

INFORME ANUAL

2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME ANUAL 2021

Fecha de cierre de datos: 29 de abril de 2022.

Fecha de publicación: 18 de mayo de 2022.

1

UNA RECUPERACIÓN INCOMPLETA EN UN CONTEXTO INCIERTO: DE LA PANDEMIA AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y EL ESTALLIDO DE LA GUERRA

1 Introducción 55

2 Consolidación de la recuperación económica y repunte de la inflación a escala global y en el área del euro 60

3 Luces y sombras de la recuperación en España 68

- 3.1 Los cuellos de botella y la inflación: frenos a la recuperación cuya incidencia está intensificando la guerra en Ucrania 70
- 3.2 La limitada reactivación del gasto de hogares y empresas 76
- 3.3 La evolución de los intercambios exteriores: la recuperación del turismo 87
- 3.4 La corrección incompleta de las cuentas públicas 92
- 3.5 El mercado de trabajo ha mostrado una elevada fortaleza hasta el inicio de la guerra 95
- 3.6 Una recuperación más lenta que en otras economías de nuestro entorno 99
- 3.7 La economía española ante las incertidumbres 102
 - 3.7.1 Los efectos de la guerra sobre la economía española 103
 - 3.7.2 Las perspectivas y los riesgos de la economía española 107

4 Las políticas económicas ante un entorno incierto 111

- 4.1 El papel de las políticas presupuestarias globales y en el área del euro 112
- 4.2 La contribución de las políticas monetarias 115
- 4.3 Una valoración de las políticas públicas frente a las consecuencias de la pandemia en España 119
- 4.4 Las políticas económicas nacionales en respuesta a la guerra 127

Bibliografía 131

2

RETOS Y POLÍTICAS PARA UN CRECIMIENTO SOSTENIBLE Y EQUILIBRADO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 Introducción 137

2 Un amplio abanico de retos estructurales y de políticas para abordarlos 138

- 2.1 El reto de impulsar la creación de empleo y de reforzar su estabilidad 138
- 2.2 El reto de la formación y el incremento del capital humano 146
- 2.3 El reto de hacer frente a la desigualdad 150
- 2.4 El reto de incrementar el tamaño empresarial, facilitar la reasignación sectorial y fomentar la innovación 155
- 2.5 El reto de sacar el máximo provecho a la ejecución del programa *Next Generation EU* 162

3 El reto de la consolidación fiscal 164

- 3.1 Aspectos relevantes por el lado del gasto público 167
 - 3.1.1 El sistema de pensiones 168
- 3.2 Aspectos relevantes por el lado de los ingresos públicos 173

4 El papel de las políticas europeas 176

- 4.1 La autonomía estratégica 178
- 4.2 La reforma del marco de reglas fiscales 180
- 4.3 La ampliación de los canales de compartición de riesgos 183

Bibliografía 185

3

EL REPUNTE GLOBAL DE LA INFLACIÓN

1	Introducción	193
2	Los determinantes de la inflación en el período anterior a la pandemia	195
3	Caracterización del episodio inflacionista actual	198
3.1	Factores globales	198
3.2	Factores idiosincrásicos	203
3.3	La generalización de las presiones inflacionistas	208
4	Los factores que podrían condicionar la persistencia del episodio inflacionista	212
4.1	Efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación	213
4.2	La respuesta de las políticas económicas y el papel de un pacto de rentas	218
4.2.1	Un pacto de rentas	218
4.2.2	Las políticas fiscales nacionales	221
4.2.3	Las políticas europeas	222
4.2.4	La política monetaria	223
4.3	Otros aspectos estructurales	226
5	El impacto heterogéneo de la escalada inflacionista	228
5.1	Hogares	229
5.2	Empresas	233
6	Conclusiones	236
	Bibliografía	238

