
12.01.2022

La economía española en 2022. Situación y retos para la política económica

Spain Investors Day
Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Sr. ministro de Asuntos Exteriores, Unión Europea y Cooperación; Sr. presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores; señoras y señores, buenas tardes.

Quiero agradecer al Consejo Rector del *Spain Investors Day* y a su presidente, Benito Berceruelo, su amable invitación a participar en la XII edición de este foro internacional anual que, como en ocasiones anteriores, sin duda contribuirá a fomentar la inversión internacional en nuestro país.

El evento tiene lugar en circunstancias más favorables que en la anterior edición, hace ahora un año. La extensión de las vacunas, junto con el apoyo extraordinario de las políticas económicas, ha permitido una mejora significativa de la situación y de las perspectivas económicas a escala global. No obstante, como nos recuerdan la aparición y la rápida extensión de los contagios que ha causado la variante ómicron, la normalidad dista de ser plena y la incertidumbre sigue siendo elevada.

La mejora de la situación económica mundial se puede ilustrar haciendo uso de las proyecciones más recientes. Tras la significativa caída del PIB mundial en 2020 (del 3,1 %), las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, anticipan un crecimiento elevado en 2021 y 2022, del 5,9 % del 4,9 %, respectivamente.

En el área del euro, la reducción del PIB en 2020 fue superior, del 6,5 %, pero las últimas previsiones del Eurosistema apuntan también a crecimientos robustos tanto en 2021 (5,1 %) como en 2022 (4,2%), lo que permitiría alcanzar el nivel previo a la pandemia en torno al cambio de año.

La economía española ha seguido un patrón temporal similar, pero con un impacto inicial de la crisis sanitaria sobre el PIB más intenso y una recuperación más lenta¹. Esto se ha debido, en gran medida, a nuestra mayor dependencia del sector turístico², pero también a una mayor debilidad del consumo de los hogares y de la inversión, muy afectada esta última por la crisis de suministros globales, en particular en el sector del automóvil, que cuenta con un elevado peso en la economía española.

La evolución del empleo está siendo, no obstante, más positiva, tanto en términos de horas trabajadas³ como, sobre todo, de afiliación efectiva. En este último caso, por ejemplo, en abril de 2020, casi una de cada cuatro personas afiliadas a la Seguridad Social antes de la irrupción del COVID-19, o bien había perdido su empleo, o bien se encontraba en situación de ERTE. El último dato disponible, correspondiente a diciembre pasado, muestra que la afiliación efectiva se situó ya por encima de su nivel previo a la crisis⁴.

¹ Tras los crecimientos intertrimestrales del 1,2 % y del 2,6 % en el segundo y el tercer trimestre de 2021, respectivamente, el nivel del PIB de la economía española en el tercer trimestre de 2021 presentaba una brecha de 5,9 puntos porcentuales (pp) respecto al observado al final de 2019 (0,3 pp en el área del euro).

² La caída de las llegadas de turistas extranjeros provocó un desplome de las exportaciones de servicios, que en el tercer trimestre de 2021 se situaban todavía un 28,7 % por debajo de los niveles prepandemia, lo que contrasta con el comportamiento de las exportaciones de bienes, que ya se encuentran un 1,9 % por encima de dicho nivel.

³ En términos de horas trabajadas, su nivel en el tercer trimestre de 2021 se situaba 3,5 puntos de PIB por debajo del observado a finales de 2019 (esta brecha era de 5,9 pp en el caso del PIB).

⁴ Un aumento del 0,7 % frente a febrero de 2020, en términos desestacionalizados. La afiliación efectiva se construye restando de la cifra de personas afiliadas a los trabajadores en ERTE.

Las proyecciones del Banco de España del pasado diciembre anticipan que la recuperación proseguirá a buen ritmo en el próximo trienio. En el corto plazo, sin embargo, el dinamismo de la economía seguirá estando lastrado por la extensión de la variante ómicron. Pero, con posterioridad, se espera que la actividad retome un mayor crecimiento, a medida que disminuyan las distorsiones en las cadenas de abastecimiento y las presiones inflacionistas y se normalicen paulatinamente los flujos turísticos. Todo ello apoyado, además, en el impulso de los proyectos financiados a través del programa *Next Generation EU* (NGEU) y en el mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables.

