riesgo global<sup>2</sup>.

El gráfico 2 muestra la contribución de estos cinco tipos de perturbaciones a la variación acumulada de los tipos de interés a diez años en el área del euro desde el 15 de diciembre de 2021 hasta el 24 de marzo. Durante este período se pueden identificar dos fases bien diferenciadas. En la primera etapa, antes de la invasión rusa de Ucrania, en el área del euro tanto los desarrollos macroeconómicos como los de política monetaria habrían contribuido a elevar la tasa OIS a diez años; estos factores explicarían más de la mitad de su incremento durante dicha etapa. Los resultados serían coherentes con las mejores perspectivas macroeconómicas que se contemplaban para la UEM durante este subperíodo, a la vista de que la variante ómicron del COVID-19 estaba teniendo menores efectos adversos sobre la actividad que los inicialmente previstos. Asimismo, la influencia estimada de la política monetaria del BCE sobre la tasa OIS a largo plazo estaría en línea con la revisión al alza de las expectativas de los

1 En el área del euro, la tasa OIS (*Overnight Index Swap*) es la tasa del componente fijo de un contrato *swap* de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés €STR a un día. Por tanto, la tasa OIS refleja la trayectoria esperada del €STR durante la vigencia del contrato (si bien no es un indicador perfecto de dicha trayectoria, ya que también incorpora primas de plazo). La tasa OIS es considerada como la tasa de referencia para los tipos de interés libres de riesgo en la UEM.

2 El modelo SVAR se estima en diferencias logarítmicas, utilizando datos diarios para el período comprendido entre agosto de 2005 y marzo de 2022 de las siguientes cinco variables: los tipos de interés OIS a diez años del área del euro y su diferencial con los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos al mismo plazo, el tipo de cambio nominal bilateral entre el euro y el dólar, y los índices bursátiles EURO STOXX y S&P 500. Para identificar los cinco tipos de perturbaciones consideradas en el análisis se emplean restricciones de signos acerca del impacto de dichas perturbaciones sobre las variables anteriores. Concretamente, se supone que una perturbación positiva sobre las perspectivas macroeconómicas nacionales aumenta simultáneamente los tipos a largo plazo y el índice bursátil en la región de origen, y produce una apreciación de su tipo de cambio. Por su parte, una perturbación contractiva de política monetaria doméstica se asocia a los mismos efectos, excepto por el índice bursátil nacional para el cual se supone una caída. Por último, un episodio de aumento del riesgo global se asocia a una reducción de los tipos a largo plazo y de los índices bursátiles en ambas jurisdicciones, y a una apreciación del dólar (en tanto que esta moneda actúa tradicionalmente como refugio a escala global) respecto al euro. Para más detalles sobre una versión similar del modelo, véase L. Brandt, A. Saint-Guilhem, M. Schröder e I. Van Robays (2021), *What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk*, Documentos de Trabajo, n.º 2560, Banco Central Europeo.

**DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN EL ÁREA DEL EURO (cont.)**

analistas sobre la evolución de los tipos de interés oficiales que tuvo lugar durante este período en la UEM. En cualquier caso, más allá de estos factores internos, es importante destacar que algo menos de la mitad del repunte de la tasa OIS a diez años en el área del euro durante esta primera fase se explicaría por factores externos vinculados, en particular, a cambios en las condiciones macroeconómicas y en la orientación de la política monetaria de Estados Unidos.

En el segundo subperíodo, que comenzó tras la invasión rusa de Ucrania el 24 de febrero, la tasa OIS a diez años

se redujo de forma acusada inicialmente, pero retomó su tendencia ascendente previa poco después. En un primer momento, esta fase estuvo condicionada tanto por el aumento del riesgo global como por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas del área del euro, factores ambos que habrían favorecido un descenso inicial de las rentabilidades sin riesgo a largo plazo en la UEM, pero que se habrían revertido posteriormente, de forma que su contribución acumulada durante este segundo subperíodo habría sido básicamente nula. Las perspectivas macroeconómicas de Estados Unidos, sin embargo, continuaron mejorando y contribuyeron de

Gráfico 1  
TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS EN LA UEM Y EN ESTADOS UNIDOS

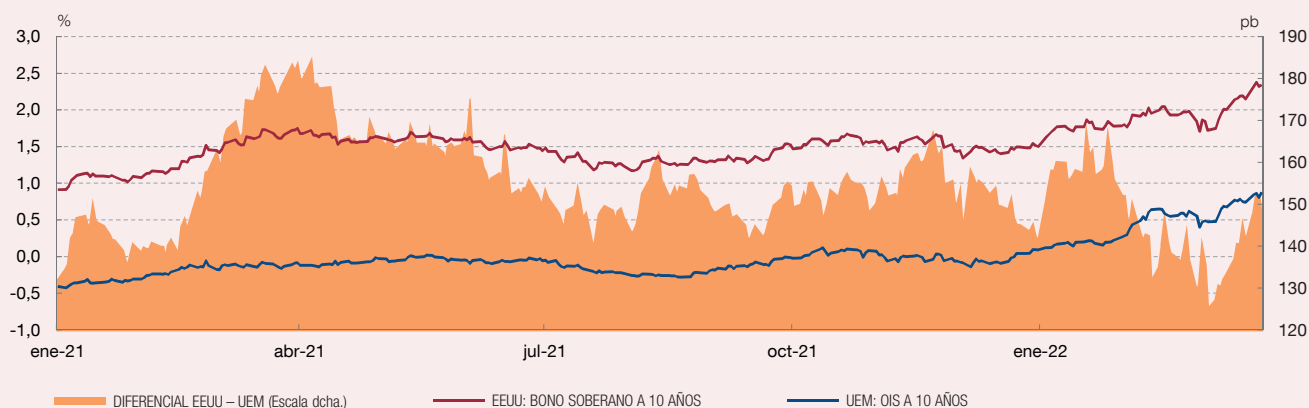
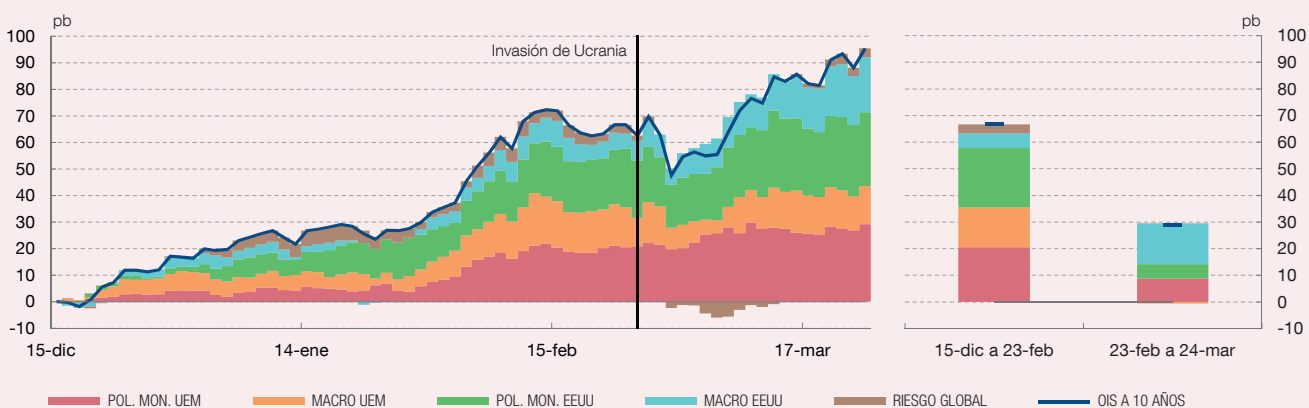


Gráfico 2  
DESCOMPOSICIÓN DE FACTORES EN LA EVOLUCIÓN DE LA TASA OIS DE LA UEM A DIEZ AÑOS. CAMBIO ACUMULADO DESDE EL 15 DE DICIEMBRE DE 2021 (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream, ECB Survey of Monetary Analysts y Banco de España. Datos actualizados a 24 de marzo de 2022.

a Modelo SVAR de dos países que incluye la tasa OIS de la UEM a diez años, los precios de acciones de la UEM y de Estados Unidos, el tipo de cambio nominal bilateral USD/EUR y el diferencial entre la tasa OIS de la UEM a diez años y el bono del Tesoro de Estados Unidos. Identificación mediante restricción de signos en impacto según Brandt *et al.* (2021) y estimado con datos diarios desde 2005 hasta 2022.

**DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN EL ÁREA DEL EURO (cont.)**

modo sustancial al incremento de la tasa OIS. Las expectativas de política monetaria del BCE y de la Reserva Federal también habrían influido en la misma dirección, pero en menor medida que durante la primera etapa examinada. En todo caso, es importante destacar que la elevada volatilidad que han mostrado los precios de los activos en los mercados financieros internacionales en las últimas semanas supone una dificultad adicional para identificar con precisión la naturaleza de las perturbaciones, por lo que resulta conveniente interpretar estos resultados con la debida cautela.

En resumen, los resultados de este recuadro sugieren que, desde el comienzo de la invasión rusa de Ucrania, las perspectivas macroeconómicas de Estados Unidos y

las expectativas de política monetaria del BCE y, en menor medida, de la Reserva Federal habrían sido los principales factores que hay detrás del incremento que se ha observado en los tipos de interés a largo plazo en el área del euro. Si se considera una perspectiva temporal más amplia —desde finales de 2021—, se aprecia que una parte destacada del aumento acumulado de la tasa OIS a diez años en la UEM vendría explicada por los cambios en las condiciones macroeconómicas y en la política monetaria de Estados Unidos. Esto se habría traducido en un endurecimiento durante este período de las condiciones financieras en la UEM más intenso del que se derivaría exclusivamente de la evolución de las condiciones macroeconómicas y de política monetaria domésticas del área del euro.

## FLUJOS MIGRATORIOS EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 Y SU INCIDENCIA SOBRE LA OFERTA LABORAL

Pilar Cuadrado y José Manuel Montero

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 22 de marzo

La crisis del COVID-19 ha tenido un impacto sin precedentes sobre los flujos migratorios a escala global. Las restricciones a la movilidad internacional vinculadas a la lucha contra la pandemia, el propio temor al virus y un contexto de elevada incertidumbre han provocado un descenso muy significativo en los movimientos migratorios. Así, por ejemplo, las migraciones permanentes hacia los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)<sup>1</sup> se redujeron en más de un 30 % en 2020 y se situaron en el nivel más bajo desde 2003.

En el caso de la economía española, en el conjunto de 2020 se produjo un descenso en el saldo migratorio de extranjeros del 48 %, puesto que las entradas netas alcanzaron las 232.000 personas, frente a un saldo de 446.000 personas en 2019 (véase gráfico 1)<sup>2</sup>. Esta reducción se explicó, sobre todo, por el notable descenso que experimentaron las entradas de inmigrantes, del 37,7 %, desde las 666.000 llegadas en 2019 hasta las 415.000 en 2020. Por su parte, las salidas de extranjeros cayeron cerca de un 17 %, desde las 220.000 que se observaron en 2019 hasta las 183.000 en 2020.

De acuerdo con la última información disponible, en el primer semestre de 2021 los flujos de salidas repuntaron de forma acusada, un 83 % en relación con los registrados en la primera mitad de 2020, mientras que los flujos de entradas continuaron reduciéndose, un 22,6 %. De este modo, el saldo migratorio durante la primera mitad de 2021 fue prácticamente nulo, de apenas unas 8.400 personas.

Además del ajuste tan significativo que ha tenido lugar en las entradas netas de inmigrantes en nuestro país desde el comienzo de la pandemia, también se ha producido una cierta recomposición en términos de la procedencia geográfica de los inmigrantes. En particular, en los últimos semestres las entradas de extranjeros procedentes de Europa han ganado peso de forma considerable y han pasado de representar el 27 % del total en 2019 al 31 % en 2020 y al 42 % en el primer semestre de 2021. Asimismo, es reseñable la evolución de las entradas procedentes de

América Central y del Sur, que representaron el 47 % del total en 2019 y el 44,5 % en 2020, pero que se redujeron hasta el 26 % en la primera mitad de 2021 (véase gráfico 2).

Las dinámicas migratorias descritas pueden afectar al comportamiento agregado de la economía a través de múltiples canales. Uno de los más relevantes tiene que ver con el impacto de los flujos migratorios sobre la oferta laboral. En este sentido, cabe destacar que la población activa en España se redujo un 1,3 % en 2020, mientras que aumentó un 2,1 % en 2021, hasta situarse ligeramente por encima de los niveles pre-pandemia. Sin embargo, este comportamiento enmascara una evolución muy dispar entre la oferta laboral nacional y la extranjera. De esta manera, en la segunda mitad de 2021, mientras que la oferta laboral de los trabajadores nacionales había recuperado un nivel compatible con su tendencia pre-crisis, la población activa extranjera se situaba aún muy por debajo de dicha tendencia (véase gráfico 3).

Este impacto de los flujos migratorios sobre la oferta laboral podría tener una incidencia muy asimétrica entre los distintos sectores de actividad de la economía española. Así, en la medida en que en nuestro país el porcentaje de ocupados extranjeros es mayor en la hostelería, la agricultura y la construcción (véase gráfico 4), estos sectores podrían ser los que experimentarían, con una mayor intensidad, una cierta insuficiencia en la disponibilidad de trabajadores como consecuencia del retroceso observado en los flujos migratorios. En efecto, esto es lo que se podría inferir de la información procedente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE)<sup>3</sup>, que apunta a una relación positiva entre la escasez de mano de obra declarada por los empresarios a finales de 2021 y el peso del empleo extranjero en cada sector antes de la pandemia (véase gráfico 5). De hecho, son precisamente las ramas de hostelería, agricultura y construcción aquellas en las que los empresarios reportan una mayor percepción de escasez de trabajadores como factor limitante de su actividad en la actualidad.

1 Las migraciones permanentes se refieren a aquellas cuyo objetivo es asentarse de manera permanente en el país de destino. Excluyen, por tanto, casos como los movimientos para cubrir empleos estacionales. Véase OCDE (2021), *International Migration Outlook 2021*.

2 Este recuadro se centra en los flujos migratorios de extranjeros, dada su mayor relevancia como factor condicionante de la evolución reciente de la población activa en España, como se analiza a continuación.

3 Véase M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: noviembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

## FLUJOS MIGRATORIOS EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 Y SU INCIDENCIA SOBRE LA OFERTA LABORAL (cont.)

Gráfico 1  
FLUJOS MIGRATORIOS DE EXTRANJEROS EN ESPAÑA

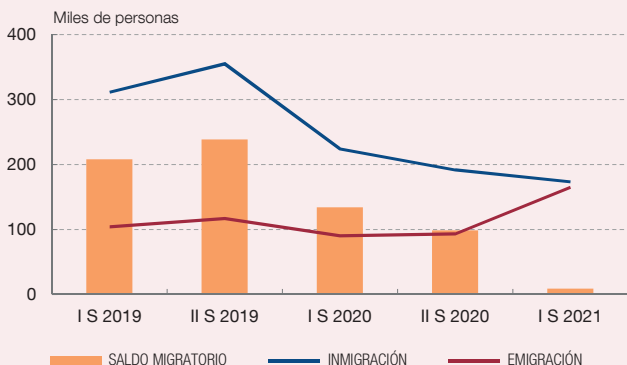


Gráfico 2  
DISTRIBUCIÓN DE LOS FLUJOS DE INMIGRACIÓN EXTRANJERA POR REGIÓN DE ORIGEN

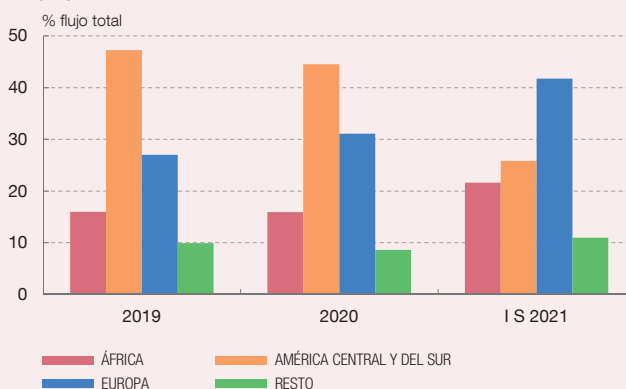


Gráfico 3  
POBLACIÓN ACTIVA (a)

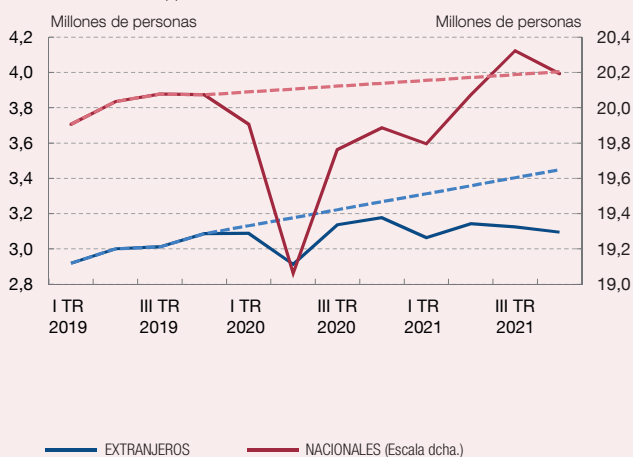


Gráfico 4  
PORCENTAJE DE OCUPACIÓN EXTRANJERA POR RAMAS

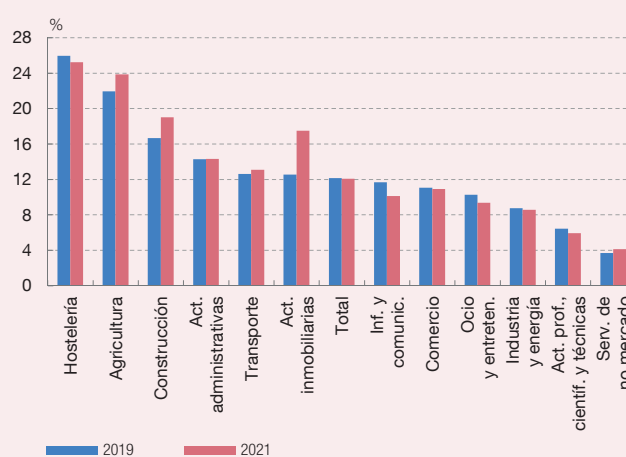


Gráfico 5  
ESCASEZ DE MANO DE OBRA Y OCUPACIÓN EXTRANJERA (b)

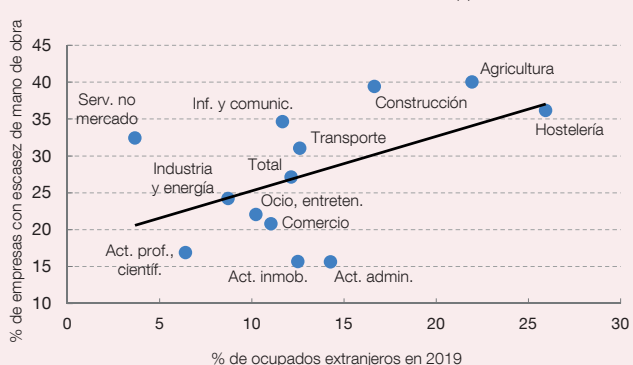
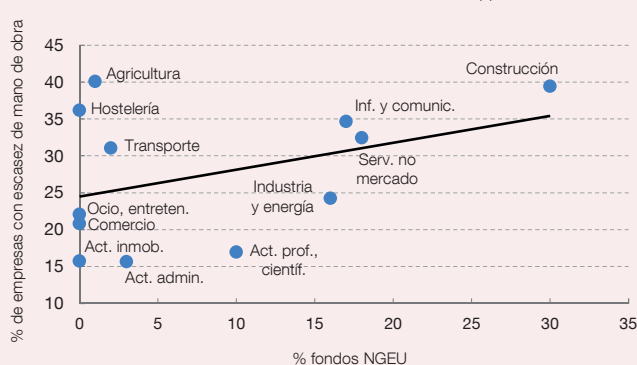


Gráfico 6  
ESCASEZ DE MANO DE OBRA Y REPARTO DE FONDOS NGEU (c)



**FUENTES:** Estadística de Migraciones y Encuesta de Población Activa del Instituto Nacional de Estadística, Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica, Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, y Banco de España.

