

25.10.2022

Análisis de la situación económica actual y perspectivas financieras

Andalucía Investors Day 2022/EI Confidencial

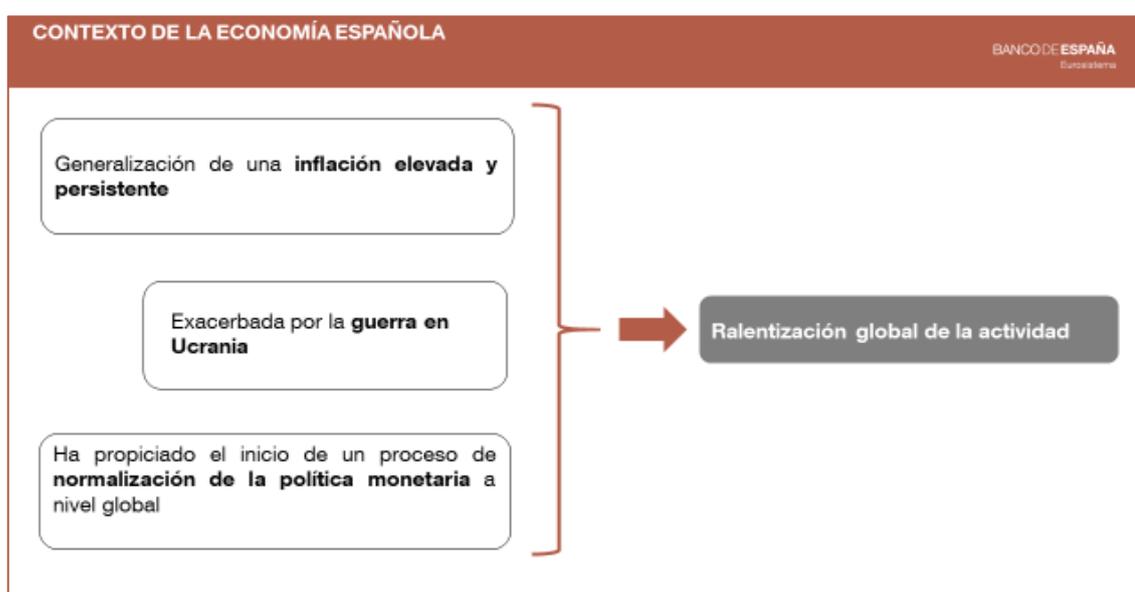
Margarita Delgado

Subgobernadora

Buenos días a todos:

En primer lugar, permítanme señalar que, a día de hoy, estamos sujetos al «período de reserva» previo a las reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE. Por ese motivo, no puedo hacer referencia a temas que puedan anticipar las futuras decisiones de política monetaria. Por tanto, mis reflexiones no han de interpretarse como indicaciones sobre la perspectiva monetaria o económica que puedan anticipar tales decisiones.

Ahora sí, querría comenzar expresando mi agradecimiento a los organizadores de este evento por darme la oportunidad de participar en el mismo. La jornada está suponiendo una magnífica oportunidad para dar a conocer la pujante realidad económico-empresarial de la región. El vibrante tejido empresarial andaluz, que constituye una referencia no solo a nivel nacional, sino también internacional, es una inmejorable tarjeta de presentación de la potencialidad de la Marca Andalucía.



Los retos a los que se enfrentan las empresas andaluzas y del resto de España en los próximos trimestres son, en todo caso, de una gran magnitud, tal y como se está discutiendo a lo largo del día de hoy. El hilo conductor de estos desafíos es sin duda la existencia de una elevada incertidumbre, rasgo fundamental de la compleja situación actual, tal y como nos han recordado los títulos de las mesas de debate celebradas en esta jornada.

Esta circunstancia ha conducido ya a una pérdida de dinamismo de la actividad, tanto a escala global como en España. Ello se debe a la conjunción de una serie de factores adversos que tienden a retroalimentarse entre sí. Así, el repunte de la inflación mundial se ha intensificado hasta niveles inéditos en varias décadas, lo que está motivando una reducción de las rentas reales de los hogares y de las empresas. Esto ha provocado una reacción contundente de los bancos centrales, que ha derivado en un notable tensionamiento de las condiciones financieras. Al producirse de forma simultánea en un número muy elevado de jurisdicciones, el endurecimiento de la política monetaria está contribuyendo a la pérdida de dinamismo de la demanda global.

Por otro lado, la guerra en Ucrania ha acrecentado el encarecimiento de numerosas materias primas y, además, ha alimentado la incertidumbre acerca de la seguridad del suministro energético en Europa e intensificado la preocupación por un posible deterioro adicional de la situación geopolítica y, por estas vías, ha dañado la confianza de los agentes.