4

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL RETO CLIMÁTICO

1	Introducción	245
2	El calentamiento global y las iniciativas para limitarlo	247
3	El impacto asimétrico del cambio climático en España	255
3.1	Los riesgos climáticos y el reto transformacional para la economía española	255
3.2	La heterogeneidad sectorial del desafío climático	258
3.3	Un reto desigual para los distintos tipos de empresas	264
3.4	La incidencia asimétrica de la transición ecológica para los hogares	268
4	El papel de las políticas públicas en España	271
4.1	La imposición medioambiental	272
4.2	La necesaria atención a los aspectos distributivos	275
4.3	Inversión pública y subvenciones	276
4.4	Otras intervenciones públicas y la necesidad de una evaluación continua de las políticas	278
5	El papel del sistema financiero	280
6	El papel de los bancos centrales	284
6.1	Política monetaria	284
6.2	Estabilidad financiera	287
6.3	Regulación y supervisión prudencial	291
6.4	Carteras propias	295
7	Conclusiones	296
	Bibliografía	298
	Glosario de acrónimos climáticos	302

Índice de imágenes	319
Publicaciones del Banco de España	321
Siglas, abreviaturas y signos utilizados	322

ÍNDICE DE CUADROS

- 3.1 Efecto mediano de una inflación inesperada sobre la capacidad de ahorro a través de las posiciones nominales netas y los gastos de consumo 233

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1.1 Consolidación de la recuperación de la economía mundial en 2021 61
- 1.2 La recuperación del comercio mundial se ha visto lastrada por los cuellos de botella y los repuntes de la pandemia 64
- 1.3 El repunte de la inflación está siendo más intenso y persistente de lo anticipado 65
- 1.4 Las condiciones financieras globales se han endurecido recientemente 67
- 1.5 En España, la actividad se recuperó gradualmente, favorecida por la mejora de la situación sanitaria 71
- 1.6 La recuperación de la actividad ha sido heterogénea por ramas de actividad 72
- 1.7 El incremento del precio de la energía explica gran parte del aumento de la inflación, pero también ha repuntado el ritmo de avance del resto de los precios de consumo 74
- 1.8 Las condiciones financieras se mantuvieron holgadas en 2021 y el crédito mostró poco dinamismo en la mayoría de los segmentos 77
- 1.9 El consumo de las familias ha mostrado una recuperación incompleta con respecto a los niveles previos a la pandemia, en un contexto en el que, en términos agregados, la bolsa de ahorro acumulada en 2020 no se habría destinado a gasto corriente 79
- 1.10 Las compraventas de viviendas se situaron claramente por encima de su nivel prepandemia en 2021 83
- 1.11 La inversión empresarial ha mostrado un cierto dinamismo, pero este ha sido insuficiente para recuperar los niveles prepandemia 84
- 1.12 La demanda externa neta contribuyó positivamente a la evolución del PIB en 2021 89
- 1.13 Las cuentas públicas se recuperaron parcialmente en 2021 93
- 1.14 El empleo ha mostrado un elevado dinamismo 97
- 1.15 El impacto económico de la pandemia ha sido especialmente intenso en España, lo que guarda relación con su estructura productiva 100
- 1.16 Los cuellos de botella están condicionando la recuperación 103