- a Las líneas punteadas muestran extrapolaciones de las tendencias seguidas antes de la pandemia por las diferentes magnitudes (desde el primer trimestre de 2018 hasta el cuarto trimestre de 2019).
- b Escasez de mano de obra declarada por las empresas en el cuarto trimestre de 2021 y promedio de ocupación extranjera en 2019 por rama de actividad.
- c Escasez de mano de obra declarada por las empresas en el cuarto trimestre de 2021 y porcentaje de fondos NGEU por rama de actividad.



**FLUJOS MIGRATORIOS EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 Y SU INCIDENCIA SOBRE LA OFERTA LABORAL (cont.)**

De cara al futuro, es difícil prever en qué medida los cambios en los patrones de los flujos migratorios que se han observado desde el comienzo de la pandemia perdurarán en el tiempo y seguirán condicionando la oferta laboral en nuestro país. Sin embargo, con un horizonte temporal amplio, cabría esperar una cierta recuperación de los flujos de inmigración a medida que se relajen las restricciones a la movilidad y se materialice la demanda embalsada de migración que no se haya podido satisfacer durante la pandemia<sup>4</sup>.

Desde un punto de vista sectorial, conviene señalar, no obstante, que, al margen de los flujos migratorios, otros factores también desempeñarán un papel muy importante para explicar el déficit de mano de obra al que algunas ramas

de actividad podrían enfrentarse en el futuro. En particular, estas tensiones podrían ser más acusadas en aquellos sectores cuya demanda relativa se viera más impulsada como consecuencia del despliegue de los proyectos de inversión vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU). En efecto, como se ilustra en el gráfico 6, se aprecia una asociación positiva entre la percepción de escasez de mano de obra según la EBAE y el peso de cada sector en el reparto de los fondos NGEU de acuerdo con la información disponible en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR)<sup>5</sup>. Además, dado que las áreas de actuación prioritaria identificadas en el marco del programa NGEU son muy similares por países, el tensionamiento de algunos segmentos del mercado de trabajo podría agudizarse desde el ámbito europeo<sup>6</sup>.

---

4 Véase K. Bodnár y D. O'Brien (2022), «El papel de la migración en la débil evolución de la población activa durante la pandemia de COVID-19», *Boletín Económico*, 1/2022, BCE.

5 Véase A. Fernández-Cerezo, E. Moral-Benito y J. Quintana (2022), *A production network model for the Spanish economy: an application to the impact of NGEU funds*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

6 El porcentaje de empresas europeas que reportan que la falta de mano de obra ha sido un factor limitante de su actividad se encuentra en máximos históricos según las encuestas de opinión de la Comisión Europea. Véase también P. Ramskogler (2022), *Feeling the Heat? – Assessing Labor Shortages in the Euro area*, SUERF Policy Brief n.º 266.

**UN PRIMER ANÁLISIS ACERCA DEL IMPACTO DE LA INFLACIÓN SOBRE LA NEGOCIACIÓN COLECTIVA EN 2022**

Mario Izquierdo e Isabel Soler

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 1 de abril

La reacción de los salarios a la reciente aceleración de la inflación es un factor fundamental a la hora de valorar el grado de persistencia que puede alcanzar el actual repunte inflacionista. Así, en la medida en que los salarios reaccionen de forma significativa a dicho repunte, este se extenderá previsiblemente durante un horizonte temporal más amplio, puesto que aumentarán las posibilidades de que el incremento de los precios energéticos, principal factor existente detrás del episodio inflacionista actual, se filtre al resto de los precios y de los costes de la economía.

En este contexto, la información disponible<sup>1</sup> sobre la evolución de la negociación colectiva en España en los primeros meses de 2022 muestra un repunte moderado de las tarifas salariales acordadas, que, no obstante, se mantienen significativamente por debajo de los valores alcanzados por la inflación. En particular, con información sobre los convenios colectivos registrados hasta febrero de este año, el incremento salarial pactado para 2022 se sitúa en el 2,3 %, por encima del 1,5 % acordado para 2021, pero en línea con lo acordado para 2019, en un entorno de mucha menor inflación (véase gráfico 1).

Este incremento, que afecta a 4,4 millones de trabajadores —en torno al 40 % de la cifra que suele observarse al final de cada año (véase gráfico 2)—, refleja, no obstante, lo pactado en convenios plurianuales firmados en años anteriores. En concreto, hasta febrero, los convenios de nueva firma en 2022 eran todavía muy escasos y afectaban a algo menos de 15.000 trabajadores.

Con el propósito de valorar de forma más precisa cómo ha ido evolucionando la negociación colectiva en nuestro país a lo largo de los últimos meses, este recuadro explota los microdatos que facilita el Ministerio de Trabajo y Economía Social, que proporcionan información individual de los convenios registrados según el momento de la firma<sup>2</sup>. A partir de esta información, se observa que la inmensa mayoría de los trabajadores afectados por convenios con efectos económicos en 2022 firmaron

su convenio colectivo a lo largo de 2021 (véase gráfico 3), lo que, en cierta medida, también refleja el parón de la negociación colectiva que tuvo lugar en 2020 durante los primeros meses de la pandemia.

Un análisis pormenorizado de los convenios firmados en 2021, según el trimestre de la firma, revela un cierto impacto de la aceleración de la inflación a lo largo del pasado año sobre los incrementos salariales pactados. En particular, el porcentaje de los convenios que acordaron incrementos salariales inferiores al 2 % se redujo desde el 98 % en el primer trimestre de 2021 —cuando la tasa de inflación se situaba en el 0,5 %— hasta el 57 % en el cuarto trimestre —cuando la tasa de inflación se situaba en el 5,8 %—.

Respecto a los convenios multianuales con vigencia en 2023<sup>3</sup>, el análisis de la información parcial disponible indicaría que, por el momento, el incremento salarial medio pactado para el próximo año se mantendría relativamente contenido. En concreto, este se situaría en el 1,9 % para casi 1,5 millones de trabajadores<sup>4</sup>. Al igual que en el caso de los convenios con vigencia en 2022, la mayor parte de estos convenios fueron acordados en 2021 y muestran un incremento salarial pactado levemente creciente a medida que el momento de la firma es más reciente (por ejemplo, del 2 % en los firmados en el cuarto trimestre de 2021, frente al 1,8 % en los firmados en el tercer trimestre) (véase gráfico 4).

Un aspecto que merece especial atención son los mecanismos de indicación en los incrementos salariales pactados para 2022 y 2023. En este sentido, el porcentaje de convenios firmados con cláusulas de salvaguarda salarial para 2022 ha mostrado un aumento considerable en los dos primeros meses de este año, hasta situarse en casi el 30 % de los trabajadores con convenio registrado, después de haber descendido por debajo del 20 % en los últimos años (véase gráfico 5). Además, los convenios ya acordados para 2023 presentan un aumento adicional de la incidencia de las cláusulas de garantía salarial, hasta casi el 50 % de

1 A partir de la Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo, publicada por el Ministerio de Trabajo y Economía Social

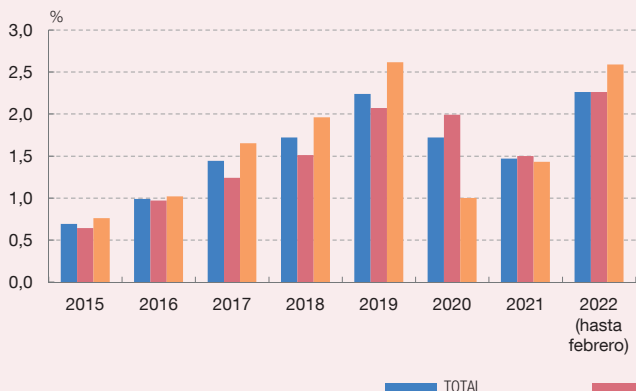
2 Aunque estos microdatos facilitan una información parcial, puesto que solo cubren al 85 % de los trabajadores afectados en la estadística oficial agregada, su elevado grado de cobertura permite que puedan considerarse representativos de las dinámicas agregadas.

3 A partir de la información individual de los convenios publicada en <https://expinterweb.mitramiss.gob.es/regcon/>, que permite obtener información sobre lo pactado para los siguientes años de vigencia de los convenios plurianuales. En la Estadística publicada por el Ministerio y en el fichero de microdatos disponible se ofrece información sobre los incrementos salariales pactados para el año en curso.

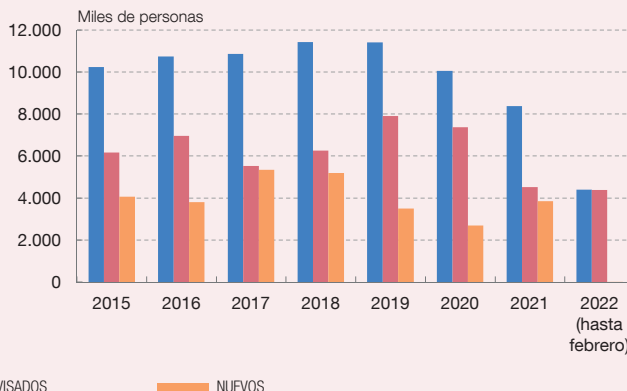
4 El incremento salarial es ya conocido para alrededor del 90 % de los convenios con vigencia en 2023. Para el 10 % restante, el incremento salarial se ha pactado que sea en función de algunas variables no conocidas todavía. En la mayor parte de los casos, esta referencia está relacionada con la evolución de la inflación a finales de este año.

**UN PRIMER ANÁLISIS ACERCA DEL IMPACTO DE LA INFLACIÓN SOBRE LA NEGOCIACIÓN COLECTIVA EN 2022 (cont.)**

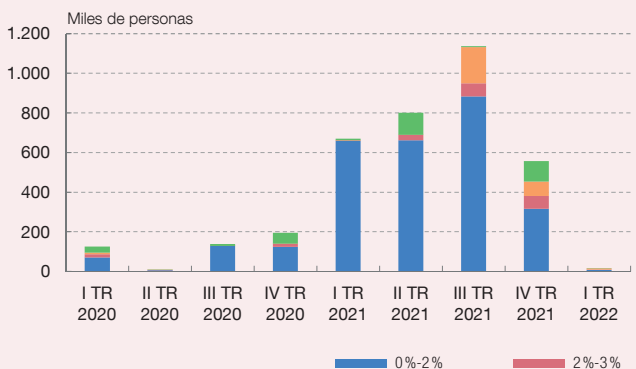
**Gráfico 1**  
INCREMENTO SALARIAL PACTADO SEGÚN EL AÑO DE EFECTOS ECONÓMICOS Y EL MOMENTO DE LA FIRMA (a)



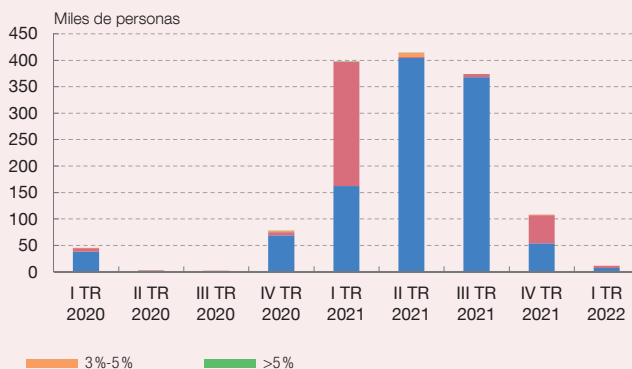
**Gráfico 2**  
TRABAJADORES AFECTADOS SEGÚN EL AÑO DE EFECTOS ECONÓMICOS Y EL MOMENTO DE LA FIRMA (a)



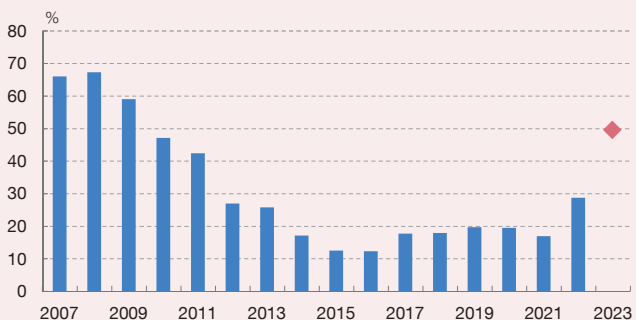
**Gráfico 3**  
TRABAJADORES AFECTADOS SEGÚN EL TRAMO DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO PARA 2022 Y EL TRIMESTRE DE LA FIRMA (b)



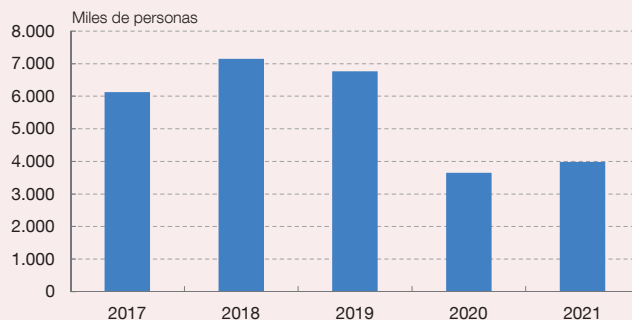
**Gráfico 4**  
TRABAJADORES AFECTADOS SEGÚN EL TRAMO DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO PARA 2023 Y EL TRIMESTRE DE LA FIRMA (c)



**Gráfico 5**  
INCIDENCIA DE LAS CLÁUSULAS DE GARANTÍA SALARIAL (d)



**Gráfico 6**  
TRABAJADORES CON CONVENIO FIRMADO EN CADA AÑO CON VIGENCIA PARA EL AÑO SIGUIENTE (b)



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Economía Social.

- a Convenios revisados son aquellos firmados en años anteriores al de inicio de sus efectos económicos. Convenios nuevos son los firmados en el año de inicio de sus efectos económicos o en años posteriores.
- b Calculado a partir del fichero de microdatos proporcionado por la Subdirección General de Estadística del Ministerio de Trabajo y Economía Social.
- c Información obtenida a partir de los registros individuales recolectados en <https://expinterweb.mtramiss.gob.es/regcon/index.htm>.
- d La información referida a 2023 es parcial y solo está disponible para los convenios con vigencia en dicho año ya registrados. Cubre únicamente a algo más de 1,6 millones de trabajadores.

los trabajadores con convenio vigente para dicho año. Aunque esta cifra se sitúa aún por debajo de la observada antes de la crisis financiera de 2008 (en el entorno del 70 %) y afecta a un número reducido de trabajadores, su tendencia al alza en los últimos meses constituye un riesgo creciente de que se produzcan efectos de segunda vuelta en la inflación<sup>5</sup>. En concreto, en la medida en que este tipo de cláusulas suponen un ajuste automático de los salarios a la inflación pasada, su mayor incidencia conlleva un aumento del riesgo de que eventualmente se materialice una espiral de incrementos de salarios-precios que podría tener

efectos muy nocivos sobre la actividad y sobre el empleo en un horizonte de medio plazo.

Por último, cabe destacar que, tanto en 2020 como en 2021, el número de trabajadores con convenio firmado y vigente para el año siguiente se situaba muy por debajo de sus valores habituales (véase gráfico 6). En este sentido, en la actualidad existiría un volumen relativamente importante de negociación latente pendiente de firma, cuyo avance en los próximos meses será fundamental para calibrar el grado de traslación del repunte inflacionista actual a los salarios en un horizonte temporal de medio plazo.

---

5 Conviene resaltar, no obstante, que una proporción relevante (en torno a la mitad) de estas cláusulas presenta un componente plurianual, es decir, que referencia la evolución salarial a la inflación en un período superior a un año, lo que mitiga los riesgos de traslación directa de picos temporales de la inflación a los salarios.

## 2 LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

**Durante el primer trimestre de 2022 se han deteriorado las condiciones en los mercados financieros internacionales, con caídas de los precios de los activos y un repunte de su volatilidad, como consecuencia fundamentalmente de la invasión rusa de Ucrania y del tono menos acomodaticio de las políticas monetarias**

**Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia han aumentado sensiblemente a lo largo de los meses transcurridos de 2022, como consecuencia fundamentalmente de las expectativas de un endurecimiento de las políticas monetarias en las economías avanzadas en un contexto de elevada inflación a nivel global** (véanse gráfico 2.1 y recuadro 4). La rentabilidad del bono soberano a diez años de Estados Unidos y de Alemania se situaba, en la fecha de cierre de este Informe, en el 2,3 % y en el 0,6 %, unos 83 puntos básicos (pb) y 73 pb, respectivamente, por encima de los niveles registrados a finales de 2021. Este aumento algo mayor de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, junto con el menor apetito por el riesgo de los inversores, en un contexto de elevada incertidumbre provocada por el aumento de las tensiones geopolíticas en el este de Europa, habría contribuido a la apreciación del tipo de cambio del dólar estadounidense frente al euro. Esta evolución ha venido acompañada, además, de un aumento de la volatilidad implícita de los precios de la deuda soberana, que repuntó con fuerza tras el inicio del conflicto bélico en Ucrania y que, posteriormente, se moderó (véase gráfico 2.2).

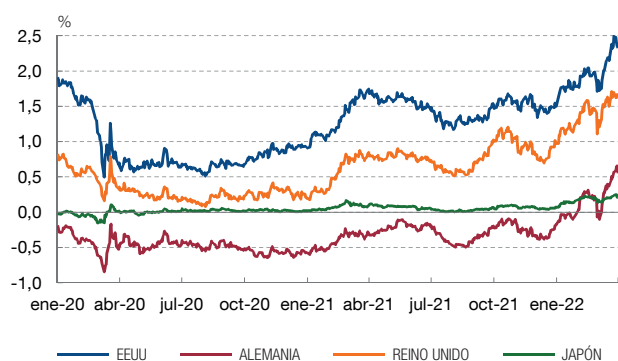
**Los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas en la Unión Económica y Monetaria (UEM) frente a la referencia alemana y las primas de riesgo corporativas se han elevado durante el trimestre, influidos por una retirada de los estímulos monetarios más rápida de lo que habían anticipado los mercados.** El diferencial de rentabilidad soberana a diez años ha ascendido con más intensidad en el caso de Grecia (con un aumento de 62 pb), mientras que en Italia (13 pb), España (12 pb) y Portugal (6 pb) los aumentos han sido moderados, situándose estos diferenciales en la fecha de cierre de este Informe por encima de los niveles anteriores a la pandemia (véase gráfico 2.3). Por su parte, las primas de riesgo de crédito corporativas también han aumentado en los últimos meses, de modo más pronunciado tras la invasión de Ucrania y en el segmento de alto rendimiento, y también se sitúan por encima de los registros prepandemia (véase gráfico 2.4).