ESCENARIO CENTRAL: RESUMEN DE LAS PROYECCIONES							BANCO DE ESPAÑA Eurosistema		
Tasa de variación anual (%), salvo indicación en contrario	2020	2021	PROYECCIONES DE OCTUBRE DE 2022 (a)			DIFERENCIAS CON LAS PROYECCIONES DE JUNIO			
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	
PIB	-11,3	5,5	4,5	1,4	2,9	0,4	-1,5	0,4	
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	3,0	8,7	5,6	1,9	1,5	3,1	0,1	
IAPC sin energía ni alimentos	0,5	0,6	3,9	3,5	2,1	0,7	1,3	0,1	
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	14,8	12,8	12,9	12,4	-0,2	0,2	-0,3	
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-10,1	-6,9	-4,3	-4,0	-4,3	0,3	0,5	0,0	
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,4	118,3	113,3	110,7	109,9	-1,6	-2,5	-2,6	

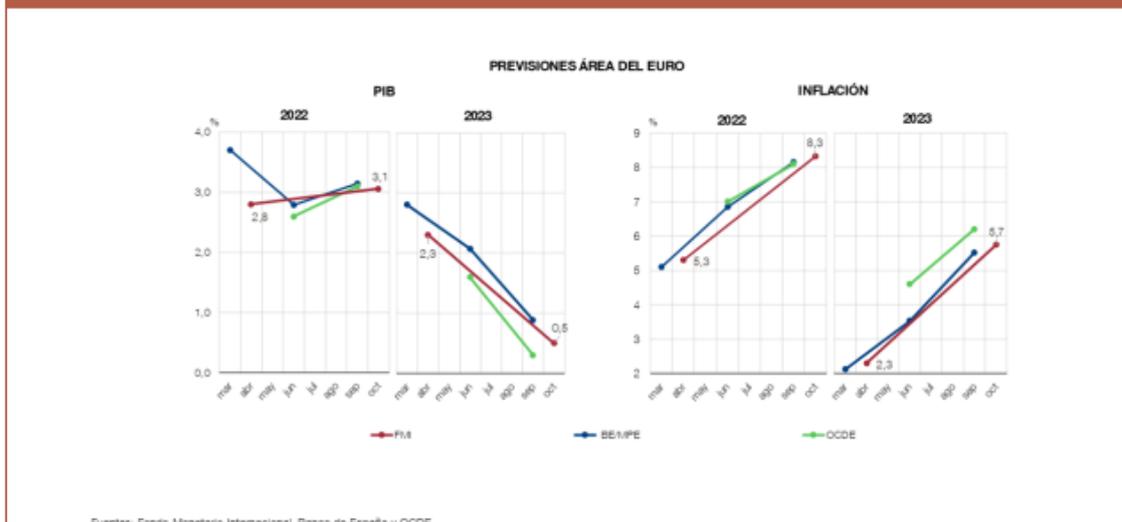
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España
a) Fecha de cierre de proyecciones: 30 septiembre de 2022. Las diferencias con las proyecciones de junio están calculadas sobre las tasas de dos decimales.

El resultado ha sido una revisión a la baja, con carácter generalizado por áreas geográficas, de las previsiones de crecimiento económico. Este ha sido también el caso en nuestro país, como señalan las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España¹. La actividad económica española se vio beneficiada, en los meses de primavera, por la reapertura plena de las ramas que se habían visto más afectadas por las restricciones para combatir la pandemia, en particular las ligadas a la hostelería y el turismo. Pero en los meses de verano pudo observarse ya un cierto debilitamiento, que, por componentes de demanda, está afectando singularmente al consumo privado. En el corto plazo, el turismo seguirá ejerciendo probablemente un cierto efecto dinamizador de la actividad, pero es posible que este dinamismo se modere una vez satisfecha buena parte de la demanda embalsada tras la pandemia.

Los dos próximos trimestres serán, probablemente, los que se verán más afectados por el cúmulo de factores que he enumerado. Pero, a partir de la primavera de 2023, la actividad económica en nuestro país debería recobrar un vigor creciente, aunque, como es evidente, estas perspectivas se ven rodeadas de una notable incertidumbre (otra vez la palabra a la que tanto se ha recurrido durante esta jornada).