En concreto, en estas proyecciones se anticipaba un crecimiento del PIB del 4,5 % en 2021, que se aceleraría hasta el 5,4 % en 2022 y alcanzaría el 3,9 % en 2023. La revisión al alza por parte del INE de la estimación del PIB del segundo y del tercer trimestre de 2021, publicada con posterioridad al cierre de esas proyecciones, conllevaría, si se mantuviera el resto de la previsión sin cambios, una ligera revisión al alza de estas estimaciones, tanto para 2021 como para 2022. Una trayectoria que, de confirmarse, llevaría a que el PIB recuperaría su nivel previo a la pandemia entre finales de este año y comienzos del siguiente.

En todo caso, como señalaba antes, estas proyecciones están sometidas todavía a **distintos elementos de incertidumbre** que condicionarán la velocidad y profundidad de la recuperación.

La principal fuente de incertidumbre sigue siendo, obviamente, **la pandemia**, aunque hay que reconocer que, en términos de su impacto económico, el grado de adaptación a la misma de las economías ha ido incrementándose con las sucesivas olas.

Las potenciales restricciones asociadas a la pandemia condicionarán, en particular, la dinámica del **turismo internacional**, que, dado su elevado peso en nuestra economía⁵, resulta muy relevante para España. En las proyecciones se asume que la recuperación del volumen de turismo no residente previo a la pandemia se completaría en 2023. Pero en función de cómo evolucionen esas restricciones esta recuperación se podría producir con mayor o menor rapidez.

Existe además incertidumbre sobre la duración de las alteraciones observadas en las **cadenas de suministros globales —los llamados «cuellos de botella»—**, que están mostrando una persistencia mayor de lo anticipado⁶ y generando un impacto negativo significativo sobre la actividad⁷. Se espera que estos problemas se moderarán a partir del segundo semestre de 2022 pero, de nuevo, este supuesto está sujeto a una elevada incertidumbre.

⁵ Las exportaciones turísticas supusieron un 5,7 % del PIB en España en 2019, 3 pp más que el promedio de la UEM.

⁶ Así, la última Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica muestra un aumento significativo, entre el cuarto trimestre de 2020 y el mismo período de 2021, de la proporción de empresas que manifiestan estar experimentando dificultades en el suministro por parte de sus proveedores (desde el 13 % hasta el 31 %, que se elevaría al 51 % en la industria).

⁷ Véase [“El impacto potencial de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sobre la economía española en los próximos trimestres”](#), recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

También es incierto el uso que los hogares vayan a hacer del ahorro acumulado durante la pandemia, que supera el 6% del PIB, lo que condicionará la evolución **del consumo privado** en los próximos años. Se espera que los hogares destinen solo una parte de este ahorro a consumo, dado que se ha concentrado, en buena parte, en familias de ingresos relativamente altos (con menor propensión marginal a consumir) y que una parte mayoritaria del gasto no realizado no es fácilmente aplazable (en servicios como la restauración y el ocio). Sin embargo, no puede descartarse que esta proporción sea superior a la estimada.

Por otro lado, dada su magnitud, el uso de los **fondos del NGEU** será un condicionante de primer orden de la evolución económica en los próximos años. Las proyecciones del Banco de España contemplan la realización de proyectos por un importe de más de 60 mm de euros entre 2021 y 2023. Pero su impacto económico dependerá tanto del ritmo de absorción como del diseño y ejecución de los proyectos que se acometan y de las reformas estructurales que les acompañen. En 2021 se ha producido un cierto retraso en el uso de estos fondos, lo que refleja la complejidad que supone poner en marcha un volumen muy alto de proyectos en poco tiempo. La prioridad debe ser efectuar una selección de proyectos con un elevado multiplicador sobre el crecimiento potencial y el empleo y su acompañamiento de reformas estructurales ambiciosas.