**Los principales índices bursátiles de las economías desarrolladas experimentaron descensos a lo largo del trimestre, que vinieron acompañados de un fuerte repunte de su volatilidad a partir del estallido del conflicto bélico**

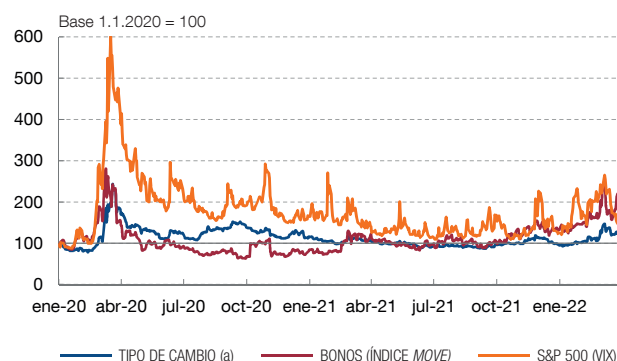
## DURANTE LOS ÚLTIMOS MESES SE HAN DETERIORADO LAS CONDICIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad se han incrementado significativamente desde finales de 2021 como consecuencia de las expectativas de un endurecimiento de las políticas monetarias en las economías avanzadas mayor que el anticipado previamente. En este contexto, y ante el aumento de las tensiones geopolíticas, se produjo un repunte de las volatilidades implícitas, que posteriormente se ha revertido. Las primas de riesgo soberanas en la UEM y las corporativas también experimentaron aumentos que se han contenido en las últimas semanas. Los principales índices bursátiles de las economías desarrolladas registraron importantes descensos a lo largo del trimestre, que, en parte, se han corregido recientemente. Las condiciones financieras de los mercados emergentes se deterioraron de forma abrupta tras el estallido de la guerra en Ucrania, con un aumento de las primas de riesgo soberanas, el desplome de los índices bursátiles y la depreciación de las monedas.

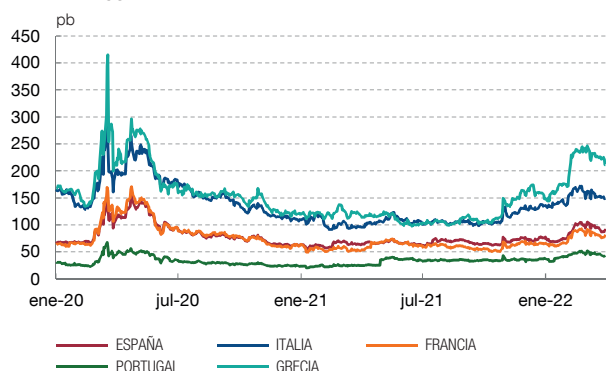
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



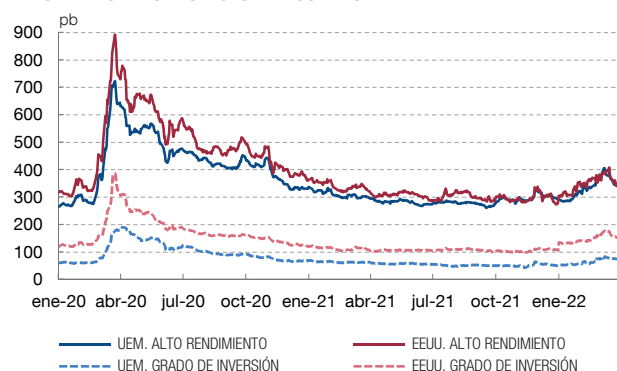
2 VOLATILIDADES IMPLÍCITAS



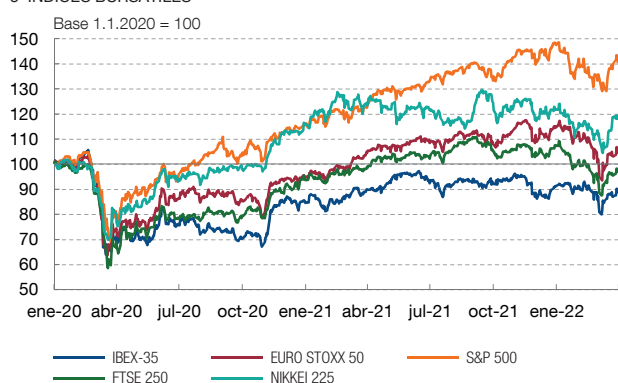
3 DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



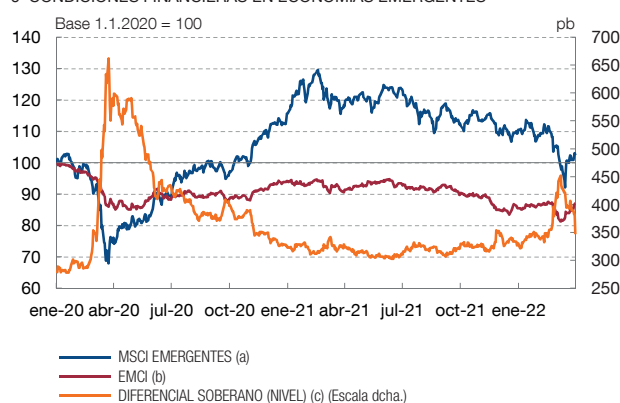
4 DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP



5 ÍNDICES BURSÁTILES



6 CONDICIONES FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTE: Refinitiv Datastream. Datos actualizados a 31 de marzo de 2022.

- a Índice bursátil elaborado por Morgan Stanley para un agregado de economías emergentes.
- b Índice de tipo de cambio frente al dólar elaborado por JP Morgan para un agregado de monedas de economías emergentes. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de las monedas frente al dólar.
- c Diferencial de un conjunto de bonos soberanos de economías emergentes que cumplen ciertos requisitos de liquidez y tamaño de la emisión frente al equivalente de Estados Unidos, elaborado por JP Morgan.

**en Ucrania** (véase gráfico 2.5). Tras alcanzar en muchos casos máximos históricos en enero, los principales índices bursátiles retrocedieron como consecuencia, inicialmente, del aumento de los tipos de interés a largo plazo y, posteriormente, de la invasión rusa de Ucrania. Los descensos fueron más acusados en los mercados europeos, como reflejo de la mayor exposición relativa de las compañías europeas a los efectos de la guerra en Ucrania. Más recientemente, se han observado una cierta recuperación de los precios de las acciones y una moderación de su volatilidad.

**Las condiciones financieras de los mercados emergentes se han deteriorado de forma abrupta tras el estallido de la guerra en Ucrania.** En particular, se han producido un desplome de las cotizaciones bursátiles, una depreciación de las monedas locales y un aumento de los diferenciales soberanos en los mercados emergentes (véase gráfico 2.6). No obstante, se ha observado una cierta discriminación entre países. Así, mientras que las monedas de los países de Europa del Este, excluida Rusia, se han depreciado de media un 7 % entre el 25 de febrero y el 7 de marzo, las de América Latina lo han hecho en apenas un 0,2 %, lo que podría reflejar su condición de exportadoras netas de materias primas —cuyo precio se ha elevado sensiblemente en el conjunto del trimestre—, su menor integración en las cadenas globales de valor y la ausencia de riesgos geoestratégicos directos.

### 3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

#### 3.1 Entorno exterior del área del euro

La economía mundial moderó su crecimiento durante el cuarto trimestre de 2021, lastrada por el incremento de la incidencia del COVID-19 tras la aparición de nuevas variantes y la persistencia de los cuellos de botella que han venido afectando a las cadenas globales de valor. Las tasas de inflación continuaron en aumento a nivel global, impulsadas —sobre todo— por el incremento de los precios de la energía y de los alimentos. El estallido del conflicto bélico en Ucrania y las sanciones económicas que muchos países han impuesto a Rusia previsiblemente afectarán en gran medida a las perspectivas de crecimiento e inflación para los próximos trimestres

El ritmo de recuperación de la actividad económica mundial continuó moderándose en el cuarto trimestre de 2021, perjudicado por el agravamiento de la pandemia tras la aparición de la variante ómicron y la persistencia de los cuellos de botella que afectan a las cadenas globales de valor (véanse gráficos 3.1 y 3.2). El comportamiento de la actividad fue, en todo caso, heterogéneo. En dicho período, mientras que en Estados Unidos y Japón las tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB repuntaron (un 1,7 % y un 1,1 %, respectivamente, desde un 0,5 % y un -0,7 % en el trimestre anterior), la del área del euro se redujo (0,3 %, desde el 2,2 %). Por su parte, las principales economías emergentes mantuvieron tasas positivas, que resultaron especialmente elevadas en Asia y que mostraron una cierta moderación en el caso de América Latina (con la excepción de Brasil, que superó dos trimestres de crecimiento negativo). Finalmente, en China continuó la progresiva desaceleración de su economía y la tasa de crecimiento se redujo hasta el 4 % interanual (desde el 4,9 % del trimestre anterior), como consecuencia de la ralentización del sector inmobiliario y de las estrictas medidas sanitarias de contención de la pandemia. En este contexto de moderación de la actividad, el comercio mundial, sin embargo, aceleró su crecimiento hasta el 2,5 % en el último trimestre del año (frente al -0,9 % del tercer trimestre).

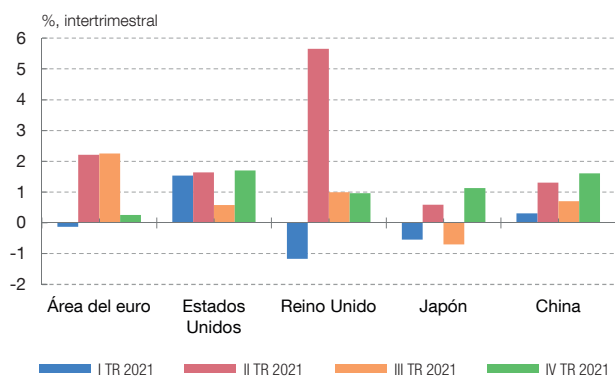
En los primeros meses de 2022, la evolución relativamente positiva de la pandemia y ciertos signos de relajación en los cuellos de botella apuntaban a una continuidad de la senda de recuperación de la actividad. La reducción del ritmo de contagios desde principios de este año y la confirmación de la menor gravedad de la variante ómicron han permitido la relajación de las medidas de contención de la pandemia en la mayoría de las regiones mundiales. Asimismo, la mejora de los indicadores de plazos de entrega (véase gráfico 3.2) y el abaratamiento



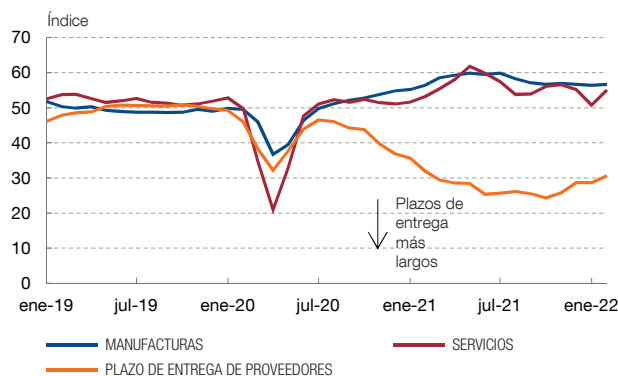
### EL CRECIMIENTO MUNDIAL SE MODERÓ EN EL CUARTO TRIMESTRE Y LA INFLACIÓN CONTINUÓ EN ASCENSO, HASTA ALCANZAR VALORES HISTÓRICAMENTE ELEVADOS. LA INVASIÓN DE UCRANIA AFECTA GRAVEMENTE A LAS PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Las tasas de inflación han continuado sorprendiendo al alza, impulsadas 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 crecimiento mundial se moderó en el cuarto trimestre, lastrado por dichos factores y la emergencia de la variante ómicron. El conflicto bélico, al que la comunidad internacional ha respondido con duras sanciones contra Rusia, ha dado lugar a un aumento de la incertidumbre, una intensificación de la escalada de los precios de la energía y de otras materias primas, y un endurecimiento de las condiciones financieras globales, que inciden significativamente en las expectativas de crecimiento e inflación para los próximos trimestres.

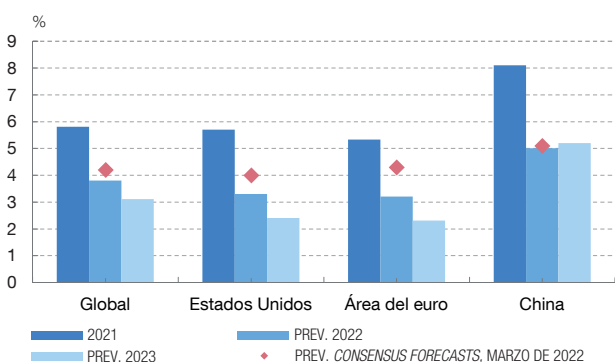
1 CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB EN 2021



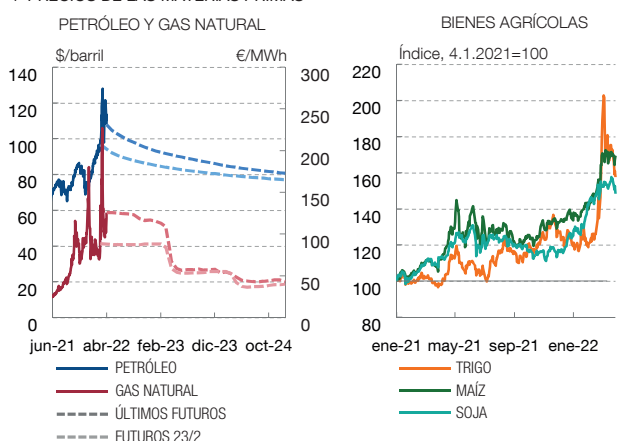
2 PMI: ECONOMÍAS AVANZADAS



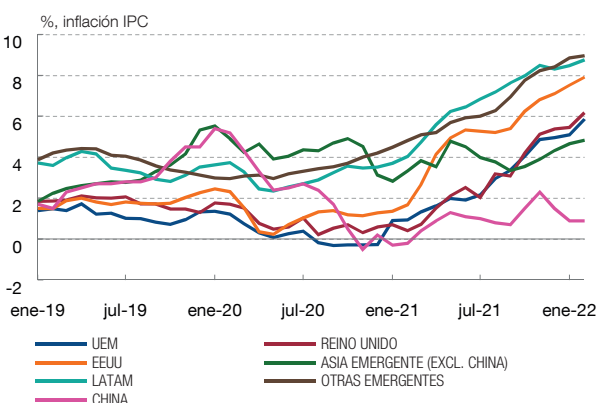
3 PREVISIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB (2021-2023)  
Consensus Forecasts, marzo de 2022



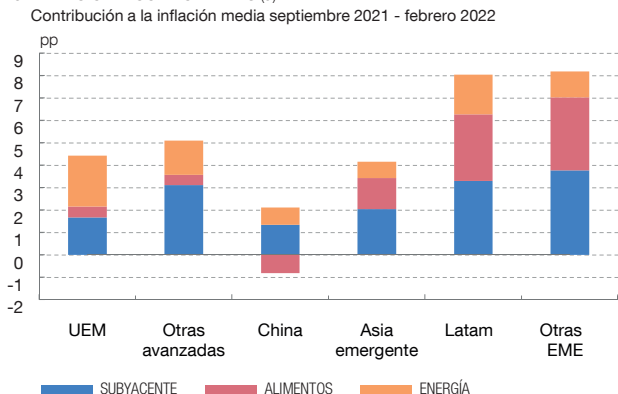
4 PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



5 INFLACIÓN INTERANUAL (a)



6 INFLACIÓN Y COMPONENTES (a)



FUENTES: Consensus Forecasts, estadísticas nacionales, IHS Markit, bancos centrales, Bloomberg y Thomson Reuters.

a El agregado «Otras EME» incluye economías de Europa del Este (Polonia, Hungría y Rusia). Por su parte, «Latam» es un agregado promedio de cinco países latinoamericanos (Brasil, Colombia, Chile, Perú y México).



de los costes de transporte apuntaban a una progresiva relajación de las disrupciones ocasionadas por los cuellos de botella. De este modo, hasta finales de febrero diversos indicadores de actividad, como los PMI, mostraban señales de continuidad de la recuperación económica (véase gráfico 3.2).

**El estallido de la guerra en Ucrania y la respuesta de la comunidad internacional, con duras sanciones económicas contra Rusia, condicionan significativamente, a través de canales diversos, las perspectivas de crecimiento a corto y a medio plazo** (véanse gráfico 3.3 y recuadro 2). En primer lugar, se ha producido un fuerte incremento de la incertidumbre, que incide negativamente en la confianza de los agentes económicos y tiende a endurecer sus condiciones de financiación. En segundo lugar, la actividad económica también podría verse afectada a través del canal comercial, con un retroceso del comercio mundial y un posible agravamiento de los cuellos de botella, dado el papel central de Ucrania y, sobre todo, Rusia como suministradores de materias primas para algunos sectores económicos y áreas geográficas. Finalmente, la fuerte escalada del precio de las materias primas energéticas y de algunos productos agrícolas tras la invasión de Ucrania representa un *shock* a los términos de intercambio, que tendrá efectos geográficos heterogéneos. En particular, estos efectos tendrán una incidencia negativa para los países importadores de materias primas, pero serán positivos para los países exportadores, especialmente en el caso de algunas economías emergentes que, como las de América Latina, no tienen un elevado grado de participación en las cadenas globales de valor. En este sentido, cabe señalar que el tamaño del *shock* es significativo: en la fecha de cierre de este Informe, los precios del petróleo y del gas habían aumentado, desde el inicio del conflicto bélico, un 11 % y un 41 %, respectivamente, mientras que el precio del trigo lo había hecho un 14 %. Por su parte, los futuros del gas y del petróleo han mostrado fuertes desplazamientos al alza y descuentan que los precios seguirán siendo elevados a lo largo de 2022 (véase gráfico 3.4).

**En los próximos meses, el conflicto bélico impulsará la inflación, que ya venía sorprendiendo al alza en los últimos trimestres, hasta niveles históricamente elevados a escala global** (véase gráfico 3.5). Así, la tasa de inflación en Estados Unidos ascendió en febrero hasta el 7,9 %, máximo desde 1982, mientras que en el área del euro se situó en el 5,8 %, máximo histórico. La inflación también repuntó entre las economías emergentes, especialmente en Europa del Este, mientras que se moderó hasta el 0,9 % en China. En estas dinámicas globales destaca la contribución del componente energético de los precios, en particular en las economías avanzadas, así como la evolución del precio de los alimentos, sobre todo en América Latina y Europa del Este (véase gráfico 3.6). Por su parte, la inflación subyacente también se ha elevado en los últimos meses y ha mostrado repuntes muy significativos en algunos países, como Estados Unidos o Reino Unido, que presentan una menor brecha de producción y un menor grado de holgura en sus mercados de trabajo. En cuanto a las expectativas de inflación, estas también han repuntado desde el inicio del conflicto, sobre todo a corto plazo.

**Los bancos centrales de las economías avanzadas han comenzado a endurecer el tono de su política monetaria en respuesta al actual contexto de alta inflación.** Así, el Banco de Inglaterra elevó 25 pb su tipo de interés oficial tanto en su reunión de febrero como en la de marzo, y este se situó en el 0,75 %. Asimismo, en su reunión de marzo la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó en 25 pb el rango objetivo de su tipo de interés oficial, hasta el 0,25 %-0,50 %, y ha anticipado nuevos incrementos a lo largo de todo 2022. Por su parte, las economías emergentes, salvo las asiáticas, continuaron el ciclo restrictivo de su política monetaria que ya iniciaron el pasado año.

**En el ámbito fiscal, resulta previsible que la escalada de los precios de la energía y de los alimentos haga surgir presiones significativas sobre algunas partidas de gasto e ingresos para hacer frente a las consecuencias adversas en los sectores más vulnerables.** Así, en Europa se han adoptado, desde finales de 2021, un amplio abanico de medidas destinadas a compensar el incremento de los precios de la electricidad, como rebajas de las tasas e impuestos que gravan este gasto, programas de transferencias a los hogares más vulnerables o gravámenes temporales sobre los beneficios extraordinarios de las centrales eléctricas no emisoras de CO<sub>2</sub>, favorecidas por la subida del precio del gas. Partidas como defensa o los gastos en acogida de refugiados también se verán presionadas al alza. En Estados Unidos se discute asimismo la adopción de un plan para reducir el coste de algunos productos básicos, como la energía. Estas actuaciones tendrán que tener en cuenta la existencia de un margen de maniobra limitado como consecuencia de los elevados niveles de endeudamiento público alcanzados durante la pandemia.