En el escenario recientemente publicado por el Banco de España, el PIB de la economía española se desaceleraría desde el 4,5% de 2022 al 1,4% en 2023, y avanzaría un 2,9% en 2024. Además, se espera una inflación elevada y persistente en los próximos trimestres, con una desaceleración significativa posterior. En particular, se prevé que el IAPC se modere desde el 8,7% en 2022 al 5,6% en 2023 y al 1,9% en 2024.

¹ Véase “[Proyecciones macroeconómicas para la economía española \(2022-2024\)](#)”, «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.



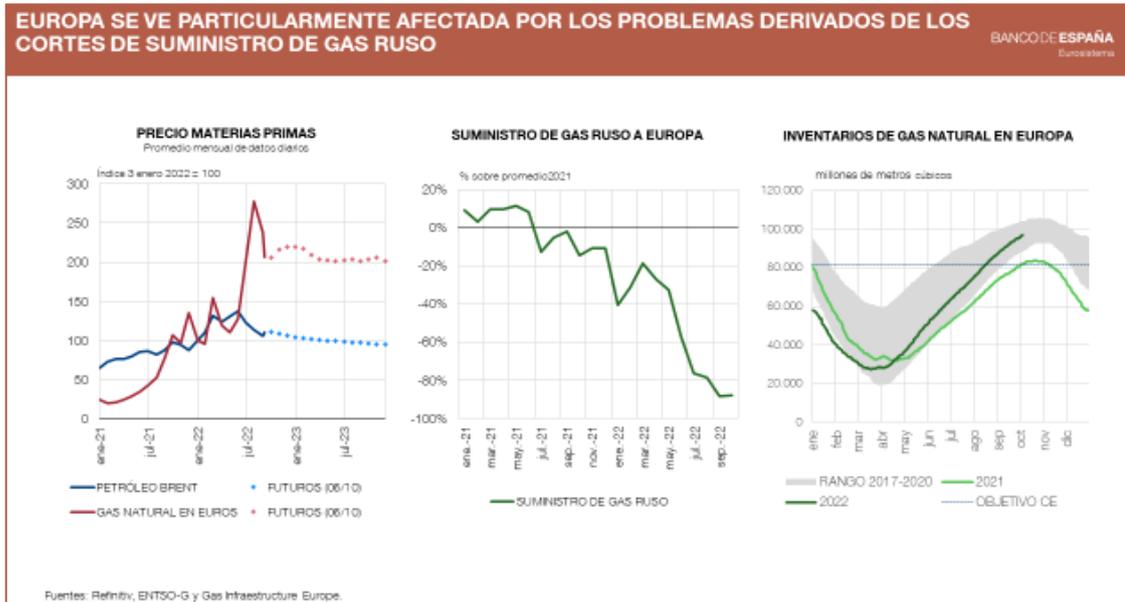
Los riesgos sobre estas proyecciones están orientados a la baja para la actividad y al alza para la inflación. La principal fuente de riesgo viene dada por la evolución de los mercados energéticos, que continuará siendo muy sensible al devenir de la guerra en Ucrania, aspecto sobre el que me extenderé en breve. No es ese, sin embargo, el único factor de riesgo, sino que cabría añadir otros factores como: 1) una traslación elevada de los aumentos de precios y costes recientes al resto de precios de la economía y a los salarios; 2) un menor ritmo de lo esperado en la ejecución de los proyectos de inversión asociados al programa *Next Generation EU* (NGEU); 3) un posible repunte del ahorro por motivos precautorios que lastre el gasto de los hogares, o; 4) endurecimientos adicionales de las condiciones de financiación que diesen lugar a algún episodio potencialmente disruptivo en los mercados de capitales.

Quizá el rasgo que defina la situación actual es que, aunque todos podamos recordar posiblemente momentos anteriores en los que la incertidumbre también era elevada, la concurrencia de distintos factores desestabilizadores es ahora particularmente remarcable. Además, algunos de estos elementos no van a desaparecer en un horizonte cercano — como, por ejemplo, el contexto de fragmentación geoeconómica—. El momento actual se presta, probablemente, a la utilización del término «*policrisis*», acuñado por el historiador Adam Tooze². Abordar una situación así requiere visión de largo plazo, acompañada posiblemente por ciertas dosis de imaginación e incluso audacia.

No sorprenderá a nadie si afirmo que en el epicentro de esta nube de incertidumbre se sitúa la guerra de Ucrania, como tampoco sorprenderá si sostengo que Europa está particularmente expuesta a las consecuencias de este conflicto. No solo por la proximidad geográfica al escenario bélico o por los estrechos lazos comerciales y financieros, sino especialmente por nuestra dependencia de las materias primas importadas desde Rusia, en particular, del gas. Como todos sabemos, este es utilizado como fuente de energía primaria por hogares y empresas y también en la producción de electricidad, siendo limitada la capacidad para su sustitución a corto plazo.