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1.17 Los efectos de la guerra sobre el crecimiento de la economía española pueden ser significativos, a pesar del reducido grado de exposición directa a Rusia y Ucrania 105
- 1.18 Las consecuencias de la guerra apuntan a un menor crecimiento económico en un contexto de mayor inflación 108
- 1.19 Las fuentes de incertidumbre y los riesgos asociados a estas 110
- 1.20 La política fiscal ha seguido manteniendo un carácter expansivo en las economías avanzadas, que contrasta con el tono más contenido de los países emergentes 113
- 1.21 Los tipos de interés oficiales han aumentado en numerosas jurisdicciones 116
- 1.22 Las expectativas de tipos de interés se han desplazado al alza 118
- 1.23 Los ERTE han sido efectivos a la hora de aumentar la probabilidad de reincorporación laboral, aunque sus efectos positivos decrecen con la duración del ERTE 121
- 1.24 Las líneas de avales públicos fueron fundamentales para sostener la oferta de crédito tras la pandemia y para la cobertura de las necesidades de liquidez de las empresas españolas 122
- 1.25 El programa de ayudas directas ha mitigado parcialmente el deterioro de la solvencia de las pymes 124
- 1.26 Los diferentes programas de ayudas desplegados en 2020 habrían contribuido a la recuperación de la actividad en 2021 125
- 2.1 Desempleo, temporalidad y parcialidad 140
- 2.2 Algunos efectos económicos adversos de la precariedad 141
- 2.3 Evolución de la temporalidad tras la reforma laboral 144
- 2.4 España presenta aún un importante reto relativo al abandono escolar antes de los 25 años y a las bajas competencias digitales en algunos colectivos 147
- 2.5 Las pérdidas de empleo y el envejecimiento generan pérdidas de capital humano en la población 149
- 2.6 Indicadores de desigualdad 152
- 2.7 Población en alquiler en España en comparación con la Unión Europea (2020) 154
- 2.8 La demografía empresarial española destaca por el peso elevado de las empresas de reducido tamaño, independientemente del sector 156
- 2.9 Las pequeñas empresas españolas hacen un uso reducido de los medios digitales para realizar sus ventas 158
- 2.10 Posicionamiento de los sectores españoles ante los principales retos económicos 160
- 2.11 Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española 164
- 2.12 Sendas simuladas de la deuda pública bajo escenarios alternativos 166
- 2.13 Gasto de las Administraciones Públicas, por funciones (promedio 2015-2019) 169
- 2.14 Impacto en el sistema de pensiones de la derogación del factor de sostenibilidad y de la revalorización con el índice de precios de consumo 171
- 2.15 Estructura tributaria de España en el contexto de la Unión Europea 174
- 2.16 La elevada exposición comercial europea a Rusia en algunas materias primas 179
- 2.17 La posición fiscal de los Estados miembros y la aritmética de la sostenibilidad de la deuda en la Unión Económica y Monetaria 181
- 3.1 El repunte global de la inflación 194
- 3.2 Evolución de la inflación con una perspectiva a largo plazo 196
- 3.3 La pandemia como un determinante global en la dinámica de los precios de consumo de determinados bienes y servicios 199
- 3.4 Los desequilibrios entre la oferta y la demanda 200
- 3.5 La importancia de los cuellos de botella en el repunte de la inflación 202
- 3.6 Determinantes del aumento de la inflación en el período más reciente, de acuerdo con un modelo econométrico 204
- 3.7 La contribución de los componentes energético y de alimentos a la inflación 206
- 3.8 Importancia del patrón de especialización sectorial y de consumo 208

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 3.9 Las presiones inflacionistas están siendo muy generalizadas por componentes 209
- 3.10 El aumento de las expectativas de inflación a largo plazo en el área del euro y Estados Unidos 211
- 3.11 Revisión de las previsiones de inflación a corto plazo 214
- 3.12 La persistencia del aumento de la inflación 215
- 3.13 La respuesta de los salarios 217
- 3.14 La respuesta de las políticas económicas 219
- 3.15 Respuesta óptima de la política monetaria ante *shocks* de oferta en un modelo teórico 225
- 3.16 Tasas de inflación para distintas características individuales y efecto de las medidas impositivas 230
- 3.17 El aumento de la inflación tiene efectos heterogéneos sobre las empresas 235
- 4.1 Evolución de las emisiones de CO₂ 248
- 4.2 Variaciones estimadas en la temperatura y en las precipitaciones globales en 2100 249
- 4.3 El calentamiento global y las iniciativas para mitigarlo 251
- 4.4 Costes económicos globales de la materialización de los riesgos físicos y de transición asociados al cambio climático, bajo diversos escenarios 253
- 4.5 Variaciones estimadas en la temperatura, precipitaciones y recursos hídricos europeos en 2100 256
- 4.6 Emisiones de gases de efecto invernadero (GEI): evolución y contribución de los distintos sectores 258
- 4.7 Emisiones de gases de efecto invernadero (GEI): distribución por sectores 260
- 4.8 Intensidad de las emisiones de gases de efecto invernadero directas e indirectas en España 261
- 4.9 Impacto sectorial de las políticas medioambientales de emisiones (a través del modelo CATS) 263
- 4.10 Impacto del cambio climático por ramas de actividad y riesgos detectados por las empresas 265
- 4.11 Intensidad de las emisiones y proporción del gasto con altas emisiones en las familias españolas 270
- 4.12 La fiscalidad medioambiental en España en el contexto de la UE-27 273
- 4.13 Evolución de los tipos en los impuestos especiales sobre los hidrocarburos (1995-2020) 274
- 4.14 Bonos verdes y sostenibles 282
- 4.15 Evolución de la rentabilidad entre activos verdes y convencionales 283
- 4.16 Exposición del sector bancario español a los riesgos climáticos de transición 288
- 4.17 Efecto de los incendios en la variación de crédito y de empleo de las empresas españolas 290
- 4.18 El impacto en la calidad del crédito empresarial de los riesgos climáticos es heterogéneo por sectores, y se estima un mayor deterioro a largo plazo por la materialización de los riesgos físicos 292
- 4.19 Mención a riesgos ESG en los informes de las instituciones europeas 293

ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1.1 La economía española: entre la superación de la pandemia y la incertidumbre de la guerra en Ucrania 69
- 2.1 Estrategia integral de reformas estructurales 139
- 2.2 Principales actuaciones propuestas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia español 163
- 2.3 Políticas europeas 177
- 3.1 Inflación: determinantes estructurales antes y después de la pandemia 227
- 4.1 El papel de distintos actores clave ante el reto climático... 246
- 4.2 El impacto asimétrico en España de los riesgos físicos y de transición asociados a la lucha contra el calentamiento global 259

Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos



El año 2021 estuvo marcado por la superación de la etapa más aguda de la pandemia de COVID-19, la continuación de la recuperación económica y el fuerte repunte de la inflación a escala global. En un contexto en el que muchas economías, sectores, empresas y hogares aún no habían logrado recuperarse por completo de los efectos adversos de la crisis sanitaria, la invasión rusa de Ucrania a finales de febrero de este año ha supuesto una nueva perturbación negativa. Como consecuencia de ella, las perspectivas de crecimiento en el corto plazo se han revisado a la baja, especialmente en Europa, mientras que las presiones inflacionistas se han intensificado y se prevé que muestren una mayor persistencia que la que se anticipaba al comienzo del ejercicio.

En esta coyuntura particularmente incierta, el *Informe Anual* del Banco de España presenta, en su primer capítulo, un balance de la evolución —en el contexto global— de la economía española en 2021 y en los primeros meses de este año, una descripción y una evaluación de las políticas económicas desplegadas desde el inicio de la pandemia, y una valoración de las perspectivas económicas y de los principales riesgos para nuestro país en los próximos trimestres. Con un horizonte temporal más amplio, el segundo capítulo de este Informe explora los retos estructurales que la economía española ha de enfrentar en los próximos años, junto con las principales palancas de política económica disponibles para abordarlos.

El Informe incluye, además, dos capítulos temáticos. En el tercer capítulo se ofrece un análisis pormenorizado del actual episodio inflacionista, con una atención especial a sus causas y a los factores que podrían condicionar el grado de persistencia de estas dinámicas en el futuro. El cuarto capítulo se centra en los considerables desafíos que la lucha contra el cambio climático y la transición ecológica supondrán para la economía española en los próximos años.

El comportamiento de la actividad en los últimos trimestres

El avance en el proceso de vacunación, que comenzó a finales de 2020, permitió que a lo largo de 2021 se relajaran gradualmente —aunque con algunos altibajos— las medidas de distanciamiento social que la mayor parte de las principales

economías mundiales, incluida la española, implementaron durante la fase más aguda de la pandemia. Ello favoreció que se prolongara la senda de reactivación de la actividad iniciada en el verano de 2020.

No obstante, esta recuperación se vio parcialmente obstaculizada por: i) las distintas vicisitudes por las que atravesó la situación sanitaria; ii) el fuerte repunte que experimentaron los precios energéticos, y iii) diversos elementos que limitaron la capacidad de la oferta para responder a una mayor demanda, impulsada no solo por la mejora de la situación epidemiológica, sino también por el apoyo extraordinario de las políticas económicas. Si bien el primero de estos factores constituyó, a medida que avanzaba 2021, un impedimento cada vez menor, los otros dos han venido condicionando de manera creciente el comportamiento económico.

En particular, aunque inicialmente el repunte de los precios se concentró en las materias primas y en los alimentos, y parecía presentar una naturaleza relativamente transitoria, en los últimos trimestres su intensidad ha venido sorprendiendo sistemáticamente al alza, se ha ido extendiendo al resto de los bienes y servicios en la cesta de consumo, y ha dado muestras de una mayor persistencia. En el mismo sentido, los cuellos de botella que, por diversos motivos, se han registrado en las cadenas globales de producción y de transporte a lo largo de los últimos trimestres no se han disipado a la velocidad que se esperaba, e incluso —con el estallido de la guerra en Ucrania y el empeoramiento reciente de la pandemia en China— han llegado a intensificarse en algunos casos.