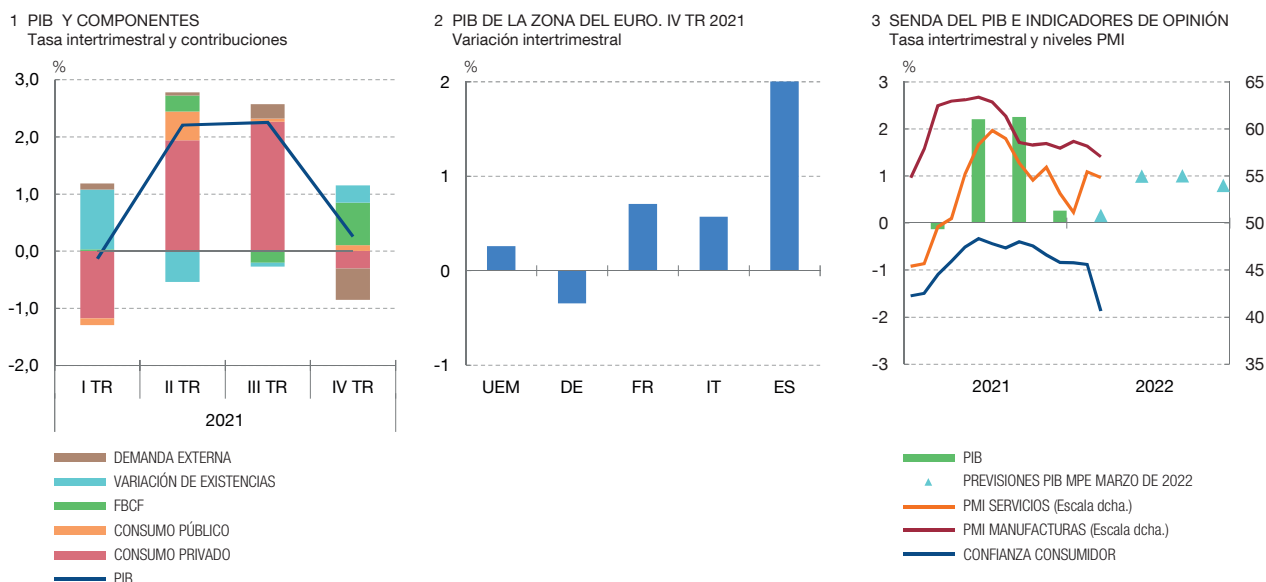
## 3.2 El área del euro

**Desde el inicio del conflicto bélico en Ucrania, los aumentos de los precios de las materias primas —sobre todo, de las energéticas—, el deterioro de la confianza a nivel global y el notable endurecimiento de las condiciones financieras han afectado muy significativamente a las perspectivas de crecimiento e inflación de la UEM, que, además, se encuentran sometidas a una considerable incertidumbre**

**La actividad económica del área del euro se ralentizó en el cuarto trimestre de 2021, lastrada por la imposición de nuevas restricciones sanitarias ante el agravamiento de la pandemia, la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor y el incremento de los precios de la energía.** El crecimiento del PIB, del 0,3 % intertrimestral —ligeramente superior al previsto, aunque muy por debajo del 2,3 % registrado en el tercer trimestre—, se debió fundamentalmente a la mejora de la inversión y a la reposición de inventarios (véanse gráficos 4.1 y 4.2), mientras que tanto el consumo privado como la demanda

## LA ACTIVIDAD ECONÓMICA SE RALENTIZÓ AL FINAL DE 2021 Y LAS PERSPECTIVAS HAN EMPEORADO TRAS LA INVASIÓN RUSA DE UCRAINA

En el cuarto trimestre, la actividad económica del área del euro creció a un ritmo muy inferior al de trimestres anteriores. La invasión de Ucrania iniciada a finales de febrero ha afectado significativamente a los precios de la energía y de otras materias primas, a las condiciones financieras y a la confianza de los agentes, y su impacto negativo sobre la actividad económica se ha hecho ostensible al final del primer trimestre. Con toda probabilidad, estos efectos se prolongarán en el tiempo, aunque con una magnitud y una duración sometidas a gran incertidumbre.



FUENTES: Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.



externa retrocedieron. Por ramas de actividad, el escaso crecimiento observado en el cuarto trimestre estuvo concentrado en el sector primario. En cambio, durante este período ni el valor añadido del sector servicios ni el de la industria experimentaron crecimiento alguno. El primero de ellos se vio afectado por el aumento de la incidencia del COVID-19, que implicó un apreciable descenso de la movilidad. Por su parte, las disrupciones en las cadenas globales de producción y de distribución continuaron afectando al grado de dinamismo de la actividad industrial.

**La información más reciente disponible, proveniente de encuestas de opinión, apunta a un empeoramiento de las perspectivas de actividad a corto plazo tras la invasión rusa de Ucrania.** En concreto, el PMI de manufacturas vio truncada en marzo la mejoría observada en los primeros meses del año, al tiempo que se alargaron significativamente los plazos de entrega de los pedidos, lo que sugiere un recrudecimiento de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. En la misma línea, tanto el PMI del sector servicios como las encuestas de confianza de la Comisión Europea (CE) evidenciaron un fuerte descenso tras el inicio del conflicto bélico (véase gráfico 4.3).

**En esta coyuntura particularmente incierta, el BCE ha revisado a la baja las previsiones de crecimiento del área del euro en sus proyecciones**

**PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM (a)**

	2022		2023		2024	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (marzo, escenario base)	3,7 (-0,5)	5,1 (1,9)	2,8 (-0,1)	2,1 (0,3)	1,6 (0)	1,9 (0,1)
BCE (marzo, escenario adverso)	2,5 (-1,7)	5,9 (2,7)	2,7 (-0,2)	2,0 (0,2)	2,1 (0,5)	1,6 (-0,2)
BCE (marzo, escenario severo)	2,3 (-1,9)	7,1 (3,9)	2,3 (-0,6)	2,7 (0,9)	1,9 (0,3)	1,9 (0,1)
Comisión Europea (febrero)	4 (-0,3)	3,5 (1,3)	2,7 (0,3)	1,7 (0,3)		
OCDE (diciembre de 2021)	4,3 (-0,3)	2,7 (0,8)	2,5 (...)	1,8 (...)		
FMI (enero)	3,9 (-0,4)	3 (1,3)	2,5 (0,5)	1,7 (0,3)		
<i>Consensus Forecasts</i> (marzo de 2022)	3,2 (-0,7)	5,7 (1,8)	2,3 (-0,2)	2,1 (0,4)		
<i>Survey of Professional Forecasters</i> (marzo)	4,2 (-0,3)	3,0 (1,1)	2,7 (0,4)	1,8 (0,1)	1,7 (...)	1,9 (...)

**FUENTES:** Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecasts*, Fondo Monetario Internacional y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a diciembre de 2021 para el BCE, noviembre para la CE, septiembre para la OCDE, octubre para el FMI, febrero de 2022 para *Consensus Forecasts* y octubre de 2021 para *Survey of Professional Forecasters*.

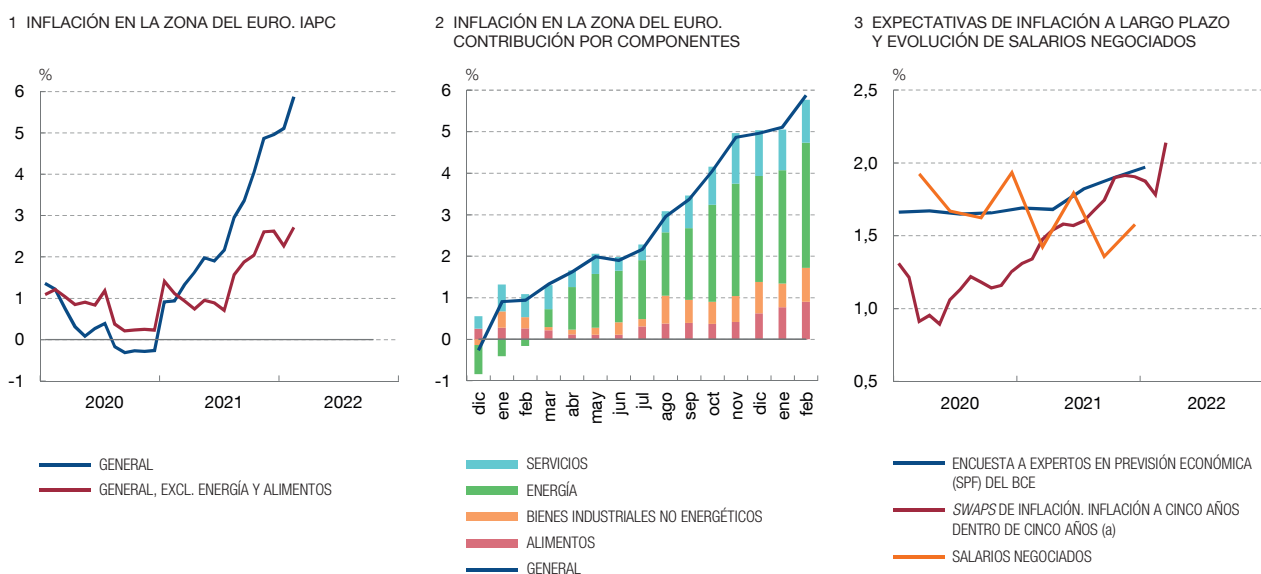
**macroeconómicas (MPE, por sus siglas en inglés) de marzo**<sup>1</sup>. El escenario base de dichas proyecciones asume que el impacto del conflicto sobre la confianza de los agentes será limitado en el tiempo y que las cadenas globales de producción y de distribución no se verán afectadas de forma significativa. A medio plazo, la mejora de la situación epidemiológica y de los cuellos de botella en la industria seguirían apoyando la recuperación de la actividad y la convergencia del crecimiento hacia su media histórica, a pesar de una orientación menos expansiva de las políticas fiscal y monetaria. En concreto, en este escenario se proyecta un crecimiento del PIB del 3,7 % en 2022, del 2,8 % en 2023 y del 1,6 % en 2024, lo que supone —en comparación con el ejercicio de diciembre— una revisión a la baja de 0,5 pp y 0,1 pp en 2022 y 2023, respectivamente (véase cuadro 2). El ejercicio de proyecciones de marzo plantea, además, dos escenarios alternativos que contemplan una evolución más adversa del conflicto bélico en Ucrania y de sus implicaciones económicas. En particular, el escenario más desfavorable del MPE asume, entre otros desarrollos, disrupciones más graves en las cadenas globales de valor, un empeoramiento adicional de las condiciones de financiación y recortes en la oferta de petróleo y de gas natural, que podrían dar lugar a incrementos adicionales de los costes energéticos y de los precios de consumo de la energía, y a un cierto desanclaje de las expectativas de inflación. En este escenario, el crecimiento del PIB se situaría en el 2,3 % en 2022 y 2023, y en el 1,9 % en 2024.

**La inflación ha continuado sorprendiendo al alza en los últimos meses, hasta alcanzar máximos históricos desde la creación de la UEM.** En febrero, la tasa de variación anual del índice general repuntó hasta el 5,9 %, mientras que la inflación subyacente lo hizo también, aunque más modestamente, hasta el 2,7 % (véanse

1 Véase *ECB staff macroeconomic projections for the euro area. March 2022*.

**EN EL ÁREA DEL EURO, LAS PRESIONES INFLACIONISTAS SE HAN INTENSIFICADO EN MESES RECIENTES**

La inflación general ha continuado aumentando, impulsada, sobre todo, por el componente energético. Las perspectivas sobre la intensidad y la duración de las presiones alcistas sobre los precios resultan particularmente inciertas en el actual contexto. El repunte de las expectativas de inflación tras la invasión de Ucrania y la propia magnitud y persistencia del episodio inflacionista actual alertan sobre la posibilidad de efectos de segunda ronda sobre los salarios.



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Promedio mensual de datos diarios.



gráficos 5.1 y 5.2). Esta evoluci3n reflej3, en su mayor parte, el encarecimiento de la energía y de los alimentos, cuyos precios han aumentado por los mayores costes de producci3n y de transporte, y como consecuencia de una climatología adversa. Adem3s, la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor ha contribuido a la intensificaci3n de las tensiones inflacionistas. Por su parte, las expectativas de inflat3n —especialmente a corto plazo— han repuntado tambi3n tras el estallido de la guerra. Dicho repunte, junto con la propia intensidad y persistencia del episodio inflacionista actual, podría incrementar el riesgo de que, de cara al futuro, se produzcan efectos de segunda ronda sobre los salarios, que, no obstante, han continuado evolucionando de forma relativamente moderada en los últimos meses (véanse gráfico 5.3 y recuadro 3).

**En este contexto, el BCE ha revisado sustancialmente al alza sus perspectivas sobre la evoluci3n de la inflat3n en los próximos trimestres.** En su escenario base, el MPE de marzo prevé que la tasa anual media de inflat3n se elevará hasta el 5,1 % en 2022 (desde el 2,6 % registrado en 2021), para moderarse posteriormente hasta el 2,1 % en 2023 y el 1,9 % en 2024. Estas cifras se sitúan 1,9 pp, 0,3 pp y 0,1 pp, respectivamente, por encima de las previsiones publicadas por el Eurosistema en diciembre (véase cuadro 2). Por su parte, la inflat3n subyacente se mantendría

relativamente elevada en 2022 y alcanzaría una tasa anual media del 2,6 % (0,7 pp más de lo previsto en diciembre), como consecuencia de los efectos indirectos del encarecimiento de los precios de la energía, el impacto de los cuellos de botella y una mayor inflación en los servicios que se han visto más afectados por las restricciones asociadas a la pandemia. El ejercicio proyecta que estas presiones sobre la inflación subyacente se reducirán gradualmente, de forma que la tasa anual media descendería hasta el 1,8 % en 2023 y alcanzaría el 1,9 % en 2024. En el escenario más desfavorable presentado en el MPE de marzo, la inflación general se elevaría hasta el 7,1 % en 2022 y el 2,7 % en 2023, y descendería al final del horizonte de proyección hasta el 1,9 %.

**El nuevo contexto macroeconómico y geopolítico que se ha abierto tras el inicio del conflicto bélico en Ucrania y el aumento de la incertidumbre que ello supone obligan a una calibración cuidadosa del tono de la política fiscal.** Para 2022, se han aprobado en muchos países del área del euro diversas medidas para compensar a empresas y hogares por el aumento de los precios de la energía —con un impacto sobre las cuentas públicas superior a las cuatro décimas de PIB en Francia, Italia o Países Bajos, por ejemplo—. Será necesario, además, hacer frente a los gastos asociados a la acogida de los refugiados ucranianos. De cara a 2023, a la espera de una decisión sobre la prórroga de la cláusula que suspende las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la CE postula un tono neutro de la política fiscal a nivel agregado del área del euro, pero diferenciando por países en función de sus respectivas situaciones económicas. Al margen de estos desarrollos, cabe destacar también el impacto fiscal, potencialmente muy significativo, de las iniciativas que la CE ha planteado recientemente con el propósito de mitigar los efectos de los altos precios de la energía y reducir la dependencia energética de Rusia<sup>2</sup>, así como de los anuncios por parte de algunos países (como Alemania) de incrementar su gasto en defensa para un futuro.

**En su última reunión de política monetaria, celebrada en marzo, el Consejo de Gobierno del BCE revisó a la baja la senda de compras netas de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) para los próximos meses y modificó las indicaciones sobre la posible evolución futura de los tipos de interés oficiales.** El Consejo de Gobierno fijó las compras netas mensuales del APP en 40 mm de euros en abril, 30 mm de euros en mayo y 20 mm de euros en junio, al tiempo que indicó que la calibración del volumen de estas compras para el tercer trimestre dependería de la evolución de los datos económicos. Si se confirmara la expectativa de que las perspectivas de inflación a medio plazo se mantienen firmes incluso después del final de las compras netas de activos, estas concluirán en el tercer trimestre. En caso contrario, se podría revisar el plan de las compras netas de

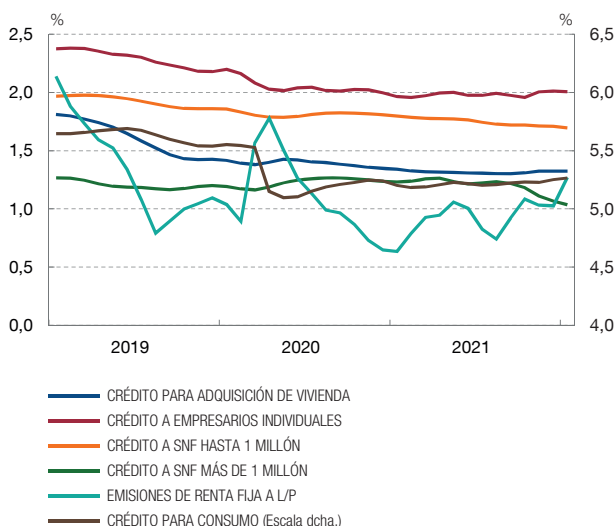
---

2 Comisión Europea (2022), «REPowerEU: Acción conjunta para una energía más asequible, segura y sostenible», comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.

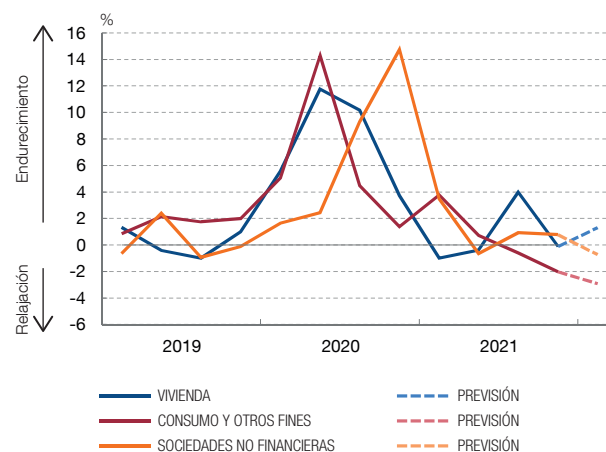
## LOS COSTES MEDIOS DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS Y DE LOS HOGARES DE LA UEM CONTINÚAN EN NIVELES REDUCIDOS, Y LA OFERTA DE CRÉDITO HABRÍA PERMANECIDO ESTABLE EN LA MAYORÍA DE LOS SEGMENTOS EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021

Los tipos de interés medios de la financiación bancaria de los hogares y de las empresas no han experimentado cambios significativos en los últimos meses. En cambio, el coste medio de las emisiones de valores de renta fija a largo plazo se ha incrementado en los últimos meses. Según la EPB, los criterios de concesión de préstamos se habrían mantenido sin cambios apreciables en la mayoría de los segmentos en el cuarto trimestre de 2021. Para el primer trimestre de 2022, las entidades prevén una ligera expansión de la oferta de crédito, excepto en los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, para los que anticipan una leve contracción.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



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



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco Central Europeo.

