

## Informe Anual en breve

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

- La recuperación de la actividad, que comenzó en el verano de 2020, tras la fase más aguda de la pandemia, prosiguió en 2021 y al inicio de 2022.
- Sin embargo, ha sido una recuperación incompleta y rodeada de incertidumbre. En particular, la actividad económica se ha visto obstaculizada por las sucesivas olas de la pandemia, la aparición de alteraciones en las cadenas de suministro globales, el fuerte repunte de la inflación y, ya en 2022, el inicio de la guerra en Ucrania.
- La reactivación económica ha sido, además, heterogénea por áreas geográficas y ramas de actividad. La estructura productiva —en términos del peso de los sectores más expuestos a la interacción social y a las cadenas globales de suministro—, el acceso diferencial a las vacunas y la distinta capacidad de apoyo de las políticas económicas explican gran parte de las notables diferencias entre economías en el grado de recuperación de los niveles de PIB previos a la crisis.
- En Estados Unidos se superó, en la primera mitad de 2021, el nivel de actividad previo a la pandemia. Sin embargo, en el conjunto del área del euro, esto no ocurrió hasta el final del año. En las economías emergentes, la reactivación económica se ha visto lastrada, en general, por el retraso relativo en el proceso de vacunación.
- La evolución del comercio internacional de bienes, que ya había sobrepasado los niveles prepandemia a finales de 2020, ha mostrado cierta diversidad por regiones. Su ritmo de expansión fue relativamente modesto en las principales economías avanzadas, en cuya estructura productiva tienen más peso las industrias más afectadas por las alteraciones en las cadenas de producción globales. En Europa, la evolución del comercio estuvo marcada, además, por la salida del Reino Unido del mercado único.
- Desde comienzos de 2021, el aumento en los precios de las materias primas y las alteraciones en las cadenas de aprovisionamiento están conduciendo a un repunte de la inflación, que es generalizado por áreas geográficas y que ha sorprendido por su elevada intensidad y persistencia. La guerra en Ucrania ha agravado estas tensiones inflacionistas, cuyas causas se analizan en el capítulo 3 de este Informe.
- Las expectativas de una retirada de estímulos monetarios más rápida de lo anticipado ante el repunte inflacionista y el aumento de la aversión al riesgo tras el estallido del conflicto bélico en Ucrania han endurecido las condiciones financieras globales desde principios de 2022, en particular en los mercados emergentes.

Luces y sombras de la recuperación en España

- El PIB de la economía española creció un 5,1 % en el conjunto de 2021. El avance del producto continuó en el primer trimestre de 2022, si bien a una tasa intertrimestral del 0,3 %, sensiblemente inferior a la registrada en el último trimestre del año pasado (del 2,2 %).
- Con todo, en el primer trimestre de este año, el nivel de actividad de la economía española se situó 3,4 pp por debajo del observado antes del comienzo de la pandemia, mientras que, en el conjunto del área del euro, el PIB rebasó en 0,4 pp su nivel precrisis.
- Desde el punto de vista de los componentes de la demanda, el rezago de España en la recuperación es atribuible a las exportaciones de servicios, el consumo privado y la inversión en vivienda.
- Desde la perspectiva de las ramas de actividad, la brecha que existe con el resto del área del euro refleja, fundamentalmente, la especialización de la economía española en los sectores más afectados por la pandemia (en particular, en los relacionados con la actividad turística). Estas ramas han registrado, además, un comportamiento más desfavorable en España que en el conjunto del área del euro.
- En cualquier caso, en el transcurso de 2021 se produjo un intenso proceso de rotación sectorial de la actividad en la economía española. En particular, en las ramas de hostelería y ocio la actividad fue cobrando un mayor dinamismo conforme la vacunación iba permitiendo levantar las medidas de contención frente a la pandemia.
- A la vez, las dificultades para el abastecimiento de algunos insumos y su encarecimiento moderaron, en la segunda mitad del año, la recuperación de la industria y la construcción.
- Por componentes de la demanda, el consumo de los hogares experimentó una recuperación significativa, aunque insuficiente para retornar a los niveles previos a la pandemia, en un contexto en el que la tasa de ahorro disminuyó, pero siguió siendo relativamente alta.
- El avance de la inversión productiva privada, relativamente elevado, se vio moderado por varios factores, que incluyen la persistencia de las incertidumbres ligadas a la pandemia, los cuellos de botella o el aumento de los costes energéticos.

## Luces y sombras de la recuperación en España (cont.)

- La demanda externa contribuyó positivamente al avance del PIB. Las exportaciones turísticas se recuperaron de forma gradual, pero intensa, según se iban relajando las restricciones a la movilidad internacional. Por el contrario, el dinamismo de los flujos del comercio de bienes se vio limitado por los cuellos de botella.
- Las cuentas públicas siguieron mostrando un desequilibrio elevado en 2021, aunque la reducción del déficit fue significativa. En particular, pudo observarse una moderación del crecimiento del gasto público, debido a la reducción de los desembolsos relacionados con la pandemia. Por su parte, los ingresos públicos manifestaron un mayor dinamismo del que sugiere la evolución de las variables macroeconómicas que aproximan sus bases de recaudación.
- El proceso de recuperación del empleo fue muy intenso a lo largo de 2021, aunque con diferencias notables por ramas. Al inicio de 2022 ha mostrado alguna señal incipiente de menor vigor.
- Como en otras áreas geográficas, los precios de consumo se han acelerado de forma significativa desde el comienzo del año pasado. La mayor parte del aumento de la inflación es atribuible al encarecimiento de la energía, pero, más recientemente, también se ha incrementado el ritmo de crecimiento de los precios del resto de los componentes.
- En todo caso, la traslación de la subida del coste de los inputs productivos a los precios no energéticos ha sido, por el momento, parcial.
- La guerra en Ucrania ha dado lugar a un encarecimiento adicional de la energía y ha reforzado algunas de las distorsiones de las cadenas globales de valor. Ello confiere una mayor persistencia al fenómeno inflacionista, con el consiguiente riesgo de que pueda darse el fenómeno de retroalimentación entre precios y salarios conocido como «efectos de segunda vuelta».
- Por su parte, las condiciones financieras, que se habían mantenido holgadas a lo largo de 2021, han comenzado a endurecerse en los primeros meses de este año.