Otro elemento de incertidumbre está relacionado con la magnitud de los **daños persistentes** que la crisis pueda haber generado sobre el tejido productivo o el empleo. En este sentido, la mayoría de sectores de actividad empresarial recuperaron al final del primer semestre de 2021 sus niveles de facturación previos a la crisis, lo que se tradujo también una recuperación de la rentabilidad y una mejora de la liquidez y solvencia. Sin embargo, la recuperación es todavía incompleta en los sectores más afectados por la pandemia, en los que se ha observado un cierto empeoramiento de la calidad crediticia y un repunte del número de empresas en concurso de acreedores. Con todo, los datos más recientes muestran una moderación de estos deterioros. Por su parte, la buena evolución del empleo debería reducir los riesgos de que se produzca un aumento significativo del desempleo estructural.

Por último, en los últimos meses ha aparecido un elemento adicional de incertidumbre, que es el relativo al fuerte **repunte de la inflación**. Este repunte es resultado de una confluencia de factores. Entre ellos sobresalen los efectos base debidos a los fuertes descensos de algunos precios al inicio de la pandemia, las dificultades de aprovisionamiento, el intenso crecimiento de los precios energéticos (en particular, de la electricidad) y de otros bienes intermedios, y los efectos de la recuperación de la demanda sobre los precios de algunos servicios.

La desaparición gradual de los efectos base y de los cuellos de botella y la reversión parcial del aumento de los precios energéticos a la que apuntan los mercados de futuros deberían reducir las presiones inflacionistas a lo largo de 2022. Las previsiones sugieren una inflación en España, medida por el IAPC, que repuntaría desde el 3 % en 2021 hasta cerca del 4 % en 2022, pero con una desaceleración progresiva, sobre todo en la segunda mitad del año, que llevaría a que esta se situara por debajo del 2 % al final de este año y en los siguientes ejercicios.

No obstante, existen dos fuentes de riesgo que podrían generar un proceso inflacionista más duradero. La primera surgiría de un escenario de corrección de los precios energéticos menos pronunciado de lo que sugieren los mercados de futuros, como consecuencia, por ejemplo, de un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas. En segundo lugar, una elevada transmisión del repunte de la inflación a las demandas salariales realimentaría mayores alzas de precios. Por el momento, sin embargo, el crecimiento de los costes salariales está siendo moderado.

En este contexto de recuperación gradual pero en el que se mantienen distintas incertidumbres, el **manejo adecuado de las políticas económicas** sigue siendo crucial.

En el caso de la política monetaria, como señalaba, los desarrollos recientes siguen siendo coherentes con un retorno a la situación de presiones inflacionistas moderadas en el medio plazo, que es el plazo relevante para el diseño de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Con todo, debemos prestar atención a la posibilidad de aparición de indicios de desanclaje de expectativas, puesto que este sería el principal factor que conferiría más persistencia a este episodio de inflación elevada.

En el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo de diciembre decidimos poner fin al programa pandémico de compras de activos (PEPP) a finales del próximo mes de marzo, reduciendo el ritmo de las compras ya en este primer trimestre. Esta decisión refleja que el impacto negativo de la crisis sanitaria sobre la tendencia de la inflación de medio plazo se considera superado. En paralelo, para facilitar un ajuste suave en el flujo de compras de activos, incrementamos la capacidad del programa de compras tradicional (APP) en 20 mm y 10 mm de euros adicionales en el segundo y el tercer trimestre de 2022, respectivamente.

En todo caso, dada la elevada incertidumbre existente, seguimos manteniendo un elevado grado de opcionalidad y flexibilidad en el manejo de la política monetaria. Por un lado, hemos preservado la opción de volver a activar el PEPP si fuera necesario. Por otro, mantenemos también la flexibilidad en las compras de activos entre jurisdicciones a través de las reinversiones del PEPP y la extensión de la duración de estas un año más, hasta finales de 2024. Y, finalmente, se mantiene también como referencia clave nuestra *forward guidance*, que condiciona el primer incremento de los tipos de interés y la finalización del programa de compras a la evolución y a las previsiones de inflación en cada momento⁸. Es en ese sentido en el que se debe entender nuestra afirmación de que, si se mantienen las condiciones de hoy en relación con la evolución de la inflación subyacente y las previsiones de inflación, no esperamos subidas de tipos en 2022.