² Annie Lowrey (2022). «[A crisis historian has bad news for us](#)», The Atlantic.

Permítanme, por tanto, que centre mi atención en este punto, puesto que es un condicionante de primer orden de las perspectivas económicas, como reconocen las principales instituciones y analistas internacionales³.



Al inicio de la guerra, las importaciones de gas desde Rusia suponían aproximadamente un 40 % del consumo de gas en Europa y un 10 % del consumo total de energía. La invasión de Ucrania hizo que los europeos tomáramos conciencia bruscamente de la vulnerabilidad que se derivaba de estas cifras. El despertar ante esta realidad se plasmó inicialmente en el Plan *RePower EU*, que fijó, en mayo, dos objetivos fundamentales: reducir sustancialmente la dependencia energética de Rusia ya este año — como paso previo a su eliminación total en 2030— y aumentar el almacenamiento de gas hasta un 80 % de su capacidad total al inicio del otoño. En un segundo paso, este programa se complementó en julio con un plan de reducción del consumo de gas de un 15 % durante el próximo invierno. Y, más recientemente, el Consejo Europeo ha adoptado un acuerdo centrado en el mercado de la electricidad que persigue reducir la demanda de la misma y sugiere que los ingresos excedentes del sector energético sean redistribuidos a los clientes finales.

La aplicación de las medidas en el ámbito del gas está siendo relativamente exitosa. Ocho meses después del inicio de la agresión rusa a Ucrania, los europeos han debido hacer frente a sucesivos recortes en el suministro por tubería de gas procedente de Rusia, que es ahora un 90% menor que antes del comienzo de la guerra. Esto ha conllevado fuertes alzas de precios, así como la necesidad de buscar suministradores alternativos y de sustituir el gas por otras fuentes de energía, en línea con los objetivos del Plan *RePower EU*. Además, la capacidad de almacenamiento utilizada al inicio de octubre ha alcanzado el 90% del total, superando por tanto en 10 pp la meta fijada.

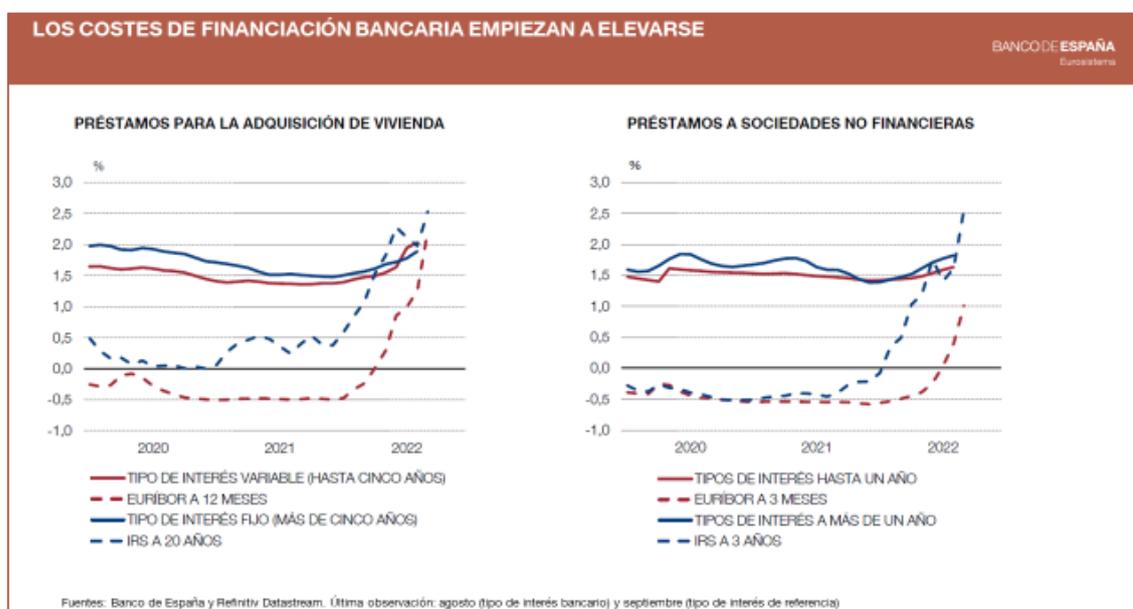
Las noticias no son tan positivas, en cambio, por el lado del consumo de gas, pues algunas estimaciones apuntan a un recorte del 7 % entre enero y septiembre en el conjunto de

³ Además, la cuestión ha sido objeto de un análisis muy detallado en P. Hernández de Cos (2022): “[La situación económica en el actual contexto inflacionista y la respuesta de las políticas económicas](#)”, discurso en Fundación la Caixa. Cátedra “Economía y Sociedad”.