- 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 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  $\times 1$ .



activos, en términos tanto de tamaño como de duración. Por otra parte, el Consejo de Gobierno comunicó que cualquier ajuste de los tipos de interés oficiales del BCE tendría lugar transcurrido algún tiempo después del final de sus compras netas y sería gradual. Finalmente, el Consejo de Gobierno enfatizó que, en un contexto de elevada incertidumbre, adoptaría cuantas medidas sean necesarias para cumplir el mandato de estabilidad de precios encomendado al BCE y salvaguardar la estabilidad financiera. En este sentido, el Consejo de Gobierno decidió prorrogar la facilidad *repo* del Eurosistema para bancos centrales no pertenecientes al área del euro hasta el 15 de enero de 2023. Tras el anuncio de estas decisiones, se produjeron movimientos al alza en los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la UEM y en las primas de riesgo de las deudas soberanas, lo que podría ser coherente con el hecho de que los mercados esperaran una disminución de las compras netas de activos más lenta de lo finalmente acordado. Estos desarrollos prolongaron la tendencia, que ya se venía observando desde finales de 2021, hacia unas condiciones



financieras en la UEM menos holgadas; tendencia que, en buena medida, ha estado condicionada también por factores externos asociados principalmente a los cambios en las condiciones macroeconómicas y en la política monetaria de Estados Unidos (véase recuadro 4).

**Las condiciones de financiación de los hogares y de las empresas en la UEM continúan siendo muy favorables.** Con información hasta enero, los tipos de interés medios de los nuevos préstamos concedidos por las entidades de crédito al sector privado permanecían en niveles históricamente reducidos. En cambio, el coste medio de las emisiones de valores de renta fija a largo plazo se ha elevado en los últimos meses como consecuencia tanto del aumento de los tipos de interés libres de riesgo como del incremento de la prima por riesgo de crédito (véase gráfico 6.1). Por otra parte, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de concesión de préstamos se habrían mantenido sin cambios en el cuarto trimestre de 2021, excepto en los préstamos a los hogares para consumo y otros fines, que habrían continuado relajándose. Para el primer trimestre de 2022, las entidades anticipan una ligera expansión de la oferta de crédito, salvo en los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda, para los que esperan una leve contracción (véase gráfico 6.2). En términos de cantidades, la financiación captada por las empresas y los hogares se ha acelerado levemente durante los últimos meses. Esta evolución se explica, fundamentalmente, por el mayor dinamismo tanto de los préstamos bancarios concedidos a las empresas —que crecieron en enero a una tasa intertrimestral en el entorno del 2%— como de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda.

Las condiciones financieras en la economía española se han endurecido a lo largo del primer trimestre del año, debido, fundamentalmente, a la invasión rusa de Ucrania y a las expectativas de un tensionamiento de la política monetaria, en un contexto de elevada inflación a nivel global

**Las cotizaciones bursátiles en España han retrocedido en los últimos meses, mientras que los costes de emisión de la deuda pública se han encarecido.** Si bien el IBEX-35 ha mostrado una caída durante el primer trimestre del año (-3,1 %), esta ha sido más moderada que la correspondiente al indicador análogo del área del euro, el EURO STOXX 50 (-9,2 %). El mejor desempeño relativo del índice español podría deberse, al menos en parte, a la menor exposición directa a las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania de las empresas cotizadas en el mercado español, frente a las empresas del índice europeo. Respecto al mercado de deuda soberana, la rentabilidad del bono a diez años emitido por el Tesoro español ha aumentado en 85 pb a lo largo del primer trimestre, y su diferencial frente al bono alemán se ha ampliado en 12 pb, incremento similar al observado en los casos de Italia o Portugal, pero muy inferior al de Grecia.

**El coste de la emisión de deuda corporativa a largo plazo se ha incrementado con intensidad durante los tres primeros meses de 2022, aunque los costes medios de los préstamos bancarios se mantenían en febrero cerca de mínimos históricos** (véase gráfico 7.1). En todo caso, el aumento reciente de las rentabilidades interbancarias sugiere que los tipos de interés de los préstamos bancarios también podrían elevarse en los próximos meses. En particular, desde el comienzo del año y hasta marzo, el euríbor a 3 meses se ha incrementado en 9 pb y el euríbor a 12 meses lo ha hecho en 27 pb. De acuerdo con la EPB, los criterios de aprobación de préstamos se habrían endurecido moderadamente en el último trimestre de 2021, excepto en el segmento de financiación a las grandes empresas, en el que habrían permanecido inalterados. De cara al primer trimestre de 2022, las entidades anticipan que la oferta de crédito permanecerá estable en todos los segmentos (véase gráfico 7.2).

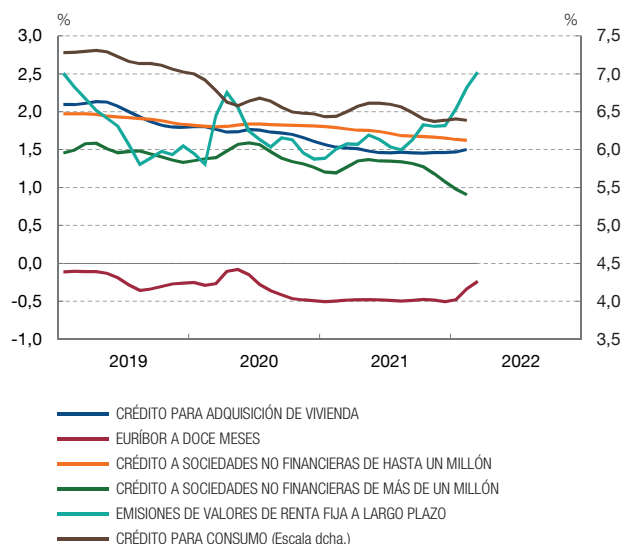
La actividad económica en España prosiguió su senda de recuperación en el cuarto trimestre de 2021, aunque a un menor ritmo que en el trimestre precedente

**La tasa de crecimiento del PIB español alcanzó el 2,2 % en el cuarto trimestre de 2021, 0,4 pp menos que en el trimestre anterior.** En todo caso, este avance

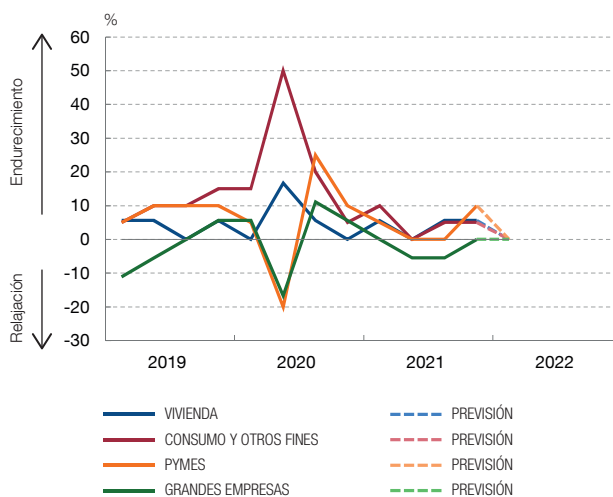
## LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SE ENDURECEN LIGERAMENTE EN EL PRIMER TRIMESTRE

Los costes medios de la financiación bancaria de los hogares y de las empresas se habría mantenido cerca de sus mínimos históricos hasta febrero (último dato disponible). No obstante, esta tendencia podría revertirse durante los meses siguientes, dado el repunte reciente de los tipos de interés interbancarios. Además, según la EPB, los criterios de aprobación de préstamos se han endurecido moderadamente desde el cuarto trimestre de 2021 de forma bastante generalizada.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



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



FUENTES: Banco de España 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 el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b 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  $\times 1$ .



del PIB fue ligeramente superior al previsto en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre<sup>3</sup>. La situación epidemiológica, caracterizada por un fuerte repunte de los contagios como consecuencia de la expansión de la variante ómicron del COVID-19, condicionó la evolución de la actividad en los últimos meses del pasado año, si bien con una menor intensidad que en olas anteriores de la pandemia. Así, a la expansión del PIB en el cuarto trimestre contribuyeron positivamente tanto la demanda exterior neta —aunque en menor medida que en el trimestre precedente— como la demanda interna. Esta última se vio impulsada por el consumo privado y la inversión en equipo, rúbricas que mostraron un mayor dinamismo que en el tercer trimestre (véase gráfico 8.1).

**Como resultado de esta evolución, el PIB español se situó 3,8 pp por debajo de su nivel previo a la pandemia, cota que ya se había alcanzado en el conjunto**

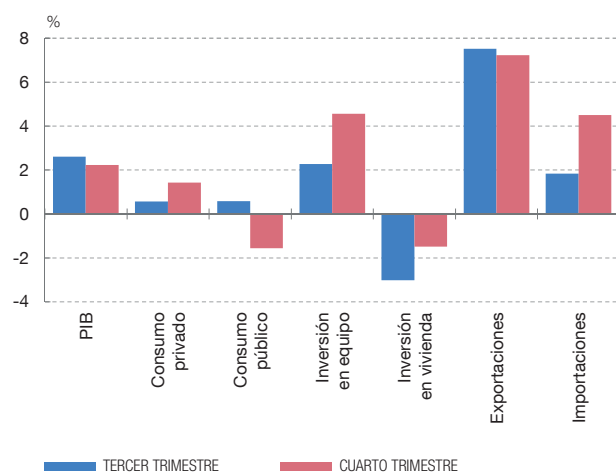
3 Véase el recuadro 1, "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2024): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre 2021", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

Gráfico 8

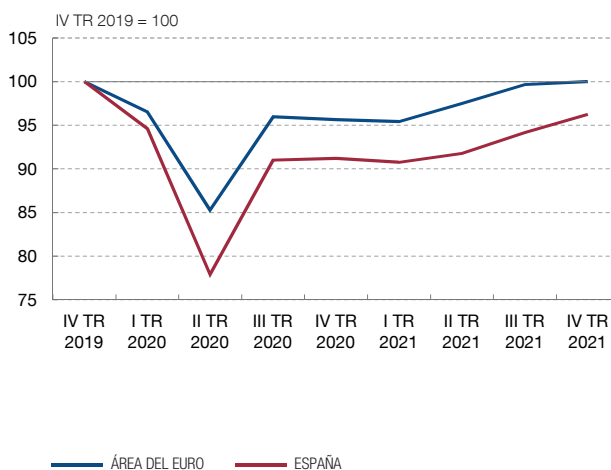
## LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CRECIÓ POR ENCIMA DE LO ESPERADO EN EL CUARTO TRIMESTRE, SI BIEN DE FORMA MENOS INTENSA QUE EN EL TRIMESTRE ANTERIOR

El PIB de la economía española creció un 2,2 % en el cuarto trimestre, apoyado en la aportación positiva tanto del sector exterior como de la demanda interna. El PIB español aún se mantiene 3,8 pp por debajo del nivel alcanzado a finales de 2019, una brecha significativamente mayor que la que se observa en el conjunto de la UEM, que ya habría recuperado su nivel prepandemia. No obstante, esta brecha respecto al nivel pre-COVID se habría reducido de forma más intensa en España en el cuarto trimestre de 2021.

1 VARIACIÓN DEL PIB Y DE SUS COMPONENTES EN EL TERCER Y CUARTO TRIMESTRE DE 2021. TASAS INTERTRIMESTRALES



2 EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA Y EN LA UEM



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.



**del área del euro a finales de 2021** (véase gráfico 8.2). Esta diferencia refleja una mayor contracción de la actividad durante la primera mitad de 2020, así como una recuperación posterior menos intensa en España que en las principales economías del área del euro. A su vez, estos desarrollos se explican, al menos en parte, por la mayor especialización relativa de la economía española en los sectores más afectados por la pandemia. No obstante, cabe destacar que, precisamente en el último trimestre de 2021, la economía española mostró un mayor dinamismo que el conjunto de la UEM, debido, sobre todo, al mejor comportamiento de la inversión en equipo y de la inversión en activos inmateriales.

**Durante el primer trimestre del año, se espera que el ritmo de crecimiento de la economía española se modere, debido, principalmente, a las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania**

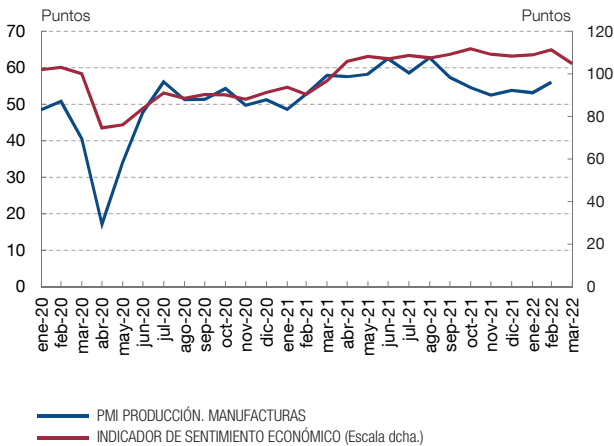
**Las proyecciones del Banco de España, publicadas en el recuadro 1 de este Informe<sup>4</sup>, prevén que el crecimiento del PIB se sitúe en el 0,9% en el primer trimestre.** A lo largo de los meses de enero y febrero, los indicadores de confianza

4 Véase «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2024)».

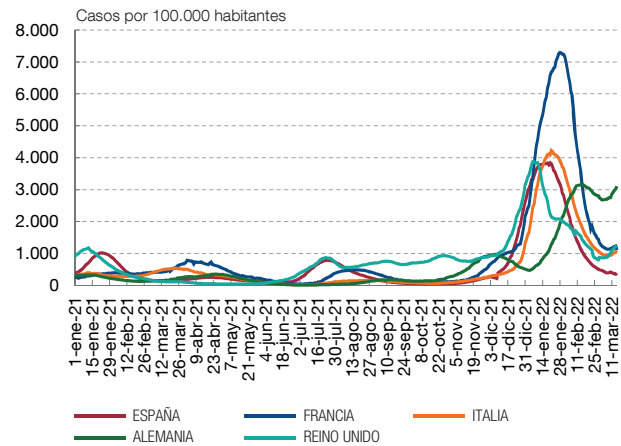
## SE PREVÉ UNA MODERACIÓN EN EL RITMO DE CRECIMIENTO DEL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE

En enero y en buena parte de febrero, los indicadores de confianza mostraron una senda de recuperación paulatina, en consonancia con la mejora de la evolución epidemiológica y un cierto alivio en los cuellos de botella en las cadenas de suministros a nivel global. Sin embargo, a raíz de la invasión de Ucrania por parte de Rusia se produjo un deterioro muy acusado en los indicadores de confianza, que reflejaría las consecuencias de la guerra en el plano económico e incidirá previsiblemente de forma negativa en el grado de dinamismo de la actividad en el tramo final del primer trimestre.

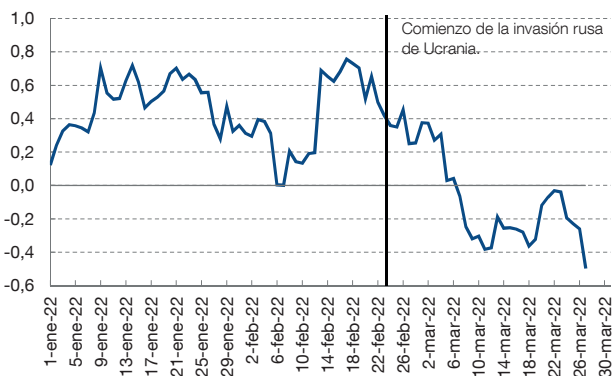
1 INDICADORES DE CONFIANZA (a)



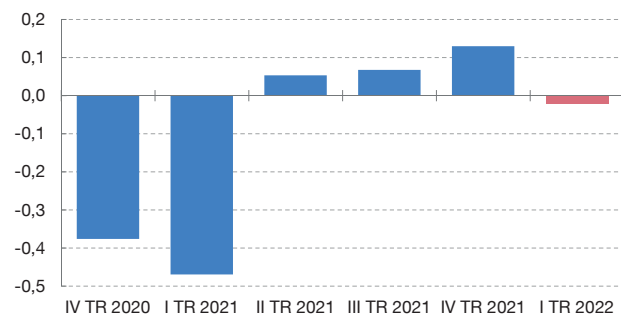
2 INCIDENCIA ACUMULADA EN 14 DÍAS



3 INDICADOR DE CONFIANZA (DENS) (b)



4 EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LA FACTURACIÓN (c)



FUENTES: Comisión Europea, IHS Markit, Our World in Data y Banco de España.

- a Última observación: febrero para el PMI manufacturas y marzo para el indicador de sentimiento económico.  
 b Véase Aguilar *et al.* (2020). *Can news help measure economic sentiment? An application in COVID-19 times*, Documentos de Trabajo, n.º 2027, Banco de España. Medias móviles de siete días. Los datos positivos indican un nivel de confianza superior al promedio histórico (1997-2019), mientras que los negativos señalan un nivel de confianza inferior al promedio histórico.  
 c Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2; aumento leve = 1; estabilidad = 0; descenso leve = -1; descenso significativo = -2.



mostraron una senda de recuperación paulatina (véase gráfico 9.1), en consonancia con la mejora en la evolución epidemiológica (véase gráfico 9.2). Sin embargo, a raíz de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, el pasado 24 de febrero, se ha producido un deterioro muy acusado en estos indicadores, como reflejo de las consecuencias negativas que esta guerra podría suponer en el plano económico (véanse gráficos 9.1 y 9.3). En particular, tanto el propio conflicto bélico como las sanciones impuestas

a Rusia por parte de numerosos gobiernos e instituciones internacionales han desencadenado un aumento muy considerable en los precios de las materias primas y en los niveles de incertidumbre, lo que habría condicionado de forma significativa las decisiones de consumo y de inversión de hogares y de empresas en el tramo final del trimestre. De hecho, la última ola de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), con información recopilada entre el 23 de febrero y el 10 de marzo, apunta a un cierto deterioro en las expectativas de crecimiento de la facturación empresarial respecto al último trimestre de 2021 (véase gráfico 9.4)<sup>5</sup>. Adicionalmente, en las últimas semanas del trimestre, los paros en el sector del transporte han dado lugar a alteraciones en las cadenas de distribución comercial de nuestro país. En conjunto, estos desarrollos habrían ocasionado una cierta ralentización en el ritmo de avance del PIB español en el primer trimestre del año.

### El empleo ha moderado levemente su dinamismo a lo largo del primer trimestre

**En febrero y, según la previsión disponible, en marzo, el aumento del empleo se habría situado ligeramente por debajo del que sería coherente con el comportamiento histórico de la afiliación en estos meses.** Además, aunque el número de trabajadores en ERTE continuó su senda de reducción en enero y en febrero, lo hizo a un ritmo notablemente más reducido que en los meses previos. En concreto, en febrero 118.900 personas se encontraban afectadas por un ERTE, cifra solo ligeramente inferior la registrada en diciembre de 2021 (129.200). En todo caso, la afiliación efectiva fue en febrero un 1,7 % superior a la observada antes del comienzo de la pandemia, una brecha positiva mayor que la que se registró en diciembre del año pasado (0,9 %) (véase gráfico 10.1). Por otra parte, la evolución del empleo en el conjunto del trimestre llevaría a un nuevo descenso, aunque más moderado que el observado a finales de 2021, de la tasa de paro, en un contexto en el que la participación laboral repuntaría levemente, tras su disminución en el trimestre anterior (véase gráfico 10.2).

