

## 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.

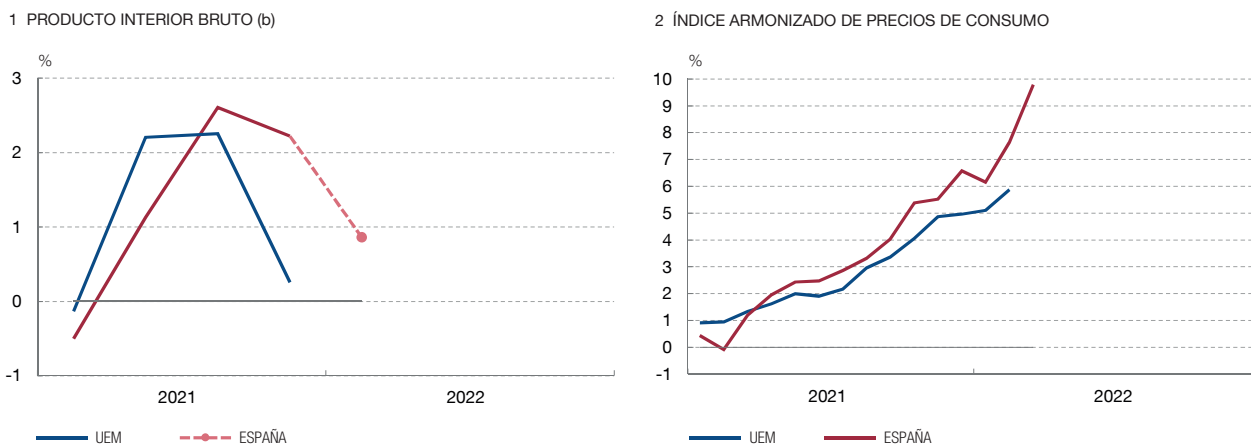
con el exterior. Desde el punto de vista de las economías europeas, estos desarrollos suponen un menor crecimiento de sus mercados de exportación, moderación que podría ser más acusada si, como parece probable, la guerra también induce una cierta ralentización en el ritmo de avance de la actividad económica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

	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.