## La economía española ante las incertidumbres

- Los efectos directos de la guerra en Ucrania sobre el comercio exterior español deberían ser modestos, dado el tamaño también reducido de los flujos comerciales bilaterales con Rusia y Ucrania.
- Sin embargo, previsiblemente, los efectos indirectos serán significativos.
- En concreto, la guerra afectará negativamente a la actividad en España a través de un encarecimiento adicional de las materias primas (con el riesgo añadido de que lleguen a producirse interrupciones en el suministro de algunos de estos insumos), de su incidencia sobre la confianza de hogares y empresas, del daño al comercio mundial y del endurecimiento de las condiciones de financiación.
- En este sentido, cabe esperar que la economía española sufra, como consecuencia de la guerra, un retraso en el proceso de recuperación gradual en el que estaba inmersa.
- En las proyecciones más recientes del Banco de España, del pasado mes de abril, se preveía que, en 2022, el PIB creciera un 4,5% y la inflación se situara en el 7,5% en promedio anual.
- La información conocida después de la publicación de estas proyecciones, que incluye un crecimiento del PIB en el primer trimestre menor de lo previsto, apuntaría, en ausencia de cualquier consideración adicional, a una revisión a la baja en la tasa de crecimiento del PIB esperada para el conjunto de este año. Asimismo, por el lado de los precios, los nuevos datos apuntan, en comparación con las proyecciones realizadas en abril, a avances mayores del componente no energético.
- En todo caso, de cara a los próximos trimestres, las perspectivas para la economía española —y para otras economías de nuestro entorno— están sometidas a una extraordinaria incertidumbre, afectadas por aspectos macrofinancieros, geopolíticos y sanitarios de muy diversa índole y severidad.

- En 2021, las políticas económicas siguieron proporcionando un apoyo notable a la actividad, tanto a escala global como en España. Pero la prolongación e intensificación del repunte inflacionista hizo que, en el curso del año pasado, algunas de estas políticas comenzaran a dar sus primeros pasos hacia la normalización.
- Con este trasfondo, en los últimos meses el BCE ha venido avanzando en el proceso de normalización de su política monetaria. Asimismo, ha enfatizado que, en un contexto extraordinariamente incierto, y siempre que las expectativas de inflación a medio plazo en la UEM permanezcan ancladas en torno a su objetivo del 2 %, su respuesta de política monetaria estará sujeta a la evolución de los indicadores económicos, será gradual y mantendrá toda la opcionalidad y flexibilidad que le proporcionan sus distintos instrumentos.
- En el ámbito nacional, los ERTE y los programas de avales crediticios del ICO han sido eficaces, durante la pandemia, para favorecer la reincorporación al empleo y mitigar el impacto de las restricciones a la actividad sobre la liquidez de las empresas. Por su parte, el programa de ayudas directas a pymes habría contribuido a corregir una parte reducida de los problemas de solvencia que, como consecuencia de la crisis sanitaria, surgieron en estas empresas.
- Tras el estallido de la guerra, una vez más, la política fiscal debe tratar de minimizar los efectos económicos y sociales adversos de una perturbación negativa de carácter exógeno. En cualquier caso, es imprescindible que las medidas que se desplieguen en este ámbito para apoyar a los hogares y las empresas estén focalizadas en los colectivos más vulnerables y tengan una naturaleza temporal.
- Más allá de la respuesta de la política fiscal, un pacto de rentas entre los agentes sociales de nuestro país contribuiría a evitar que se desencadene una espiral de incrementos de precios y costes, que solo agravaría los efectos nocivos que se derivan del episodio inflacionista actual y del conflicto bélico en Ucrania. En particular, a través de este pacto, empresas y trabajadores acordarían compartir la inevitable merma de renta de la economía nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas.

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

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

FUENTE: Banco de España.

**Un amplio abanico de retos estructurales y de políticas para abordarlos**

- En una coyuntura extraordinariamente incierta, el comportamiento de la actividad en nuestro país durante los próximos trimestres vendrá determinado, fundamentalmente, por la superación de la crisis sanitaria causada por la pandemia de COVID-19, por la evolución del conflicto bélico en Ucrania y por el grado de persistencia que presente el actual episodio inflacionista.
- No obstante, con un horizonte temporal más amplio, las perspectivas de la economía española estarán condicionadas por un conjunto de retos estructurales de un enorme calado.
- En este capítulo se presentan los principales retos estructurales que la economía española deberá enfrentar en los próximos años y algunas de las palancas de política económica disponibles para abordarlos.
- La capacidad de la economía española para mantener una senda de crecimiento robusto, sostenible e inclusivo en el medio y largo plazo dependerá de la respuesta que las políticas económicas ofrezcan a este conjunto de desafíos.
- En este sentido, la envergadura de estos retos y el hecho de que estén estrechamente relacionados entre sí exigen una estrategia integral de reformas estructurales ambiciosas, con vocación de permanencia.

**El reto de impulsar la creación de empleo y de reforzar su estabilidad**

- De manera persistente a lo largo de las últimas décadas, España ha presentado tasas de desempleo y de temporalidad significativamente más elevadas que las del promedio de las economías del área del euro.
- Esto ha afectado especialmente a los jóvenes, un colectivo que, desde la crisis financiera global, también ha venido registrando una tasa de parcialidad creciente en el empleo.
- La elevada precariedad afecta al proceso de acumulación de capital humano de los trabajadores y, por esa vía, puede generar efectos muy persistentes sobre su carrera laboral.
- La precariedad en el empleo también afecta a la incertidumbre sobre la renta futura. Una mayor incertidumbre tiene consecuencias directas sobre las decisiones de gasto, pero también sobre el bienestar emocional, la formación de nuevos hogares y la natalidad.
- Abordar los desafíos que plantea la precariedad laboral es más relevante, si cabe, en un contexto, como el actual, en el que están apareciendo nuevas formas de empleo, como, por ejemplo, el relacionado con las plataformas de comercio digital. A pesar del desarrollo —relativamente acelerado— de estas nuevas formas de empleo, aún se sabe muy poco sobre su importancia relativa y sobre sus implicaciones.
- La reforma laboral aprobada en 2022 tiene como uno de sus principales objetivos la lucha contra la elevada temporalidad.
- En los últimos meses, la contratación indefinida se ha acelerado significativamente y la contratación temporal se ha reducido. No obstante, es pronto para evaluar el impacto de la reforma laboral, que deberá realizarse en múltiples dimensiones.
- Entre estas dimensiones, cabe destacar el impacto de la reforma sobre el empleo, dado que, en principio, la reducción de la temporalidad podría provenir tanto de la sustitución de empleo temporal por fijo como de la destrucción de empleo temporal. Responder a esta cuestión exigirá disponer de un período amplio sobre el que analizar las dinámicas de creación y de destrucción de empleo.