En el caso de la política fiscal, su apoyo debe enfocarse ahora en los sectores y agentes todavía afectados por la crisis, limitado a empresas viables, y con medidas temporales que no aumenten adicionalmente el déficit público estructural.

En paralelo, debe ponerse el énfasis a las consideraciones de medio y largo plazo en el manejo de la política presupuestaria. Es el momento de diseñar un plan de consolidación

⁸ Según esta *forward guidance*, en el Consejo de Gobierno del BCE solo subiremos los tipos de interés cuando se hayan cumplido tres condiciones: que la inflación subyacente observada sea compatible con una convergencia con el objetivo del 2 %, que la inflación prevista a medio plazo alcance el 2 % y que la inflación esperada en el punto intermedio del ejercicio de previsión (unos 18 meses) también alcance el 2 %. Esta orientación condiciona asimismo la finalización de los programas de compras, puesto que se establece que estos durarán hasta poco antes de que subamos los tipos de interés.

plurianual para su ejecución una vez que la recuperación sea sólida, que permita reconstruir los márgenes fiscales y reducir el déficit estructural y la deuda pública. Este diseño debe favorecer una mayor contribución de la política fiscal al crecimiento potencial de la economía, lo que pasa por una adecuada definición de la estructura tributaria y una mejora de la eficiencia del gasto.

Debe ponerse también el foco en la identificación de los posibles cambios y daños estructurales derivados de la crisis. Hay que reconocer que, como consecuencia de ésta y también de la necesidad de afrontar la transición ecológica y la digitalización, estamos en un momento en el que la necesidad de reasignación de factores entre empresas y sectores es muy elevada. La política económica debe facilitar esta adaptación y la reasignación eficiente de recursos hacia aquellos sectores con mayor potencial de crecimiento.

No quiero dejar de mencionar los desafíos que la economía española ya afrontaba antes de la pandemia y que cobran especial relevancia en las actuales circunstancias. Entre ellos destacan la baja productividad, el elevado desempleo estructural, la lucha contra el cambio climático, el envejecimiento poblacional y la desigualdad. Estos desafíos deben afrontarse con una agenda decidida de reformas estructurales, apoyadas por el uso de los fondos europeos.

Permítanme también mencionar explícitamente el reto que supone gestionar la política económica en el contexto del actual repunte inflacionista. Está justificado, obviamente, el apoyo a las capas de la sociedad más vulnerables. Pero empresas y trabajadores deben interiorizar que el grado de transitoriedad del repunte de los precios depende crucialmente de la respuesta de los agentes económicos. Para España —y también en gran medida para el resto de Europa—, estamos ante un *shock* de precios de productos energéticos que nosotros, en general, no producimos. Esto quiere decir que se genera una pérdida para el país. La prioridad debería ser alcanzar un reparto equitativo de esa pérdida, evitándose así una realimentación de precios y de costes que generaría efectos adversos adicionales para la competitividad, la actividad económica y el empleo.

En definitiva, y condicionado obviamente a una evolución favorable de la pandemia, las perspectivas de crecimiento de la economía española son coherentes con la prolongación de la recuperación durante los próximos ejercicios una vez que disminuyan las distorsiones en las cadenas de abastecimiento y las presiones inflacionistas, se normalicen paulatinamente los flujos turísticos y se acelere el uso de los fondos europeos. Que estas perspectivas acaben materializándose en un aumento duradero del crecimiento económico y del bienestar depende, en todo caso, de un comportamiento adecuado de los agentes económicos y de un manejo cuidadoso de las políticas económicas que combine el apoyo a corto plazo con afrontar de manera decisiva los desafíos estructurales pendientes.