### En un entorno de elevada incertidumbre, el crecimiento del producto en el primer trimestre se apoyaría en el avance del consumo y, en menor medida, de la inversión

**El consumo mostró una cierta recuperación a lo largo de los meses de enero y febrero, pero se habría ralentizado tras la invasión de Ucrania.** En un contexto de mejoría de la situación epidemiológica y de un cierto alivio en los cuellos de botella a nivel global, las ventas de comercio al por menor, las matriculaciones

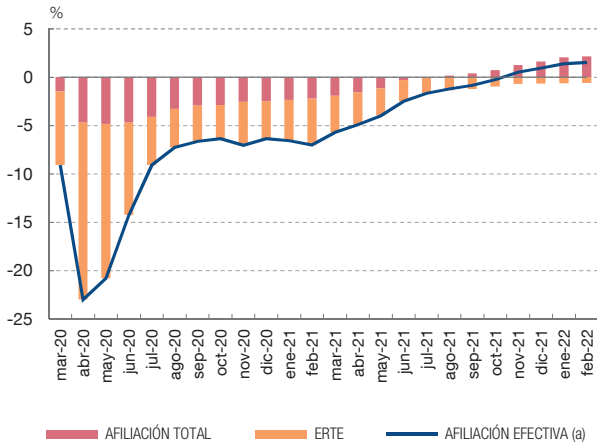
---

5 Para más detalles, véase «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: marzo de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

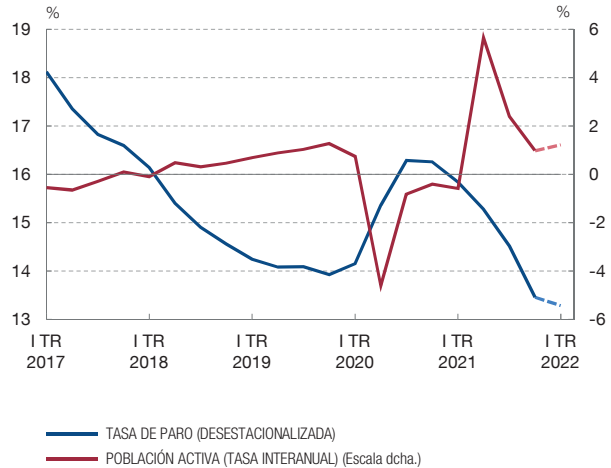
**PROSIGUE LA MEJORÍA DEL EMPLEO, AUNQUE A UN RITMO MENOS INTENSO**

En los dos primeros meses del primer trimestre, la afiliación total moderó su dinamismo, aunque se situó ya un 2,3 % por encima del nivel observado en febrero de 2020, mientras que el descenso de los trabajadores en ERTE continuó, aunque a menor ritmo que en trimestres pasados, hasta los 118.900 trabajadores. En conjunto, la afiliación efectiva se situó un 1,7 % por encima de su nivel precrisis. Esta evolución del empleo, unida a la relativa estabilidad de la tasa de actividad, acarrearía un leve descenso de la tasa de paro en el conjunto del primer trimestre.

1 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL Y EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020 (DATOS MEDIOS DEL MES Y DESESTACIONALIZADOS)



2 TASA DE PARO Y POBLACIÓN ACTIVA



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Encuesta de Población Activa (INE) y Banco de España.

a La afiliación efectiva se calcula como la diferencia entre los afiliados totales y los trabajadores afectados por ERTE.



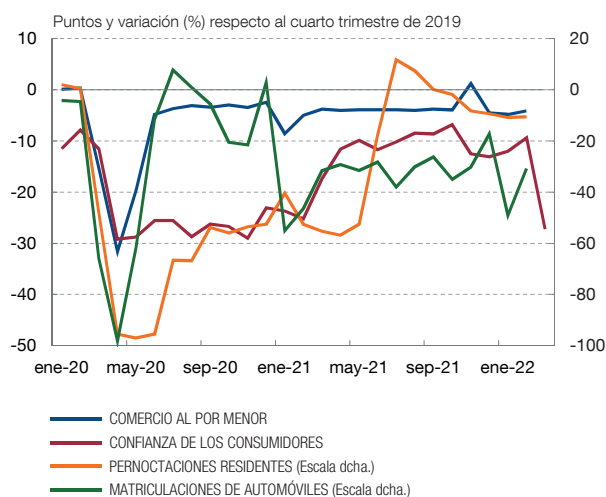
de particulares y las pernoctaciones hoteleras se recuperaron durante febrero (véase gráfico 11.1). Sin embargo, aunque la información disponible es aún escasa, cabe esperar que las decisiones de consumo de los hogares se vean lastradas como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania, pues esta ha provocado, entre otros efectos adversos, una intensificación del repunte inflacionista —que reducirá el poder de compra de los hogares— y un incremento de la incertidumbre —que hará que los hogares puedan anticipar la evolución futura de sus rentas reales con mayor dificultad—. En efecto, el desplome de la confianza de los consumidores en marzo corrobora esta hipótesis (véase gráfico 11.1). En este contexto, el crédito a los hogares destinado al consumo mostró cierta atonía (véase gráfico 11.2), en línea también con el mantenimiento de una importante bolsa de ahorro acumulada desde el comienzo de la pandemia.

**De acuerdo con el indicador de ejecución de obra, la inversión en vivienda habría mostrado un dinamismo relativamente elevado durante el primer trimestre del año** (véase gráfico 12.1). En todo caso, el ritmo de avance de la actividad en este sector se habría visto limitado por varios factores de cierta entidad. Entre estos destacan, principalmente, la escasez de mano de obra —relacionada con la atonía de los flujos migratorios y el despliegue de los proyectos asociados al

## EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS RETOMÓ LA SENDA DE RECUPERACIÓN A PARTIR DE ENERO, PERO LA GUERRA EN UCRAINA LIMITARÍA DICHA RECUPERACIÓN EN EL TRAMO FINAL DEL TRIMESTRE

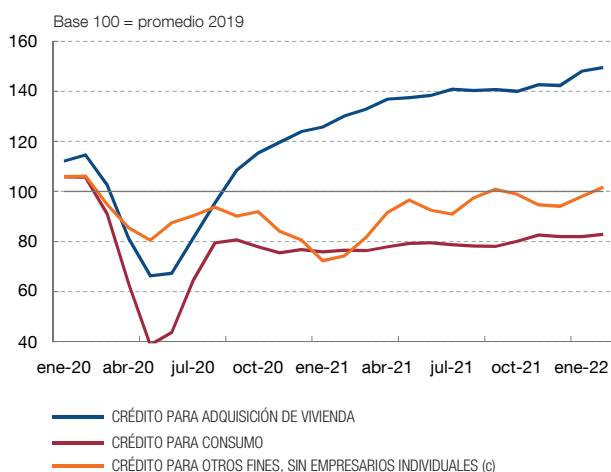
Tras verse limitado en torno al cambio de año por el repunte en la incidencia de la pandemia, el consumo de las familias habría iniciado una senda de recuperación, coherente con la consolidación de la mejora en el mercado laboral, lo que habría favorecido un incremento del consumo privado en el conjunto del trimestre. Dicho avance, que se habría sustentado en el aumento del gasto en determinadas partidas de servicios y en las ventas minoristas, podría haberse visto afectado por el inicio de la guerra en Ucrania en el tramo final del trimestre. El nuevo crédito destinado a consumo ha seguido mostrando un escaso dinamismo, en línea con la atonía que presenta el gasto en algunos bienes duraderos y la importante bolsa de ahorro acumulada por las familias desde el comienzo de la pandemia.

1 INDICADORES RELACIONADOS CON EL CONSUMO DE LOS HOGARES (a)



2 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A HOGARES (b)

Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses



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

- a Series ajustadas de estacionalidad. En el gráfico se presenta la variación porcentual con respecto al cuarto trimestre de 2019, excepto para el indicador de confianza de los consumidores, para el que se presenta el nivel de la serie. Para el primer trimestre de 2022, el cálculo se realiza teniendo en cuenta la información para enero y febrero (la más reciente disponible en la fecha de cierre de este Informe), excepto para el indicador de confianza de los consumidores, para el que se dispone de datos hasta marzo.
- b Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito.
- c Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



programa Next Generation EU (NGEU)<sup>6</sup>— y la dificultad en el aprovisionamiento de determinados suministros que ya se venía observando desde el tramo final del año pasado y que podría agravarse como consecuencia del conflicto en Ucrania (véase gráfico 12.2). A ello cabe sumar, en la parte final del trimestre, las consecuencias de los paros en el transporte de mercancías por carretera. Por su parte, las compraventas de vivienda se situaron, en el segundo semestre de 2021, en niveles superiores a los observados con anterioridad a la pandemia, dinámica que ha continuado en enero de este año (véase gráfico 12.3). En cuanto al precio medio de la vivienda, este se aceleró en el último trimestre de 2021, hasta registrar un avance del 6,4 % interanual (véase gráfico 12.4).

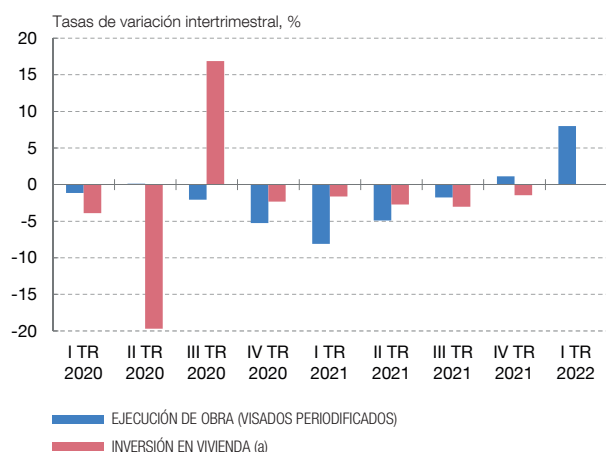
6 Véase el recuadro 5, “Flujos migratorios en España durante la crisis del COVID-19 y su incidencia sobre la oferta laboral, Informe trimestral de la economía española”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.



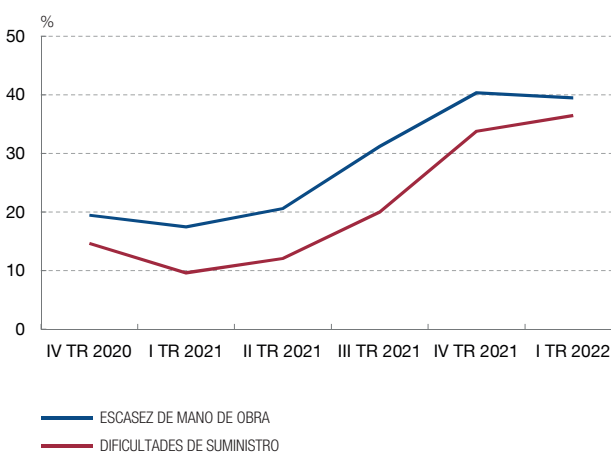
## LA INVERSIÓN EN VIVIENDA MOSTRARÍA UN MAYOR DINAMISMO EN EL PRIMER TRIMESTRE, FRENTE A LA ATONÍA DEL TRIMESTRE PRECEDENTE

El ritmo de la ejecución de obra apunta a un cierto repunte de la inversión en vivienda el primer trimestre de 2022, tras la atonía de trimestres anteriores. No obstante, el dinamismo de este componente de demanda en los próximos trimestres vendrá condicionado por los problemas de suministro de algunos materiales arrastrados por el sector a lo largo del pasado año, que se han reflejado en un aumento continuado de sus costes, desarrollos que se verán agravados por las repercusiones económicas de la guerra en Ucrania. Por su parte, las compraventas de vivienda y su financiación han tendido a estabilizarse en los últimos meses, en niveles muy por encima de los registrados antes de la pandemia. En cuanto al precio medio de la vivienda, este prosiguió su aceleración en el cuarto trimestre de 2021.

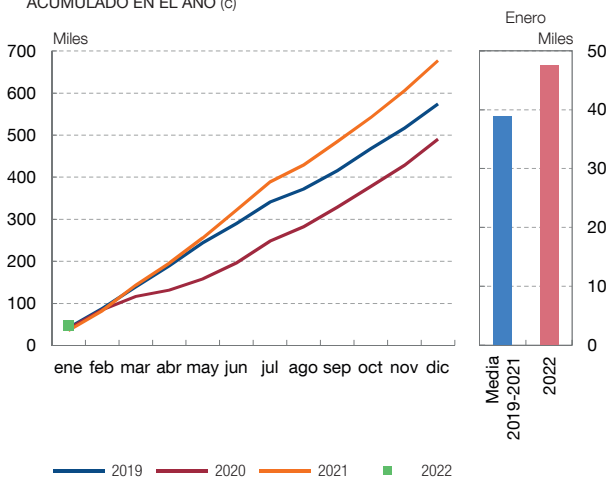
1 EJECUCIÓN DE VISADOS DE OBRA NUEVA E INVERSIÓN EN VIVIENDA



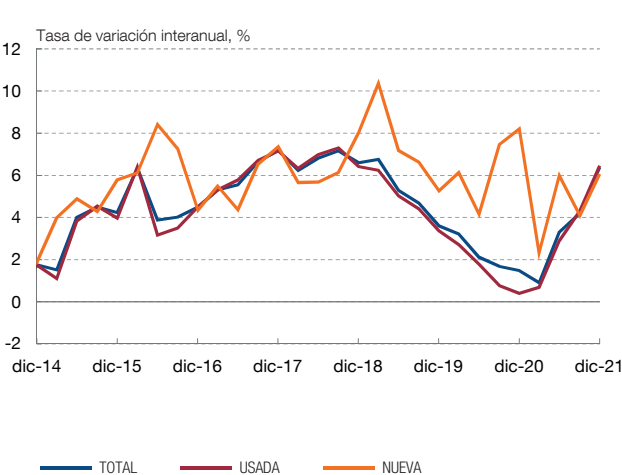
2 ESCASEZ DE MANO DE OBRA Y DIFICULTADES DE SUMINISTRO EN LA CONSTRUCCIÓN (b)



3 COMPRASVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA. ACUMULADO EN EL AÑO (c)



4 ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDA



**FUENTES:** Banco de España, Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

a Serie ajustada de efectos estacionales y de calendario.

b Porcentaje de empresas que declaran un impacto negativo o muy negativo de cada uno de los factores sobre su actividad.

c El último dato disponible de compraventas es de enero de 2022.



**La inversión empresarial podría reducir su ritmo de crecimiento en el conjunto del primer trimestre.** En enero y febrero, la evolución de los indicadores relativos a este componente de la demanda fue positiva, si bien apuntó a una cierta moderación

en su ritmo de avance tras el elevado dinamismo del cuarto trimestre de 2021. En particular, la información cualitativa disponible hasta febrero mostraba una evolución favorable de la confianza de la industria, así como de las expectativas de producción y de demanda exterior (véase gráfico 13.1). A pesar de ello, en los últimos meses, se han acelerado los nuevos préstamos concedidos por las entidades bancarias a las sociedades no financieras, particularmente los de mayor importe (véase gráfico 13.2), aunque el recurso a la financiación con valores de renta fija se ralentizó. En cualquier caso, cabe esperar que el aumento de la incertidumbre como consecuencia de la guerra en Ucrania haya comenzado a afectar ya negativamente a las decisiones de inversión empresarial, en un contexto en el que las empresas también esperan un encarecimiento en sus costes de producción (véase gráfico 13.3)<sup>7</sup> y perciben un agravamiento en los problemas de suministro como factor limitante de su actividad (véase gráfico 13.4).

### En el primer trimestre se prevé una desaceleración en los intercambios comerciales con el exterior, con una contribución más moderada al avance del producto

**El agravamiento de los cuellos de botella a nivel global, como consecuencia de la guerra en Ucrania, apunta a una ralentización del ritmo de crecimiento de las exportaciones y de las importaciones españolas en el conjunto del primer trimestre.** En enero y febrero, los indicadores de comercio exterior eran compatibles con una moderada expansión de los intercambios españoles con el resto del mundo a medida que se aliviaban los cuellos de botella en las cadenas globales de valor (véase gráfico 14.1). No obstante, a pesar de que la exposición comercial directa de España a Rusia y a Ucrania es reducida<sup>8</sup>, cabe anticipar un efecto negativo del conflicto sobre las exportaciones españolas a través de las cadenas globales de suministros y del impacto sobre algunos de nuestros socios comerciales europeos más expuestos a los dos países en guerra. En este sentido, tras la invasión de Ucrania, el Banco Central Europeo (BCE) ha revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para 2022 en el conjunto del área del euro, principal mercado de exportación de España (véase gráfico 14.2)<sup>9</sup>.

**Las exportaciones de turismo habrían retomado su senda de reactivación a medida que avanzaba el primer trimestre, pero su evolución futura se verá condicionada por las posibles repercusiones del conflicto en Ucrania.** Los indicadores del comportamiento de los flujos turísticos internacionales mostraron una

7 Para más detalles, véase «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: marzo de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

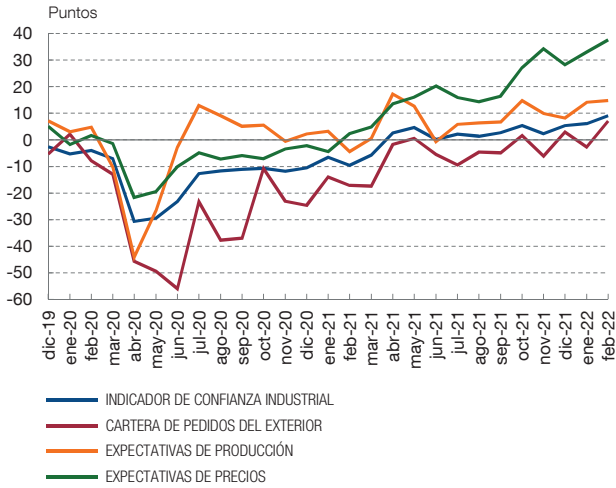
8 Las exportaciones de bienes a ambos países supusieron en 2019 alrededor del 0,2% del PIB, mientras que las importaciones representaron en torno al 0,3%. No obstante, el peso relativo de Rusia en las importaciones energéticas es relativamente significativo (alrededor del 6% del total). Por su parte, las exportaciones de servicios se situaron en el 0,1% del PIB, en su mayor parte correspondientes a ingresos por turismo (76%).

9 Véase *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, Banco Central Europeo, marzo de 2022.

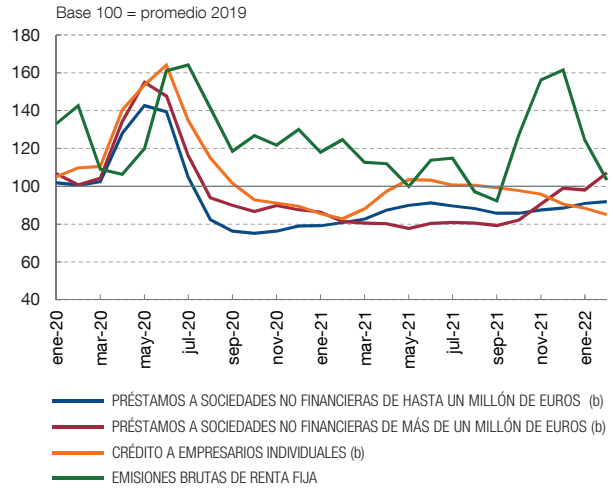
## LA INVERSIÓN EMPRESARIAL PODRÍA MOSTRAR UNA EVOLUCIÓN ALGO MENOS DINÁMICA EN EL PRIMER TRIMESTRE, FRENTE AL ELEVADO DINAMISMO DEL TRIMESTRE ANTERIOR

La información cualitativa disponible hasta antes del inicio de la guerra muestra una evolución favorable de la confianza de la industria y de las expectativas de producción. En este sentido, también apuntan las nuevas operaciones de crédito a las sociedades no financieras, cuyo dinamismo se explica, en mayor medida, por los préstamos de mayor importe. No obstante, la guerra en Ucrania podría agravar la persistencia de los problemas de suministro por el lado de la oferta y podría aumentar las presiones inflacionistas, lastrando el crecimiento de la inversión empresarial.