**El reto de la formación y el incremento del capital humano**

- Aumentar el nivel educativo de los trabajadores y de los empresarios es crucial para reducir el nivel de paro estructural, impulsar la productividad y favorecer la creación de puestos de trabajo de mayor calidad.
- El sistema educativo debe adaptarse y dar una respuesta decidida a los cambios en la demanda de formación que ya están teniendo lugar y que, previsiblemente, se intensificarán en los próximos años.
- Aprovechar las oportunidades que plantea el proceso de digitalización exige incrementar las competencias digitales de la población, en especial de las personas mayores, de aquellas de menor nivel educativo y de las de menor renta.
- Una estrategia integral de reciclado de habilidades a lo largo del ciclo vital es fundamental, en un contexto en el que la sociedad se encuentra inmersa en un intenso proceso de envejecimiento poblacional y, al mismo tiempo, se hace necesario alargar la vida laboral de los trabajadores.
- Las políticas activas de empleo también resultan imprescindibles para limitar la pérdida de capital humano que se deriva de episodios de pérdida del empleo. Es importante diseñar un sistema de políticas activas de empleo eficiente y eficaz.



FUENTE: Banco de España.

### El reto de hacer frente a la desigualdad

- Los niveles de desigualdad en la economía española, que ya eran elevados antes del estallido de la pandemia, probablemente habrán aumentado como consecuencia de la crisis sanitaria, a pesar del importante papel mitigador que han desempeñado las políticas públicas.
- Para paliar los efectos —económicos y sociales— adversos que implican unos elevados niveles de desigualdad, son necesarios el despliegue y la evaluación continua de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas.
- Incrementar el nivel educativo de los colectivos más desfavorecidos es una estrategia muy efectiva para elevar sus ingresos, igualar las oportunidades laborales *ex ante* y mejorar las oportunidades de las generaciones futuras.
- En cuanto a las políticas de rentas, es necesario que las condiciones para acceder al ingreso mínimo vital (IMV) en nuestro país se sigan ajustando, de forma que este instrumento pueda cumplir eficazmente con su cometido de erradicar la pobreza extrema.
- Otra área en la que sería conveniente actuar para reducir los efectos adversos de la desigualdad es la relativa a las condiciones de acceso a la vivienda, que se han endurecido en los últimos años, tanto en la vivienda en propiedad como en la de alquiler.
- El Proyecto de Ley de Derecho a la Vivienda trata de reducir estas dificultades de acceso a la vivienda, que afectan especialmente a los jóvenes y a los hogares con rentas más bajas.
- Sin embargo, esta normativa no contempla algunas actuaciones que podrían suponer un impulso estructural significativo de la oferta de vivienda en régimen de alquiler.

### El reto de incrementar el tamaño empresarial y de facilitar la reasignación sectorial

- El reducido tamaño del tejido empresarial español es uno de los factores que incide en la baja productividad agregada en nuestro país.
- Es imprescindible analizar con profundidad los diferentes motivos que están sesgando el tejido productivo español hacia compañías pequeñas de baja productividad y mitigar sus efectos.
- Muchas de las iniciativas que podrían desplegarse para favorecer el crecimiento empresarial también facilitarían la innovación y los procesos de reasignación de la actividad entre sectores y empresas que la economía española deberá afrontar, previsiblemente, en los próximos años.
- Una de las dimensiones en las que sería necesario actuar es la regulación de la actividad económica, materia que ha ido aumentando en complejidad en las últimas décadas, lo que ha podido incidir negativamente en la dinámica empresarial y en la productividad agregada.
- El Proyecto de Ley de Creación y Crecimiento de Empresas y el de Fomento del Ecosistema de las Empresas Emergentes suponen un paso adelante para impulsar la creación de empresas y fomentar su expansión a través de la mejora regulatoria, la eliminación de obstáculos a las actividades económicas, la lucha contra la morosidad comercial y el apoyo financiero al crecimiento empresarial.
- Por su parte, la reforma de la Ley Concursal introduce cambios significativos en el ámbito concursal y preconcursal, y podría contribuir a corregir parte de las ineficiencias que presentan los mecanismos de insolvencia actuales. No obstante, no está claro hasta qué punto serán eficaces algunos de los nuevos procedimientos.

### El reto de sacar el máximo provecho a la ejecución del programa NGEU

- Uno de los factores que más puede influir en el éxito del programa NGEU en nuestro país es una rigurosa selección de los proyectos de inversión que se han de financiar con cargo a este mecanismo.
- El Banco de España ha propuesto algunas posibles mejoras en el diseño de los concursos públicos para tratar de maximizar el impacto transformacional del programa NGEU.
- En particular, dentro de los criterios de la valoración de méritos, se ha planteado la posibilidad de dar preferencia, entre proyectos solventes y de igual productividad, a aquellos cuyas empresas tengan mayores problemas de acceso a la financiación externa, pues, según algunos trabajos recientes, esto generaría un mayor efecto multiplicador.
- Existe un grado de complementariedad muy elevado entre la financiación de proyectos de inversión, como los que plantea el programa NGEU, y la implementación de reformas estructurales.
- Un trabajo reciente del Banco de España ilustra en qué medida distintas combinaciones de reformas y de proyectos de inversión asociados al programa NGEU podrían tener un impacto muy diferente sobre la capacidad de crecimiento de la economía española en el medio plazo.