Europa⁴, esto es, solo la mitad de la reducción fijada como objetivo para el próximo invierno, lo que sugiere la necesidad de intensificar las medidas de ahorro.

El reforzamiento de la resiliencia económica y geopolítica de la Unión Europea requiere que nos desliguemos por completo de Rusia como suministrador energético. Una palanca fundamental para ello habrá de ser el aprovechamiento de los fondos procedentes tanto del programa NGEU como del *RePowerEU*. Esta financiación debería permitir dar un fuerte impulso al desarrollo (y adopción) de los avances técnicos que permitan ganancias de eficiencia energética y el uso de otras fuentes de energía, en particular, las renovables. En esta carrera global no podemos quedarnos rezagados, sino que debemos liderar. Y nuestros socios vienen pisando fuerte, como ilustra, por ejemplo, la recientemente aprobada Ley de Reducción de la Inflación en EEUU, que incluye 369 mil millones de dólares para la financiación de la transición energética y el combate de los efectos del cambio climático.

En todo caso, si llegáramos a un escenario de corte total del suministro de gas ruso — situación que puede no estar muy lejana —, cabe destacar que el impacto sobre la economía española sería sensiblemente más reducido que en nuestros socios europeos, debido a que nuestro país tiene una menor dependencia energética directa de Rusia y una mayor diversificación de sus proveedores. De acuerdo con las estimaciones realizadas por el Banco de España⁵, una hipotética interrupción plena de las importaciones energéticas procedentes de Rusia acarrearía un impacto de entre un 0,8 % y un 1,4 % del PIB español, en función del supuesto que se considere sobre la capacidad de sustituir las fuentes energéticas rusas. En cambio, el efecto sobre la UE sería de entre un 2,5 % y un 4,2 % del PIB en el primer año.



Un último elemento que quiero resaltar en este breve análisis de la situación económica es la progresiva normalización de la política monetaria que el Banco Central Europeo comenzó

⁴ «[European natural gas demand tracker](#)» elaboradas por el *think tank* Bruegel.

⁵ Véase J. Quintana (2022). «[Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea](#)». Artículos Analíticos, Boletín Económico, 2/2022, Banco de España.

a finales de 2021. Esta normalización consistió en la retirada de los estímulos extraordinarios del programa de compras de activos durante la pandemia (PEPP-*Pandemic Emergency Purchase Program*), el acuerdo de reducción gradual de las compras netas del programa regular de compras de activos (APP-*Asset Purchase Program*) anunciado en marzo y las subidas de los tipos de interés de 125 pb de las operaciones principales de financiación, los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito que se han producido en julio y septiembre.

No quisiera finalizar mi discurso sin hacer una mención a la situación del sistema financiero en este contexto de incertidumbre. El comportamiento del mismo en 2023 dependerá sin duda de dos factores: la situación económica y la subida de los tipos de interés. Solo recordar que en lo que va de año, el Euribor a un año, índice de referencia para gran parte de las operaciones financieras de hogares y empresas, se ha encarecido en 300pb.

Por un lado, nuestro sistema financiero actualmente se encuentra en una buena posición, con unos adecuados niveles de solvencia, buena rentabilidad y una robusta gobernanza. En lo que llevamos de año, las entidades bancarias europeas se han visto beneficiadas por esta subida de tipos de interés, al incrementarse en un 5% los márgenes netos de intereses. Además, los niveles de morosidad son bajos y continúan en la senda decreciente.

No obstante, no hay que ser complacientes, y creo no equivocarme al afirmar que las entidades también son conscientes de ello. La combinación de un deterioro de las perspectivas macroeconómicas junto con un endurecimiento de las condiciones de financiación ejercerá presión sobre la capacidad de pago de la deuda de empresas y hogares. Habrá que estar muy vigilantes ante esta situación porque en algunos casos, los efectos no se verán de inmediato, sino que pasarán uno o dos años hasta que se materialicen estos impactos.

Por lo tanto, una vez más, desde mi posición como representante del órgano de supervisión hago una llamada a la prudencia. Hay que seguir reforzando la solvencia de nuestras entidades y los mecanismos de gestión del riesgo crediticio encargados de la detección temprana de señales de alarma con el fin de que se puedan tomar medidas adecuadas.

Muchas gracias por su atención.