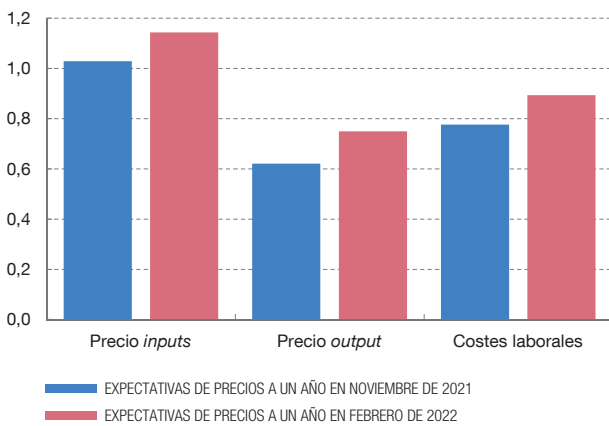
1 INDICADORES DE CONFIANZA



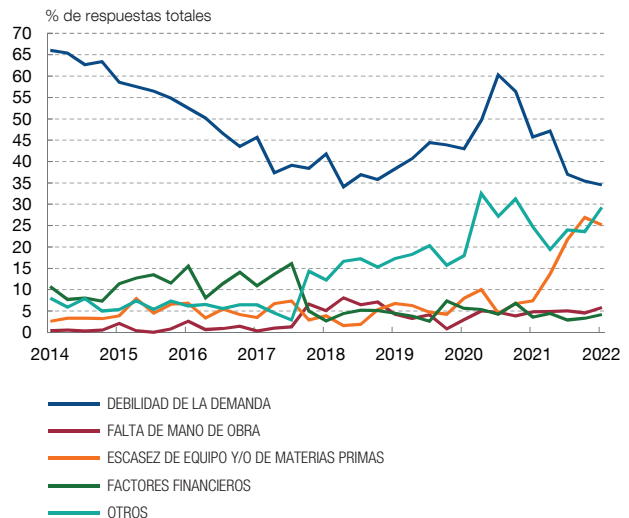
2 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (a)  
Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses



3 PERSPECTIVAS DE PRECIOS Y COSTES LABORALES (c)



4 FACTORES LIMITADORES DE LA ACTIVIDAD EN LA INDUSTRIA (d)



**FUENTES:** IHS Markit, Banco de España, Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), Ministerio de Industria, Comercio y Turismo y Comisión Europea.

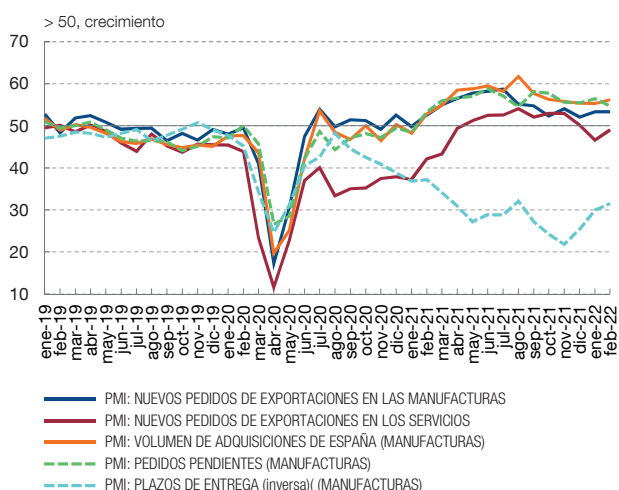
- a Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito.
- b Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.
- c Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2; aumento leve = 1; estabilidad = 0; descenso leve = -1; descenso significativo = -2.
- d La suma de los porcentajes de respuestas de los factores mencionados junto a «ninguno» (no mostrado en el gráfico) es igual al 100 %.



## LOS INTERCAMBIOS COMERCIALES CON EL EXTERIOR SE DESACELERARÍAN EN EL PRIMER TRIMESTRE COMO CONSECUENCIA DE LAS TENSIONES DERIVADAS DE LA GUERRA EN UCRANIA

La invasión de Ucrania y las sanciones a Rusia han provocado un fuerte encarecimiento de las materias primas, así como la alteración de las cadenas de suministros globales, debilitando la recuperación de la economía mundial y, en especial, de las economías europeas, nuestros principales mercados de exportación. No obstante, los indicadores disponibles de turismo extranjero han retomado su senda de progresiva recuperación a partir de febrero, a medida que se retiraban las restricciones a los viajes reintroducidas a finales del año anterior para frenar la expansión de los contagios por ómicron, si bien el encarecimiento de los costes de transporte y las percepciones de menor seguridad de los viajeros ante el nuevo escenario bélico podrían condicionar negativamente las perspectivas de las exportaciones turísticas.

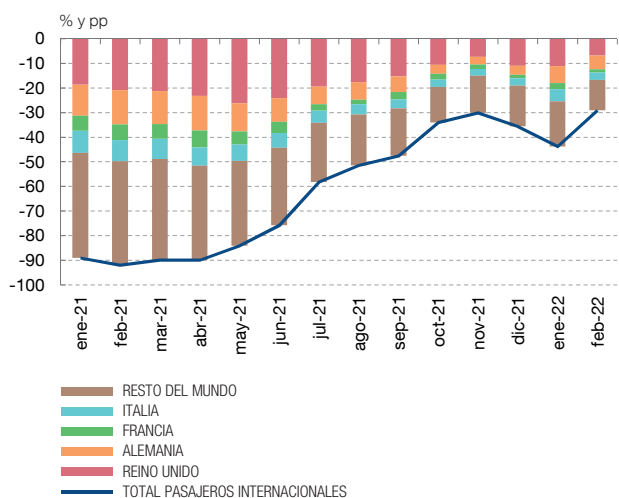
1 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



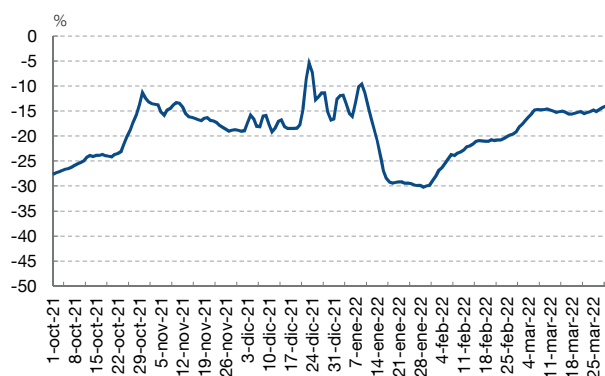
2 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB DEL ÁREA DEL EURO PARA 2022  
Tasas anuales



3 LLEGADAS DE PASAJEROS INTERNACIONALES POR VÍA AÉREA  
Tasas de variación sobre las mismas fechas de 2019 y contribuciones por países



4 EVOLUCIÓN DEL TRÁFICO AÉREO EN LOS AEROPUERTOS ESPAÑOLES  
Tasas de variación sobre las mismas semanas de 2019; media móvil de siete días



FUENTES: IHS Markit, BCE, Aena y Eurocontrol.

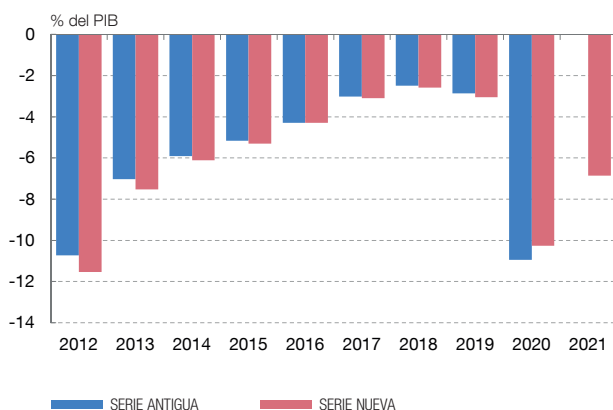
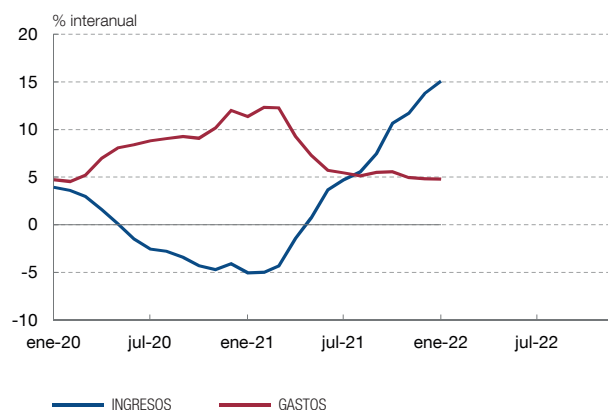


reactivación significativa en febrero, en línea con la evolución favorable de la situación epidemiológica. En concreto, en ese mes, las pernoctaciones extranjeras en alojamientos hoteleros y las llegadas de pasajeros en vuelos internacionales se recuperaron, hasta alcanzar el 82% y el 71% de su nivel previo a la pandemia, respectivamente (véase gráfico 14.3). Por su parte, la evolución del indicador de tráfico

**EL DÉFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS SE REDUJO EN 2021**

El año 2021 se cerró con un déficit de las AAPP del 6,9 % del PIB, 3,4 pp menos que el dato revisado del año anterior. Por un lado, los gastos se desaceleraron, sobre todo como consecuencia del menor importe de las medidas extraordinarias de apoyo público ligadas a la crisis del COVID-19. Por otro, los ingresos mostraron un fuerte dinamismo y se situaron por encima de los registros previos a la pandemia.

1 SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)

2 INGRESOS Y GASTOS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (b)  
Acumulado de doce meses

FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

a La IGAE ha decidido cambiar el criterio adoptado en diciembre de 2020 y reclasificar a la Sareb dentro de las AAPP desde su creación en 2012. Esto supone una revisión de las series de saldo y deuda de las AAPP desde dicha fecha.

b Correspondientes al agregado de AAPP, sin CCLL, y excluyendo las transferencias entre AAPP.



aéreo de pasajeros en los aeropuertos españoles sería coherente con una continuación de la senda de recuperación incluso durante marzo, tras el inicio de la guerra (véase gráfico 14.4). El impacto directo del conflicto sobre los flujos turísticos está acotado, ya que el mercado ruso representa una parte muy minoritaria de las exportaciones de turismo españolas (un 1,6 % en 2019). No obstante, de cara al futuro, el encarecimiento de los costes de transporte y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares en los principales países emisores de turistas hacia nuestro país por el alza de la inflación podrían lastrar la recuperación del turismo en España.

**En 2021, las cuentas públicas registraron una corrección parcial del acusado deterioro que sufrieron el año anterior, con un notable avance de los ingresos públicos**

**El déficit de las AAPP se situó en 2021 en el 6,9 % del PIB, 3,4 pp por debajo del registrado el año anterior<sup>10</sup>, mejora que estuvo asociada tanto al fuerte avance de los ingresos como a la desaceleración de los gastos (véase**

10 La IGAE ha decidido cambiar el criterio adoptado en diciembre de 2020 y reclasificar a la Sareb dentro de las AAPP desde su creación en 2012. Esto supone una revisión de las series de saldo y deuda de las AAPP desde dicha fecha, lo que implica mayores déficits en los primeros años y menor en 2020 (10,3% del PIB, frente al 11,0 % comunicado previamente).

gráfico 15.1). Los ingresos públicos aumentaron un 14 % interanual en el conjunto de 2021, acelerándose incluso en la parte final del año y mostrando un dinamismo también elevado en el inicio de 2022. Por su parte, la desaceleración del gasto público total a lo largo del año pasado —su tasa de crecimiento anual disminuyó desde el 12 % en 2020 hasta el 4,8 % en 2021— se explica por la reducción de los gastos ligados al COVID-19 (véase gráfico 15.2). Respecto a la deuda de las AAPP, esta se situó en diciembre en el 118,4 % del PIB, 1,6 pp por debajo del nivel registrado doce meses antes, como consecuencia del fuerte avance del PIB nominal, que compensó el aumento de la deuda ocasionado por el saldo deficitario de las AAPP.

**La escasa información disponible apunta a que los gastos financiados con transferencias del programa NGEU ejecutados en 2021 habrían sido muy inferiores a lo previsto inicialmente por el Gobierno<sup>11</sup>.** En particular, de acuerdo con la información publicada por la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), la evolución de las partidas a través de las cuales debería contabilizarse la ejecución de los fondos europeos apuntaría a un volumen de gasto ejecutado muy inferior al inicialmente presupuestado (26,6 mm de euros), si bien la ausencia de información detallada dificulta el seguimiento del grado efectivo de ejecución del programa NGEU en 2021. De cara al futuro, cabría esperar una importante aceleración del gasto financiado a cargo del NGEU a lo largo de los próximos trimestres. Así, el volumen de fondos asociados a las convocatorias registradas en la página web del programa, a fecha de 29 de marzo de 2022, era ya de 24 mm de euros. Esto supone 7,8 mm más que en diciembre, cifra que cabe esperar siga aumentando, dado el anuncio hecho por el Gobierno de un plan de convocatorias para el conjunto del primer semestre de 2022 de 24,6 mm de euros. Por otro lado, en el marco de las reformas estructurales previstas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), el Gobierno aprobó a finales de 2021 una reforma del sistema de pensiones públicas<sup>12</sup> que incorpora, entre otras medidas, la revalorización de sus importes con el IPC, la derogación del factor de sostenibilidad y un nuevo mecanismo de equidad intergeneracional<sup>13</sup>. En conjunto, estas medidas supondrán un incremento del gasto público, cuya cobertura requerirá nuevas actuaciones por el lado de los ingresos, de los gastos o de ambos, al objeto de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y largo plazo.

**Al objeto de mitigar las consecuencias económicas y sociales asociadas al conflicto bélico en Ucrania, el Consejo de Ministros aprobó, el pasado 29 de marzo, el denominado Plan de Choque de Respuesta a la Guerra<sup>14</sup>.** En su

---

11 El programa incluye tanto el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) como el REACT-EU.

12 Ley 21/2021, de 28 de diciembre.

13 Este supondrá un aumento de las cotizaciones sociales, en unos 0,2 pp del PIB por año, durante los años 2023-2032, que serviría para financiar el aumento del gasto a partir de 2033. De acuerdo con la ley, si la mayor recaudación fuese insuficiente para financiar el aumento de gasto derivado de la derogación del factor de sostenibilidad, se implementarían medidas alternativas pendientes de definir.

14 Véase [RDL 6/2022](#).

conjunto, el coste directo para las arcas públicas de las medidas aprobadas ascendería a 6 mm de euros en 2022, según la estimación del Gobierno<sup>15</sup>. Entre las principales medidas con impacto presupuestario directo, cabe destacar la bonificación por el Estado a todos los ciudadanos de 15 céntimos de euro por cada litro de combustible repostado —en principio, desde el 1 de abril hasta el 30 de junio—, la prórroga hasta esa misma fecha de las rebajas vigentes en la imposición de la energía, las medidas compensatorias y ayudas directas al sector del transporte e industrias electrointensivas —por valor de 1,4 mm de euros— y el plan de acogida a refugiados —con un presupuesto de 1,2 mm de euros—.

**La senda de aceleración de los precios se ha prolongado en los primeros meses del año, impulsada principalmente por el componente energético, pero también por el aumento de la inflación subyacente**

**En marzo, la tasa interanual del indicador adelantado del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) mostró un repunte muy pronunciado, hasta el 9,8 %, máximo histórico de la serie<sup>16</sup>.** La información acerca de la desagregación de esta tasa es principalmente de naturaleza cualitativa. Según el INE, la aceleración de marzo, de 2,2 pp con respecto a febrero, sería bastante generalizada por componentes, destacando los de la electricidad, los carburantes y combustibles, y los alimentos y bebidas no alcohólicas. En este sentido, la subida de la inflación se explicaría, sobre todo, por la evolución de los precios de la energía en los mercados internacionales y, posiblemente, por los efectos de la huelga de transportes sobre los precios de los alimentos frescos. A falta de la información correspondiente al indicador de inflación subyacente del IAPC, el construido a partir del IPC (excluyendo del índice general el componente energético y el de alimentos no elaborados) creció un 3,4 % interanual, una décima más que en febrero.

**El desglose del IAPC de febrero mostró incrementos muy elevados de los componentes más volátiles.** La contribución de la energía a la tasa de inflación observada en dicho mes (7,6 %) ascendió a 4,8 pp, de los que 2,7 pp correspondieron al encarecimiento de la electricidad (véase gráfico 16.1). No obstante, el impacto sobre los consumidores de los elevados precios en el mercado mayorista de la electricidad se habría mitigado parcialmente por la prórroga, hasta finales de junio de 2022, de la reducción de las cargas fiscales y del refuerzo del bono social aprobada por el Gobierno el pasado año. Por su parte, los precios de los alimentos también han experimentado una aceleración significativa en los últimos meses, con una contribución de 1,4 pp a la tasa de inflación general en febrero.

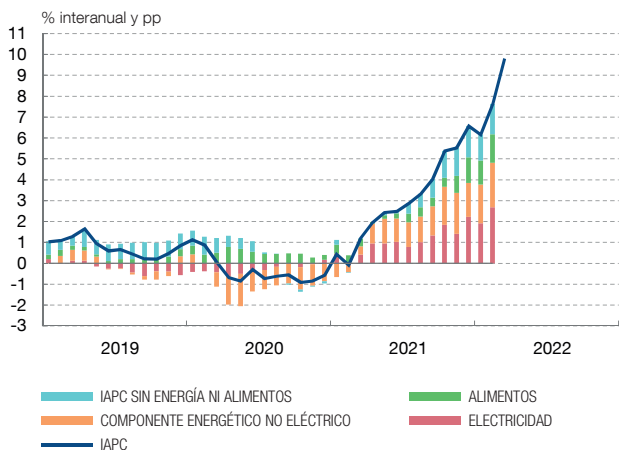
15 A este importe hay que añadir un pasivo contingente de 10 mm de euros vinculado a la nueva línea de avales ICO aprobada como parte del paquete para cubrir las necesidades de liquidez en el sector empresarial provocadas por el aumento temporal del coste de la energía y de los combustibles.

16 El IAPC se calcula desde 1997. En términos del IPC, la tasa de inflación registrada en marzo es la más alta desde mayo de 1985.

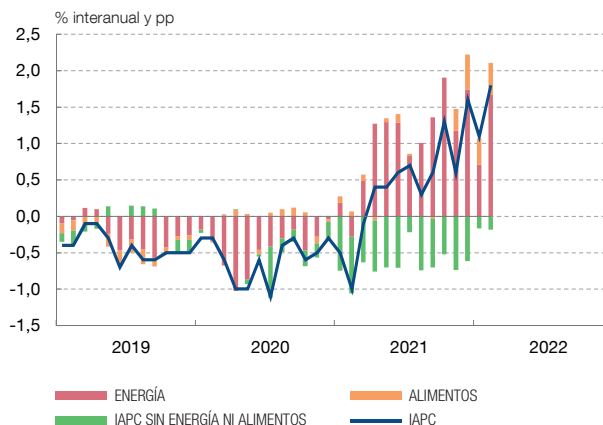
## LA INFLACIÓN HA REPUNTADO INTENSAMENTE EN LOS ÚLTIMOS MESES

La inflación general ha aumentado fuertemente en España en los últimos meses —de forma algo más intensa que en el conjunto de la UEM—, impulsada por el componente energético de los precios, pero también por un incremento de la inflación subyacente y por una aceleración de los precios alimenticios. En particular, las materias primas energéticas se han encarecido abruptamente con el inicio de la guerra en Ucrania, que ha supuesto una importante perturbación que redundará en un repunte inflacionista más persistente de lo inicialmente estimado. Si bien cabría esperar que la inflación descienda a partir del último trimestre de este año, los riesgos en torno a la evolución futura de la inflación son al alza, y no pueden descartarse tensiones inflacionistas adicionales a través de efectos indirectos y de segunda vuelta.