## PRINCIPALES ACTUACIONES PROPUESTAS EN EL PLAN DE RECUPERACIÓN, TRANSFORMACIÓN Y RESILIENCIA ESPAÑOL (a)



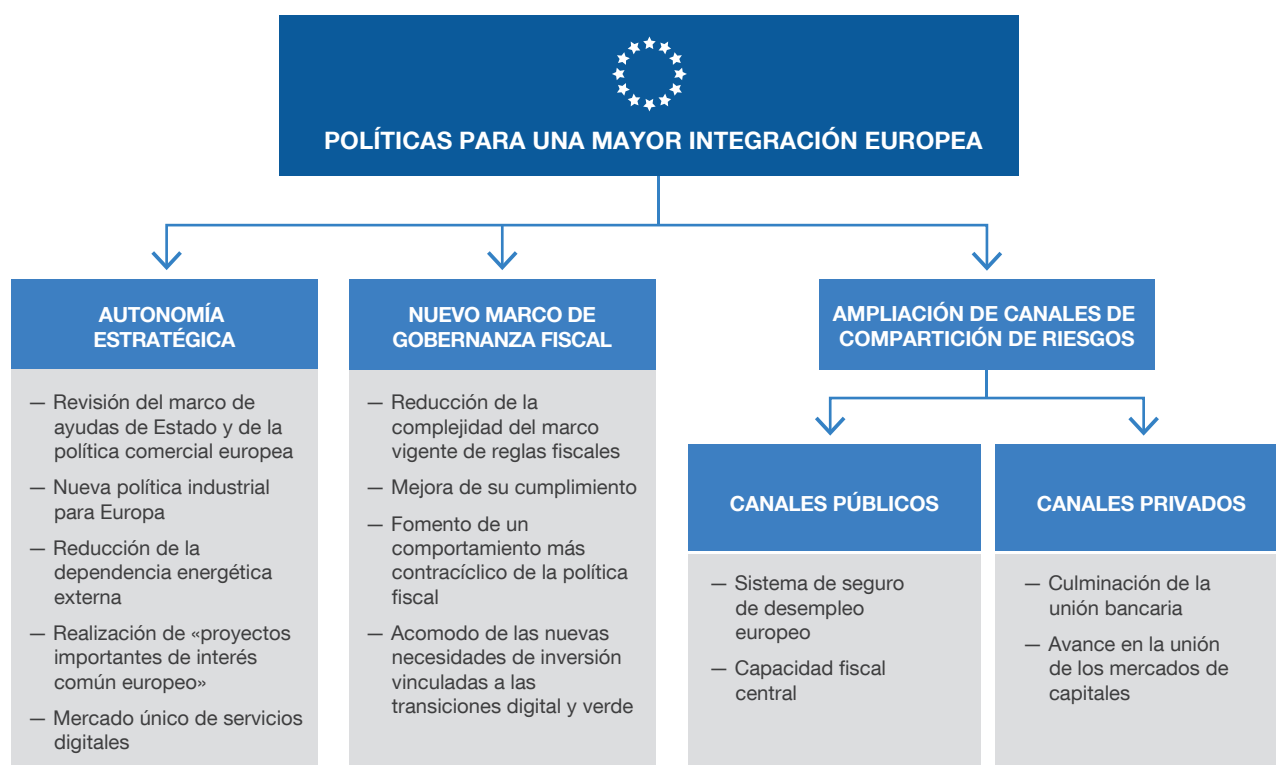
FUENTE: Banco de España, con información de *Recovery and resilience facility operational arrangements between the European Commission and Spain*.

a En color verde se indican las reformas ya realizadas, y en color amarillo, las no realizadas.

### El reto de la consolidación fiscal

- La necesaria y decidida respuesta de la política fiscal a la crisis provocada por la pandemia de COVID-19 se tradujo en un deterioro sustancial de las cuentas públicas en 2020.
- El saldo presupuestario de las AAPP mejoró en 2021, pero esta mejora se debió en gran medida al comportamiento cíclico de la actividad. Por tanto, desde una perspectiva estructural, se mantiene la situación de elevada vulnerabilidad de las cuentas públicas.
- Reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas exigirá, una vez que se hayan superado la pandemia y los efectos económicos adversos del conflicto en Ucrania, implementar con rigor un plan de consolidación fiscal plurianual.
- La política de gasto de las AAPP debe ser objeto de una revisión exhaustiva, con dos objetivos fundamentales: incrementar la eficiencia de cada partida presupuestaria y optimizar la distribución del gasto público entre partidas para promover un crecimiento económico más robusto y equitativo.
- El gasto en educación y la inversión pública —partidas que son fundamentales tanto para impulsar el crecimiento económico como para reducir la desigualdad— tienen un peso en las cuentas de las AAPP españolas menor que el que se observa en el conjunto de la UE.
- En cuanto al sistema de pensiones, de acuerdo con las estimaciones disponibles, que incorporan las medidas recientemente adoptadas en este ámbito, hacer frente a los incrementos del gasto en pensiones que se derivarán del envejecimiento poblacional requerirá nuevas actuaciones en el futuro por el lado de los ingresos, de los gastos o de ambos.
- Por su parte, por el lado de los ingresos públicos, es necesario llevar a cabo una revisión integral del sistema tributario español para valorar si, en conjunto, las distintas figuras impositivas alcanzan sus objetivos de la manera más eficaz y eficiente posible.
- La literatura académica ha señalado que existen ganancias potenciales, en términos tanto de eficiencia como de equidad, provenientes de otorgar un mayor peso relativo a la imposición sobre el consumo frente a la imposición sobre la renta.
- Una eventual recomposición de la cesta tributaria en España debería revisar el gasto fiscal asociado a los beneficios fiscales establecidos en la tributación sobre el consumo.
- Los ambiciosos objetivos medioambientales asumidos por nuestro país apuntan a la necesidad de introducir nuevas medidas impositivas en la energía, los hidrocarburos y el transporte.

## POLÍTICAS EUROPEAS



FUENTE: Banco de España.

### El reto de la consolidación fiscal (cont.)

- Por otro lado, las crecientes digitalización y globalización de la actividad económica requieren incrementar la coordinación y la armonización del sistema tributario a escala internacional.
- El *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria*, presentado el pasado mes de marzo, realiza un diagnóstico del sistema tributario español y plantea un conjunto de medidas para una eventual reforma futura del sistema.