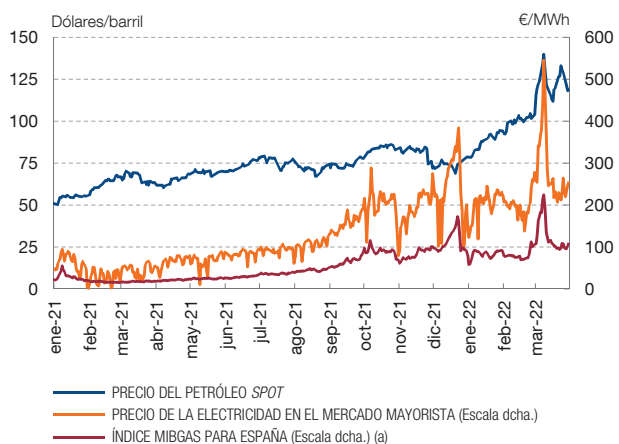
1 INFLACIÓN EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



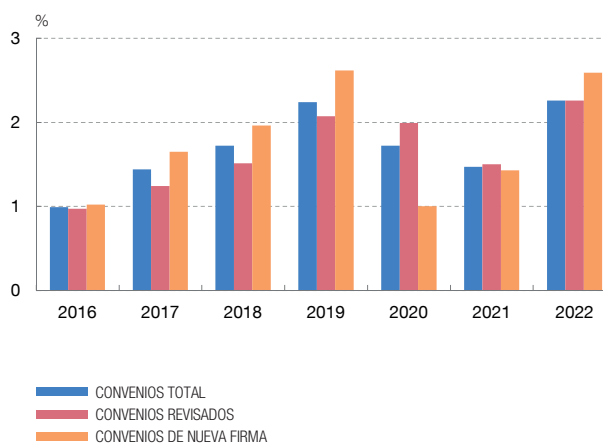
2 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



3 PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS ENERGÉTICAS



4 INCREMENTOS SALARIALES PACTADOS SEGÚN FECHA DE FIRMA (b)



FUENTES: Banco de España, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Reuters, Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS), OMIE, y Ministerio de Trabajo y Economía Social.

- a El Índice MIBGAS es el precio medio ponderado de todas las operaciones de gas celebradas para el mismo día en todas las sesiones de negociación para España.
- b Datos de 2022, hasta febrero.



**La inflación subyacente —esto es, el IAPC sin energía ni alimentos— también ha aumentado en los últimos meses, principalmente debido al repunte en los precios de los bienes industriales no energéticos.** En particular, la inflación subyacente alcanzó el 2,7 % interanual en febrero, frente a un promedio del 1,6 % en el trimestre pasado. Este repunte respondió, fundamentalmente, a la aceleración de



los precios de algunas partidas de bienes industriales no energéticos afectadas por los cuellos de botella a nivel global —como vehículos, piezas de repuesto y accesorios, y mobiliario y enseres—. Asimismo, cabe mencionar el incremento de los precios del vestido y del calzado en enero, debido, al menos en parte, a un cambio metodológico introducido en dicho mes<sup>17</sup>. Por su parte, el aumento reciente del ritmo de crecimiento de los precios de los servicios se explica, fundamentalmente, por la aceleración de los precios de la restauración, que podría reflejar una cierta traslación del encarecimiento de los costes energéticos y de los alimentos.

**El incremento reciente de los precios energéticos está siendo un fenómeno global, de modo que la inflación general también se ha intensificado en la mayoría de las economías de nuestro entorno.** Así, la inflación en el conjunto del área del euro alcanzó el 5,9 % en febrero, su máximo desde el inicio de la Unión Monetaria. En todo caso, el diferencial positivo de inflación que España ha venido manteniendo con respecto de la eurozona en el último año responde a un mayor encarecimiento de los precios energéticos en nuestro país<sup>18</sup> y, en menor medida, de los precios de los alimentos. Por otro lado, los precios de determinados bienes industriales no energéticos afectados por los cuellos de botella en las cadenas de suministros a nivel global, así como los precios de los servicios más afectados por la pandemia, han experimentado crecimientos más elevados en España que en el área del euro en los primeros meses del año. Como resultado, la brecha negativa en la inflación subyacente ha tendido a cerrarse (véase gráfico 16.2).

**La guerra en Ucrania ha supuesto una considerable perturbación para los precios de las materias primas energéticas.** Dada la relevancia de Rusia en los mercados de materias primas energéticas, los precios de estos insumos han venido sufriendo una fuerte volatilidad desde el inicio del conflicto. En particular, los precios del petróleo y del gas natural aumentaron un 36 % y un 178 %, respectivamente, entre el 23 de febrero y el 8 de marzo<sup>19</sup>, si bien estas alzas se corrigieron parcialmente en las semanas posteriores (véase gráfico 16.3). Asimismo, los precios de otras materias primas no energéticas —como el níquel, el aluminio, el maíz y el trigo— también han experimentado incrementos muy acusados en las últimas semanas del trimestre.

**Si bien la incertidumbre es aún muy elevada, las perturbaciones recientes contribuyen indudablemente a una persistencia de la inflación mayor que la inicialmente estimada.** Cabe destacar, no obstante, que los precios de los mercados de futuros de las materias primas continúan anticipando descensos en

17 En enero de 2022, el INE publicó el IPC con la nueva base 2021. Entre las mejoras metodológicas introducidas, cabe destacar, por su impacto, el cambio en el tratamiento del precio del vestido (véase [https://www.ine.es/prensa/ipc\\_base\\_2021.pdf](https://www.ine.es/prensa/ipc_base_2021.pdf)).

18 En España, la contribución de los precios energéticos ha sido mayor, al tener estos bienes un peso más elevado en nuestra cesta de consumo y al reaccionar los precios minoristas de la electricidad a las variaciones de los precios mayoristas en mayor medida que en el promedio del área del euro.

19 Incrementos del precio del petróleo Brent en dólares/barril y del índice MIBGAS del gas natural.

los próximos meses. En este sentido, en ausencia de nuevas perturbaciones, se prevé que las tasas de inflación descendan desde sus elevados niveles actuales a partir del último trimestre de este año. Además, se espera que las medidas aprobadas por el Gobierno el pasado 29 de marzo<sup>20</sup>, entre las que se encuentran la bonificación del precio de venta al público de los carburantes, la rebaja de cargos del sistema eléctrico en la factura de la electricidad, la prórroga de la reducción de impuestos relacionados con la factura eléctrica y la limitación del incremento de la tarifa de último recurso de gas natural, contribuyan a mitigar, al menos parcialmente, la escalada de los precios energéticos.

**En todo caso, las perspectivas sobre la evolución futura de la inflación se encuentran sometidas a riesgos al alza<sup>21</sup>.** La incertidumbre existente sobre la intensidad y la duración de la guerra no permite descartar la materialización de perturbaciones más negativas en los mercados de materias primas energéticas, que podrían agravar la escalada de sus precios. Además, en caso de prolongarse en el tiempo, el encarecimiento de los costes energéticos podría trasladarse en mayor medida a los precios de consumo y, a su vez, a los salarios, en un contexto de pérdida de poder adquisitivo por parte de los trabajadores. Este es el riesgo posiblemente más significativo en un horizonte temporal amplio, el asociado a los denominados «efectos de segunda vuelta» que pudieran dar lugar a espirales inflacionistas entre precios y salarios. En este sentido, en nuestro país, con datos hasta febrero, los convenios colectivos han mostrado un repunte moderado del incremento salarial pactado para 2022, hasta el 2,3 %, frente al 1,5 % pactado para 2021 (véase gráfico 16.4). No obstante, se observan algunos indicios de una cierta traslación de la mayor inflación en los convenios firmados más recientemente, así como un aumento de los mecanismos de indiciación<sup>22</sup>. En todo caso, el hecho de que, según las encuestas a expertos en previsión económica y los precios negociados en los mercados financieros, las expectativas de inflación en el medio plazo permanezcan ancladas mitigaría, al menos en parte, la intensidad de estos riesgos al alza.

Fecha de cierre: 31.3.2022.

Fecha de publicación: 5.4.2022.

---

20 Véase [RDL 6/2022](#).

21 Véase el recuadro 1 de este Informe, «[Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2022-2024\)](#)».

22 Véase el recuadro 6, «[Un primer análisis del impacto de la inflación sobre la negociación colectiva en 2022](#)», «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

Relación cronológica de los Artículos Analíticos correspondientes a este *Boletín Económico*.

### RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS HASTA EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021. UN AVANCE DE CIERRE DEL EJERCICIO

Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

Publicado el 25 de marzo de 2022

La información de la Central de Balances Trimestral (CBT) evidencia que en 2021 se produjo un aumento significativo de la actividad y de los beneficios corporativos, aunque la recuperación se vio frenada en el tramo final del ejercicio en las empresas más expuestas al aumento del coste de la energía. En este contexto, los niveles de rentabilidad medios se elevaron de forma notable respecto a 2020, pero se mantuvieron por debajo de los valores previos a la pandemia. La deuda del conjunto de las empresas de esta muestra creció en 2021, lo que llevó a un ligero ascenso de la ratio media de endeudamiento en relación con el activo. En cambio, la ratio media de deuda sobre excedentes, que aproxima la capacidad de reembolso, descendió, favorecida por la recuperación de los beneficios empresariales. También se redujo el peso medio de los pagos por intereses sobre los resultados, debido tanto a la caída del coste de la deuda viva como al incremento de los excedentes ordinarios. Por su parte, las ratios de liquidez se redujeron en una mayoría de empresas y sectores, tras el fuerte repunte del ejercicio previo, en un contexto de menor incertidumbre. El artículo incluye un recuadro que analiza la evolución reciente del grado de vulnerabilidad financiera de las empresas de la CBT y que muestra que, tras el fuerte deterioro registrado en 2020, en el pasado año se registró una clara mejoría, si bien el grado de vulnerabilidad seguía siendo más elevado que en 2019.

### EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS: FACTORES DE DEMANDA Y DE OFERTA

Roi Barreira, Sergio Mayordomo, Irene Roibás y Manuel Ruiz-García

Publicado el 25 de marzo de 2022

La financiación de las empresas no financieras mediante crédito proporcionado por entidades bancarias residentes ha mostrado un escaso dinamismo desde el verano de 2020. Esta evolución tras el impacto de la crisis sanitaria se ha producido en un contexto de debilidad de la demanda, de relativa estabilidad de la oferta de fondos

bancarios y de repunte del recurso a la financiación con valores de renta fija. El análisis con información granular de empresas y de bancos confirma que esta pérdida de dinamismo de la financiación bancaria se explicaría fundamentalmente por factores de demanda. En particular, se encuentran indicios de que algunas empresas habrían estado utilizando una parte de los colchones de liquidez acumulados durante 2020 y de que las grandes empresas habrían sustituido una parte de su financiación con préstamos bancarios por valores de renta fija. El análisis también sugiere que los factores de oferta vinculados con la disponibilidad de capital por parte de las entidades bancarias no han desempeñado un papel importante para explicar la debilidad del crédito concedido a las sociedades no financieras durante el período examinado.

## **ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ENERO DE 2022**

Álvaro Menéndez Pujadas y Maristela Mulino

Publicado el 1 de febrero de 2022

De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, durante el cuarto trimestre de 2021 los criterios de concesión de préstamos se endurecieron ligeramente en España, y se mantuvieron prácticamente estables en la mayoría de los segmentos en la Unión Económica y Monetaria (UEM). Las condiciones aplicadas a los créditos concedidos no habrían registrado variaciones significativas en ninguna de las dos áreas, con la única excepción de las aplicadas en España en el segmento de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que se habrían relajado ligeramente. Las peticiones de préstamos habrían aumentado moderadamente, tanto en España como en la UEM, de forma casi generalizada por segmentos, en sintonía con el contexto de recuperación de la actividad económica.

## **EL RETO DE LA MEDICIÓN DEL TRABAJO EN PLATAFORMAS DIGITALES**

Marina Gómez García y Laura Hospido

Publicado el 31 de enero de 2022

Este artículo ofrece una panorámica sobre el trabajo en plataformas de comercio digitales en España y analiza los retos que supone para su cuantificación la falta de información fiable y exhaustiva. Las plataformas digitales son infraestructuras tecnológicas que, actuando como intermediarias, permiten la interacción de dos o más personas para la prestación de servicios a través de aplicaciones informáticas a cambio de un precio. Aunque se estima que el trabajo en plataformas representa menos del 5 % de la mano de obra mundial, se prevé que su peso relativo va a ir en aumento.

En 2018, un 2,6 % de la población mayor de 16 años en España desempeñaba su trabajo principal a través de plataformas, según la encuesta de Economía Colaborativa y Empleo (COLLEEM, por sus siglas en inglés). Sumando a quienes trabajaban en plataformas de manera esporádica, la cifra aumentaba hasta el 18,5 %, la proporción más alta de los 16 países europeos incluidos en la encuesta. Sin embargo, en la práctica es difícil obtener mediciones precisas, ya que por el momento las estadísticas oficiales no están diseñadas para recoger este tipo de trabajo.

Este artículo realiza una comparación entre las características demográficas de los trabajadores de plataformas en España, según la mencionada encuesta COLLEEM, y las de los trabajadores por cuenta propia y cuenta ajena según dos encuestas nacionales a individuos y hogares, la Encuesta de Población Activa 2018 y la Encuesta Financiera de las Familias 2017. La comparación muestra que los trabajadores de plataformas digitales conforman un grupo particular, no directamente asimilable ni al colectivo de asalariados ni al de empleados por cuenta propia.

Finalmente, se plantean algunas vías para mejorar la medición del trabajo en plataformas digitales (TPD). Una primera opción sería la inclusión de preguntas directas sobre el TPD en los cuestionarios de las encuestas con contenido laboral. Una segunda opción sería el desarrollo de datos integrados que combinen la información de registros administrativos, donde se recojan las actividades en las plataformas digitales, con la elaboración de encuestas a los individuos incluidos en dichos registros. En cualquier caso, para que tanto los datos administrativos como las encuestas reflejen con precisión este fenómeno, es necesario que la legislación laboral defina con claridad la relación entre las personas que prestan servicios y las plataformas.

## **EL ACUERDO COMERCIAL UE-MERCOSUR Y SU IMPACTO SOBRE LAS EMISIONES DE CO<sub>2</sub>**

Rodolfo Campos, Marta Suárez-Varela y Jacopo Timini

Publicado el 20 de enero de 2022

En 2019, la Unión Europea (UE) y los países latinoamericanos que forman el Mercado Común del Sur (MERCOSUR) alcanzaron un acuerdo político para la firma, ratificación e implementación de un tratado comercial entre los dos bloques. Se espera que dicho acuerdo genere beneficios comerciales y de bienestar en ambos lados del Atlántico. En el caso de la UE, se estiman impactos similares a los que se han identificado en el caso de otros acuerdos recientes, como el firmado con Japón. No obstante, el «principio de acuerdo» UE-MERCOSUR ha suscitado preocupación por sus potenciales impactos medioambientales y climáticos, a pesar de incluir disposiciones rigurosas en ese ámbito, y de conllevar cambios muy limitados en las

medidas arancelarias y no arancelarias relacionadas con las importaciones de productos agrícolas procedentes del MERCOSUR. Este artículo se centra en un aspecto específico de esos posibles impactos medioambientales del acuerdo UE-MERCOSUR: el cambio esperado en las emisiones globales de CO<sub>2</sub>. Dentro de la incertidumbre asociada a la estimación de estos impactos, a partir de un modelo de equilibrio general estándar en la literatura, se encuentra que el aumento de las emisiones de CO<sub>2</sub> derivado de este acuerdo sería limitado. Además, en algunos escenarios plausibles, la aplicación de las normativas medioambientales del principio de acuerdo —muy estrictas— podría incluso conllevar un descenso de las emisiones en los países del MERCOSUR.

### **EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA FINANCIACIÓN Y DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO. TERCER TRIMESTRE DE 2021**

Pana Alves, José Cebrián y Eduardo Pérez Asenjo

Publicado el 21 de diciembre de 2021

Durante los últimos meses, las condiciones de financiación de las sociedades no financieras y de los hogares han continuado siendo muy favorables, al tiempo que la demanda de crédito ha perdido dinamismo. En este contexto, el flujo de nueva financiación captada por estos dos sectores institucionales y el saldo vivo de su deuda se han desacelerado. De hecho, el volumen de préstamos concedido por las entidades de depósito al sector privado residente ha descendido ligeramente entre junio y septiembre de 2021, sin que se hayan observado cambios significativos en la calidad crediticia en este trimestre. Los sectores de actividad empresarial más afectados por la crisis sanitaria no han mostrado cambios destacables en el tercer trimestre de 2021 en términos de volumen y calidad de crédito, si bien siguen presentando los mayores crecimientos acumulados de deuda bancaria y créditos dudosos y en vigilancia especial desde el inicio de la pandemia. La expansión del volumen de crédito desde el inicio de la crisis sanitaria ha contribuido a sostener la generación de ingresos por intereses de las entidades bancarias, pero no ha llegado a compensar los efectos precio negativos por el descenso generalizado de los tipos de interés.

Relación cronológica de las Notas Económicas correspondientes a este *Boletín Económico*.

### ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: PRIMER TRIMESTRE DE 2022

Mario Izquierdo

Publicada el 4 de abril de 2022

En el primer trimestre de 2022, las empresas españolas están percibiendo una evolución menos dinámica de su actividad, en comparación tanto con lo observado a finales de 2021 como con las expectativas que tenían entonces. Esta moderación es especialmente pronunciada en las ramas de servicios y de construcción. También se habría ralentizado levemente el dinamismo del empleo. Como en trimestres anteriores, las sociedades encuestadas perciben presiones crecientes en el precio de sus consumos intermedios, que estarían trasladando, aunque de forma parcial, a los precios de venta. Las perspectivas a un año anticipan cierta persistencia de estas presiones de costes, en un entorno en el que las dificultades de suministro siguen siendo un factor limitador de la actividad. En este contexto se ha producido un cierto retraso en las perspectivas de recuperación de los niveles de facturación previos a la pandemia.

### LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021, SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

Isabel Soler y Mario Izquierdo

Publicada el 27 de enero de 2022

Según la Encuesta de Población Activa, el empleo mantuvo un elevado dinamismo en el cuarto trimestre del año, con un aumento interanual del 4,3 %, tras el 4,5 % del tercer trimestre. En términos trimestrales desestacionalizados, el empleo avanzó un 1,2 %, una décima menos que en el tercer trimestre. Esta evolución situó el número total de ocupados en 20.184.900, y se superó en un 1,1 % el nivel observado a finales de 2019. En términos del número total de horas efectivas trabajadas, el avance interanual se moderó hasta el 2,5 %, y la brecha respecto al total de horas trabajadas se estableció en el cuarto trimestre de 2019 en el -3,8 % (-2,5 % en el tercer trimestre respecto al mismo trimestre de 2019). Por ramas de actividad, en términos interanuales, el empleo se aceleró en la agricultura, la industria y los

servicios de mercado, y mostró una desaceleración en la construcción. En comparación con el nivel de empleo de finales 2019, los servicios de mercado se mantienen como la única rama que aún no ha recuperado el nivel de empleo anterior a la crisis del COVID-19. En la parte final del año, la población activa moderó el perfil de recuperación que venía mostrando en los trimestres anteriores, con un aumento interanual del 1 % (2,4 % en el tercer trimestre). Esta moderación de la población activa, junto con la mejora del empleo, permitió un descenso trimestral del desempleo, hasta el 13,3 % de la población activa, 0,5 puntos porcentuales por debajo de su nivel de finales de 2019.



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2022  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CCAA	Comunidades Autónomas	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCLL	Corporaciones Locales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CE	Comisión Europea	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día ( <i>Euro Overnight Index Average</i> )	PNB	Producto Nacional Bruto
EPA	Encuesta de Población Activa	RD	Real Decreto
Euribor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros ( <i>Euro Interbank Offered Rate</i> )	RM	Resto del Mundo
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UEM	Unión Económica y Monetaria
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

### SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (leva búlgara)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna croata)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forinto húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (esloti polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

### ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T <sub>j</sub> <sup>i</sup>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.