### El papel de las políticas europeas

- Las políticas europeas están desempeñando un papel cada vez más relevante para hacer frente a perturbaciones comunes al conjunto de las economías de la UE, como la pandemia y, más recientemente, la guerra en Ucrania.
- La creciente trascendencia de las políticas europeas —como un factor crucial en la evolución de la actividad económica de los Estados miembros— hace más importante, si cabe, seguir avanzando de forma decidida en el desarrollo del marco institucional europeo.
- Los desarrollos comerciales y geopolíticos recientes han reforzado la relevancia de la agenda de Autonomía Estratégica Abierta de la UE. Es preciso que, en este ámbito, las políticas se diseñen y se implementen de forma que se minimice el riesgo de fragmentación en la UE y de que aparezcan distorsiones indeseadas.
- La Comisión Europea está llevando a cabo actualmente una revisión del marco vigente de reglas fiscales europeas.
- Esta reforma debería tener en cuenta la magnitud y la disparidad de los desequilibrios presupuestarios actuales en los Estados miembros, lo que podría exigir un enfoque más individualizado y un replanteamiento de los niveles de deuda pública que sirven como ancla del PEC en el medio plazo.
- El nuevo marco europeo de gobernanza fiscal debería completarse con una serie de elementos que amplíen los canales de compartición de riesgos, que permitan reducir el riesgo de fragmentación financiera y que ayuden a financiar las nuevas necesidades de inversión común.
- Además de ampliar los canales públicos de compartición de riesgos, es necesario potenciar el aseguramiento mutuo entre agentes privados. Para ello resulta fundamental completar la arquitectura financiera de la UEM. En particular, es preciso progresar en la agenda de la unión de los mercados de capitales y culminar la unión bancaria.

**El repunte de la inflación**

- Desde principios de 2021, la inflación ha mantenido una tendencia alcista a escala global y, recientemente, ha alcanzado tasas que no se habían observado en varias décadas.
- Este fuerte repunte inflacionista responde a diversos factores. Entre estos destacan los de carácter global, si bien existen algunos aspectos de carácter más idiosincrásico por los que la incidencia de este episodio muestra ciertas diferencias importantes entre las mayores economías mundiales.
- Aunque el encarecimiento de la energía es un factor fundamental del alza reciente de las tasas de inflación en las economías avanzadas, en los últimos meses el incremento de los precios se ha ido extendiendo al resto de los bienes y servicios, y se ha visto reflejado en las expectativas de inflación a medio y a largo plazo de los agentes.
- La potencial materialización de efectos indirectos —por los cuales el encarecimiento de los costes energéticos termina trasladándose al precio de otros bienes y servicios— y de segunda vuelta —por los cuales un repunte en la inflación lleva a mayores subidas salariales, que a su vez se trasladan a los precios de los productos— podrían llevar a una prolongación del actual episodio inflacionista.
- Más allá del impacto adverso que este episodio ya habría tenido sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas, su incidencia sobre los distintos tipos de familias y empresas españolas estaría siendo muy heterogénea.

**Factores globales**

- Las actuales presiones inflacionistas obedecen fundamentalmente al repunte de los precios de las materias primas y al hecho de que la demanda en las principales economías mundiales —apoyada por políticas monetarias y fiscales muy expansivas— se ha recuperado con mayor intensidad del impacto de la pandemia de COVID-19 que la oferta —afectada, entre otros factores, por cuellos de botella en las cadenas globales de valor—.
- Más recientemente, las tensiones geopolíticas derivadas de la invasión rusa de Ucrania a finales del pasado mes de febrero están contribuyendo a un incremento adicional de los precios de las materias primas, sobre todo de las energéticas y alimenticias.
- Cuantitativamente, se estima que, a lo largo de los últimos trimestres, el encarecimiento de las materias primas sería el principal factor del incremento de los precios. En todo caso, la intensa recuperación de la demanda también habría desempeñado un papel muy relevante en estas dinámicas de la inflación, especialmente en Estados Unidos, mientras que la incidencia de los cuellos de botella sobre la inflación habría sido particularmente acusada en el área del euro.

**Factores idiosincrásicos**

- A pesar del carácter eminentemente global de los factores que han impulsado el episodio inflacionista, su incidencia está siendo heterogénea entre las principales economías avanzadas y depende de factores diversos.
- En particular, una vez superada la fase de mayor incidencia de la pandemia, la recuperación de la demanda ha sido especialmente vigorosa en Estados Unidos, lo que se ha traducido en presiones inflacionistas subyacentes más intensas y tempranas en ese país.
- En cambio, el encarecimiento de la energía está teniendo una repercusión más acusada en el área del euro, especialmente en España. Esto se debe, en gran medida, al mayor peso relativo en la cesta de consumo de estas economías de los combustibles y la electricidad, y también a la depreciación registrada por el euro a lo largo de los últimos trimestres.

**La generalización de las presiones inflacionistas**

- Si bien la energía y los alimentos continúan explicando la mayor parte de las tasas de inflación actuales, en los últimos trimestres el repunte de los precios se ha ido extendiendo al resto de las partidas de consumo.
- En particular, mientras que en junio del año pasado algo menos de un 30 % de las partidas de gasto de la cesta de consumo habitual de los hogares de la UEM mostraban una inflación superior al 2 %, en marzo del año corriente esa proporción se situó en el 80 %. En el mismo período, en la economía española este porcentaje ha aumentado del 25 % al 65 %.
- Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo también se han elevado. Este incremento ha sido más intenso en Estados Unidos que en el área del euro, donde dichas expectativas permanecían ancladas en abril de 2022 en torno al objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE.

#### Condicionantes de la persistencia del episodio inflacionista

- Tras las persistentes sorpresas al alza de las dinámicas de los precios a lo largo de 2021, el conflicto bélico que tiene lugar en Ucrania ha provocado una nueva revisión al alza de las previsiones de inflación a corto plazo.
- A pesar de estas mayores presiones inflacionistas a corto plazo, los analistas continúan esperando que las tasas de inflación se moderen a medio plazo. En cualquier caso, las previsiones están sujetas a una considerable incertidumbre.
- Indudablemente, en los próximos trimestres las dinámicas de los precios dependerán de forma decisiva de la envergadura y la persistencia de las interrupciones que el conflicto bélico de Ucrania pueda suponer para el conjunto de la actividad económica, los precios de las materias primas y los cuellos de botella en las cadenas globales de producción.
- No obstante, otros factores también podrían condicionar la persistencia del actual episodio inflacionista de forma significativa. Entre estos factores, destacan especialmente los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación que puedan derivarse de las subidas más recientes de los precios, y la respuesta de las políticas económicas.

#### Efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación

- Los repuntes que ya se han observado en los precios de muchos bienes y servicios podrían provocar presiones inflacionistas adicionales en el futuro, a través de los llamados «efectos indirectos».
- El grado de persistencia de las dinámicas de precios también dependerá de la intensidad de los eventuales efectos de segunda vuelta.
- La mayor persistencia que está mostrando el *shock* inflacionista hace más probable que los efectos de segunda vuelta puedan llegar a materializarse. Además, estos efectos de segunda vuelta serían más probables y acusados si se produjera un desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo.

#### El papel de los pactos de rentas

- El episodio inflacionista actual constituye una perturbación negativa para los términos de intercambio de España y de los principales países de la UEM, importadores netos de energía y de otras materias primas.
- En este contexto, resulta fundamental evitar que se produzcan efectos indirectos y de segunda vuelta significativos, puesto que el impacto que un *shock* negativo en los términos de intercambio tiene sobre el PIB y el empleo es mayor cuando estos efectos se materializan.
- En España, un pacto de rentas entre los agentes sociales contribuiría a evitar que se desencadenase una espiral de incrementos de precios y costes, que solo agravaría los efectos nocivos de la perturbación actual.
- A la hora de determinar las características concretas de este pacto de rentas, se ha de atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre trabajadores, empresas y sectores. También sería deseable que se evitaran fórmulas de indiciación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguardia.
- Asimismo, sería conveniente que el pacto de rentas contemplara compromisos plurianuales, en lo relativo tanto a los incrementos salariales como a la protección del empleo. Además, estas directrices sobre la evolución salarial deberían acompañarse de compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales.

#### La respuesta de otras políticas económicas

- La respuesta de la política fiscal es fundamental para mitigar los efectos de la actual perturbación sobre los hogares y empresas más afectados y, en paralelo, evitar su persistencia a medio plazo.
- Con este doble objetivo, la reacción de la política fiscal debería centrarse en medidas temporales de compensación destinadas a los colectivos —hogares y empresas— más vulnerables.
- Por su parte, los bancos centrales han de continuar con el proceso de normalización de su política monetaria y evitar un desanclaje de las expectativas de inflación de su referencia objetivo a medio plazo.
- En un contexto extraordinariamente incierto como el actual, y siempre que las expectativas de inflación a medio plazo en la UEM permanezcan ancladas en torno a su objetivo del 2 %, el BCE ha enfatizado que su respuesta de política monetaria estará condicionada a la evolución de los indicadores económicos, será gradual y mantendrá toda la opcionalidad y flexibilidad que le proporcionan sus distintos instrumentos.

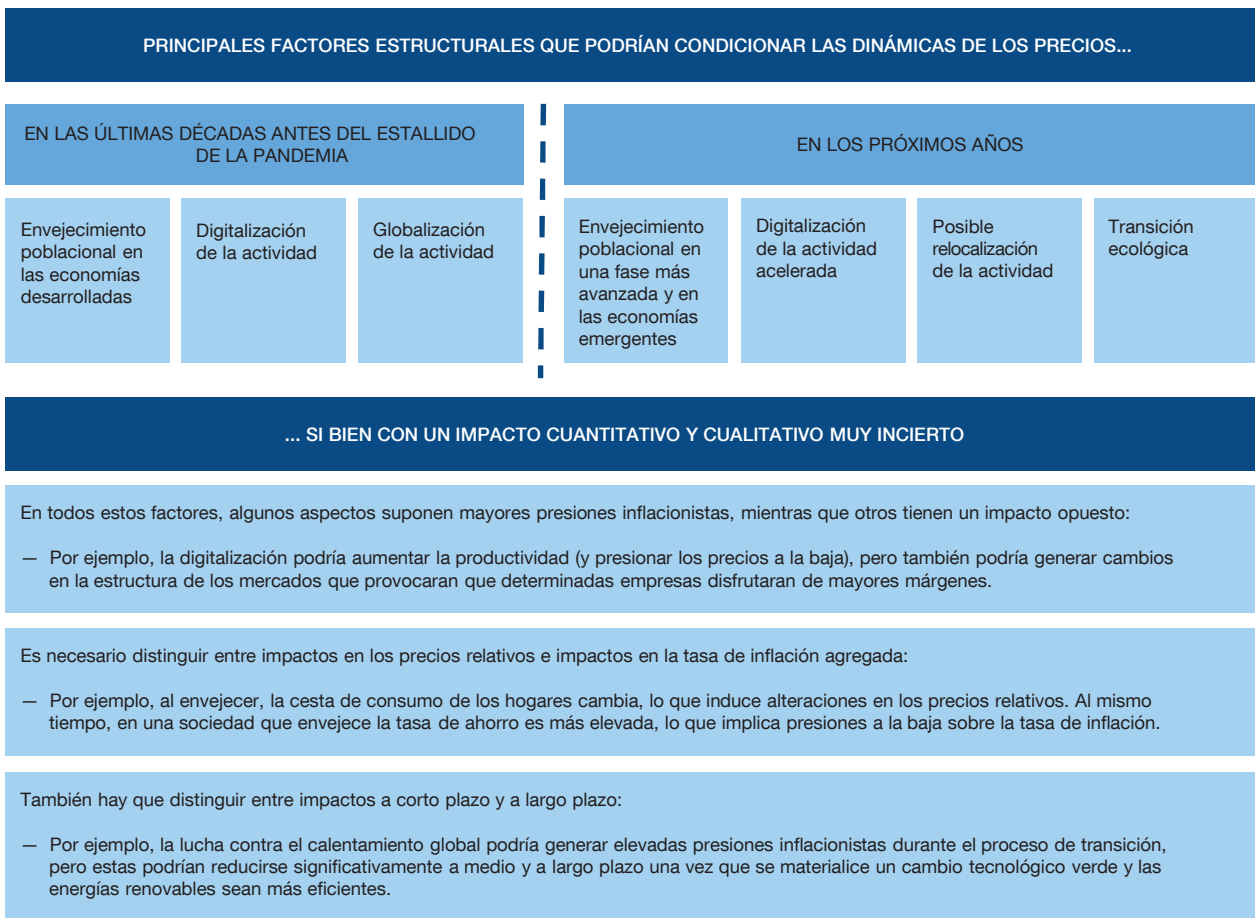
### El impacto heterogéneo de la escalada inflacionista sobre los hogares españoles...

- La subida de los precios afecta a los hogares de manera diferente en función de su estructura familiar, edad, educación, renta y posición financiera neta, entre otros aspectos.
- Se estima que los hogares con menor renta (cuartil inferior) habrían soportado en los últimos meses una tasa de inflación 1,2 pp superior a la que enfrentaron los hogares con mayor nivel de renta (cuartil superior). Esto es consecuencia del mayor peso en la cesta de consumo de los primeros de los bienes de primera necesidad (alimentos, electricidad, gas y otros combustibles), cuyo precio ha aumentado relativamente más en tiempos recientes.
- Por su parte, se aprecia que aquellas familias en las que la persona de referencia era mayor de 65 años enfrentaron una inflación superior en 1 pp a la del resto, brecha que se explica fundamentalmente por la mayor inflación soportada por los hogares dentro de este colectivo con un menor nivel de renta.
- Algunas de las medidas aprobadas en los últimos meses tendrían un impacto sobre estos efectos distribucionales de la inflación.

### ... y las empresas

- El impacto del episodio inflacionista está siendo también muy heterogéneo entre sectores de actividad, dependiendo, fundamentalmente, de la intensidad con la que cada una de las ramas emplea los insumos energéticos en sus procesos productivos.
- El impacto de los mayores precios energéticos sobre los costes de las empresas se ve amplificado, además, por las interrelaciones sectoriales.
- Según las simulaciones realizadas por el Banco de España, los sectores más afectados en la economía española serían los del transporte aéreo, el transporte terrestre, los metales básicos y el transporte marítimo.
- Estos desarrollos se traducirán, previsiblemente, en un deterioro de la situación económica y financiera de algunas empresas. En particular, las estimaciones del Banco de España apuntan a que el peso en el empleo de las empresas con rentabilidad negativa en 2022 se elevaría en más de 3 pp, si bien esta cifra se situaría por encima de los 6 pp en varias ramas de actividad.
- Además, dentro de cada sector, las empresas más pequeñas muestran una mayor dependencia relativa de los insumos energéticos, lo que las hace más vulnerables a las presiones inflacionistas actuales.

## INFLACIÓN: DETERMINANTES ESTRUCTURALES ANTES Y DESPUÉS DE LA PANDEMIA



FUENTE: Banco de España.

**Un reto global con un impacto económico muy incierto**

- La lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible son los mayores retos a los que se enfrenta nuestra sociedad.
- La valoración del impacto económico de los distintos riesgos físicos y de transición asociados al cambio climático está sometida a una considerable incertidumbre.
- No obstante, parece existir un cierto consenso en los elevados costes que supondría no ajustar la senda actual de emisiones de GEI y en la conveniencia de hacerlo de forma ordenada.
- Dada la magnitud del reto climático, todas las políticas y todos los agentes económicos deberían contribuir muy activamente en el proceso de transición ecológica.
- Continuar avanzando en la lucha contra el calentamiento global exigirá reforzar la coordinación internacional, teniendo en cuenta las condiciones de desarrollo específicas de cada país.
- Disponer de una mayor cantidad de información medioambiental, de calidad y armonizada, es indispensable para diseñar correctamente las políticas públicas que faciliten la transición ecológica. Pero también lo es para el sistema financiero, a fin de que los inversores, las entidades de crédito y los bancos centrales puedan valorar adecuadamente su exposición —y la del resto de los agentes económicos— a los distintos riesgos físicos y de transición climáticos.

**El impacto asimétrico del cambio climático en España**

- Existe consenso entre la comunidad científica en que la península ibérica podría verse sensiblemente afectada por los riesgos físicos asociados al cambio climático, y en que este impacto sería muy heterogéneo por regiones.
- En los últimos años, en línea con otros países de nuestro entorno, España ha asumido compromisos muy significativos en materia medioambiental.
- Alcanzar los objetivos propuestos supondrá un enorme desafío transformacional para el conjunto de la economía española en los próximos años.
- En cualquier caso, más allá del posible impacto económico agregado que pueda derivarse de la lucha contra el cambio climático, es previsible que este proceso tenga una incidencia muy desigual entre regiones, sectores, empresas y hogares.
- En particular, distintas piezas de evidencia apuntan a que los riesgos físicos y de transición vinculados al calentamiento global podrían afectar de forma más intensa precisamente a algunos de los hogares y de las empresas más vulnerables.

## EL IMPACTO ASIMÉTRICO EN ESPAÑA DE LOS RIESGOS FÍSICOS Y DE TRANSICIÓN ASOCIADOS A LA LUCHA CONTRA EL CALENTAMIENTO GLOBAL



### La península ibérica podría verse sensiblemente afectada por los riesgos físicos vinculados al cambio climático:

- Este impacto sería muy heterogéneo por regiones.
- Por ejemplo, menos precipitaciones en la mitad sur y mayor estrés hídrico en el sureste.



### El impacto de la transición ecológica será muy heterogéneo a nivel sectorial:

- Las manufacturas, la agricultura, el transporte y el suministro de electricidad y de gas son las actividades productivas con más emisiones de GEI en España.
- La exposición de un determinado sector al cambio climático no depende solo de sus emisiones directas de GEI, sino también de su intensidad en el uso de energía y de sus vínculos con el resto de los sectores.



### El cambio climático y la transición ecológica afectarán de forma desigual a distintos tipos de empresas:

- Dentro de cada sector, las empresas de menor tamaño parecen estar peor preparadas ante los desafíos climáticos; muchas de ellas aún no han evaluado el impacto que estos retos podrían suponerles.
- Entre los principales riesgos asociados a la transición ecológica que identifican las empresas, destacan las mayores presiones inflacionistas y las mayores cargas administrativas (vinculadas a nuevas obligaciones de provisión de información).



### El impacto de los riesgos físicos y de transición podría ser muy dispar entre individuos:

- El previsible incremento en el precio de los bienes y de los servicios más contaminantes que tendrá lugar en los próximos años probablemente incida de manera más acusada sobre los hogares con menor nivel de renta, aquellos cuyo cabeza de familia tiene entre 35 y 45 años, los que residen en zonas rurales, los que tienen un menor nivel educativo o los que presentan un mayor número de miembros.
- Sería conveniente que las políticas públicas articularan mecanismos para compensar, con carácter temporal, a los hogares más vulnerables dentro de cada uno de estos colectivos.

FUENTE: Banco de España.

### Los Gobiernos deben liderar el proceso de transición ecológica

- Los Gobiernos deben desempeñar un papel protagonista en el proceso de transición ecológica, ya que gozan de la necesaria legitimidad democrática para marcar la hoja de ruta. Además, disponen de los instrumentos más adecuados para alcanzar los objetivos climáticos propuestos.
- La imposición medioambiental constituye el mecanismo más eficiente para que los agentes económicos internalicen las consecuencias climáticas de sus decisiones. En este sentido, es imprescindible potenciar y mejorar el diseño de la fiscalidad medioambiental en nuestro país, que presenta de manera persistente una menor recaudación relativa que el grupo de economías de la UE.
- Un uso eficiente de los recursos obtenidos a través de una mayor imposición medioambiental podría reducir significativamente los costes de transición para el conjunto de la economía.
- La inversión pública y el fomento de la inversión privada mediante subvenciones son también palancas fundamentales en el impulso de la transición ecológica. En este sentido, es indispensable maximizar la capacidad transformadora del programa NGEU en nuestro país, con una selección rigurosa de los proyectos de inversión que se han de financiar y la implementación de un ambicioso paquete de reformas estructurales.
- Se deben desplegar medidas compensatorias que mitiguen el acusado impacto asimétrico de la transición ecológica sobre distintos tipos de sectores, empresas y hogares. Deben tener carácter temporal, enfocarse en los colectivos vulnerables más afectados y diseñarse de modo que no limiten los incentivos a disminuir las emisiones contaminantes.
- Alcanzar los objetivos medioambientales propuestos sin malgastar recursos y evitando efectos indeseados sobre la actividad exige una evaluación continua de las políticas públicas.



**Los Gobiernos deben liderar el proceso de transición ecológica**  
(cont.)

- Además, en el contexto de un proceso de transformación estructural extraordinariamente incierto, es imprescindible que las políticas públicas proporcionen certidumbre a los distintos agentes económicos y favorezcan un marco operativo estable en el que estos puedan adoptar sus decisiones de consumo, inversión y producción con las máximas garantías.

**El sistema financiero es otro actor clave ante el reto climático**

- Sin la participación activa del sistema financiero, no será posible canalizar, de forma eficiente, el cuantioso volumen de recursos que se requiere para desarrollar nuevas tecnologías verdes, y para que hogares y empresas puedan adoptarlas de forma generalizada.
- Es indispensable que todos los participantes en el sistema financiero y en los mercados de capitales puedan identificar correctamente el grado de exposición que ellos mismos y el resto de los agentes económicos presentan a los distintos riesgos físicos y de transición asociados al cambio climático, y que incorporen esa información activamente en su gestión de riesgos.
- De cara al futuro, que las finanzas sostenibles puedan continuar progresando dependerá críticamente de la mejora de la información disponible, del avance en la definición de estándares a nivel internacional y de la verificación *ex post* de los compromisos adquiridos por los emisores de instrumentos sostenibles.





**Los bancos centrales —en el ámbito de sus competencias— también han de contribuir a la transición ecológica**

- El cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible suponen también un reto considerable para los bancos centrales.
- En particular, estos procesos de cambio estructural podrían afectar de forma muy significativa a la conducción de la política monetaria, suponer considerables riesgos para estabilidad financiera y exigir una respuesta decidida en materia tanto de regulación de las entidades financieras como de supervisión prudencial.
- Como consecuencia de todo ello, los principales bancos centrales mundiales han comenzado a integrar consideraciones relacionadas con el cambio climático y con la transición ecológica en la determinación y la implementación de su política monetaria, si bien este proceso se encuentra aún en una etapa muy temprana.
- En el ámbito de la estabilidad financiera, se están empezando a realizar pruebas de resistencia ante eventos climáticos adversos, en colaboración con las entidades de crédito. En este sentido, el análisis *top-down* del Banco de España muestra un impacto moderado en el sector bancario español de los riesgos climáticos en el corto plazo.
- Además, en materia de regulación y de supervisión prudencial se está trabajando para que las entidades de crédito estén preparadas para identificar, medir, gestionar e informar adecuadamente sobre los riesgos financieros asociados al cambio climático, contribuyendo de este modo al proceso de transición ecológica.

## EL PAPEL DE DISTINTOS ACTORES CLAVE ANTE EL RETO CLIMÁTICO...

 <b>GOBIERNOS</b>	 <b>SECTOR FINANCIERO</b>	 <b>BANCOS CENTRALES</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>– Incrementar la imposición medioambiental y reforzar la inversión pública</li><li>– Desplegar medidas compensatorias para mitigar efectos adversos sobre los colectivos más vulnerables</li><li>– Avanzar en la regulación de la actividad económica con la fijación de estándares medioambientales</li><li>– Aportar certidumbre y un marco operativo estable a los agentes económicos</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>– Canalizar de forma eficiente el enorme volumen de recursos que es necesario invertir para acometer la transición ecológica</li><li>– Valorar adecuadamente su exposición y la del resto de los agentes económicos a los distintos riesgos climáticos</li><li>– Desarrollar y armonizar nuevos instrumentos financieros</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>– Incorporar consideraciones climáticas en sus marcos operativos de política monetaria</li><li>– Vigilar los riesgos para la estabilidad financiera del cambio climático y la transición ecológica</li><li>– Avanzar en la regulación y en la supervisión prudencial de los riesgos climáticos</li></ul>

## ... EN UN CONTEXTO EN EL QUE...

 <p>Existe una extraordinaria incertidumbre sobre el impacto económico de los riesgos climáticos</p>	 <p>Es necesario alcanzar un alto grado de coordinación internacional</p>	 <p>Es imprescindible incrementar la cantidad, calidad y armonización de la información medioambiental</p>	 <p>Es más importante que nunca una revisión continua y rigurosa de las políticas públicas</p>
---	--	---	---

FUENTE: Banco de España.