Aunque todos estos factores condicionantes de la evolución económica presentan un carácter eminentemente global, su incidencia ha sido muy asimétrica entre las principales economías mundiales. Entre otros aspectos, esta heterogeneidad ha respondido a las diferencias entre países en cuanto a su estructura productiva, el acceso a las vacunas, la capacidad de apoyo de las políticas económicas y el grado de dependencia de los *inputs* energéticos.

En este sentido, en los últimos trimestres la recuperación económica ha sido especialmente vigorosa en Estados Unidos, donde ya en la primera mitad de 2021 se superó el nivel de actividad previo a la pandemia. Este elevado dinamismo se ha traducido también en presiones inflacionistas subyacentes más intensas y tempranas

en este país. En cambio, en el conjunto del área del euro el nivel de actividad prepandemia no se recuperó hasta finales del pasado año.

En el caso de la economía española, la evolución epidemiológica en los primeros meses de 2021 todavía exigió el mantenimiento de medidas de contención de la enfermedad relativamente severas, que condicionaron el devenir de la actividad económica. Sin embargo, el avance en el proceso de vacunación permitió que en el segundo trimestre se iniciara una fase de mayor dinamismo. No obstante, dicho dinamismo se vio progresivamente atemperado por las alteraciones en las cadenas de suministros y por las alzas de los precios de las materias primas energéticas, factores a los que, en el tramo final del año, se unió la aparición de la variante ómicron del virus. Con todo, al cierre de 2021 el nivel de PIB de la economía española aún se encontraba 3,8 puntos porcentuales (pp) por debajo de sus registros prepandemia.

Al inicio de 2022, la superación del último rebrote de la pandemia y algún tímido indicio de alivio en los cuellos de botella parecían estar contribuyendo a atenuar los factores de riesgo que atenazaban la evolución de la actividad económica española. Las expectativas de un mayor dinamismo económico se apoyaban, además, en la ejecución de los fondos europeos y en la posible liberación del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia.

Sin embargo, la invasión rusa de Ucrania, a finales de febrero, ha supuesto una nueva perturbación negativa que está afectando a la economía española, como a otras economías de nuestro entorno, a través de diversos canales. Entre estos canales, destacan el agravamiento de las presiones inflacionistas sobre las materias primas, el deterioro de la confianza de los agentes económicos y la ralentización del comercio internacional. Todo ello ha resultado en un notable empeoramiento de las perspectivas de crecimiento en el corto plazo y en una intensificación de las presiones inflacionistas. En particular, en el último ejercicio de proyecciones del Banco de España, publicado a principios de abril, se revisó a la baja la tasa de crecimiento del PIB en 2022 (hasta el 4,5 %) y al alza la tasa de inflación promedio para el conjunto del año (hasta el 7,5 %).

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 perturbaciones adicionales, a una nueva revisión a la baja en la tasa de crecimiento del PIB esperada para el conjunto de este año. 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 y a un crecimiento algo más modesto del componente energético. Además, en los próximos meses el mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar el de la electricidad —que ha sido recientemente aprobado en España y en Portugal, de acuerdo con la Comisión Europea— previsiblemente presionará a la baja los precios de la energía en nuestro país.

Si no se produjeran nuevas perturbaciones o un agravamiento de la guerra en Ucrania, esta eventual revisión de las proyecciones publicadas en abril seguiría siendo coherente con el mantenimiento de una senda de recuperación gradual en la economía española —que podría alcanzar los niveles de PIB previos a la pandemia en el tramo final de 2023— y con unas tasas de inflación que se mantendrían elevadas en los próximos meses, para posteriormente moderarse progresivamente. En todo caso, la incertidumbre sobre estas proyecciones es extraordinariamente alta.

El papel de las políticas económicas

El conjunto de las ambiciosas actuaciones desplegadas al comienzo de la pandemia —en muchos casos, de forma coordinada internacionalmente— por las diversas políticas económicas ha desempeñado un papel fundamental para mitigar las consecuencias de la crisis sanitaria sobre las rentas y la posición patrimonial de los hogares, las empresas y las instituciones financieras, y, en último término, sobre la actividad, el empleo y la capacidad de crecimiento potencial de las economías.

Antes del estallido del conflicto bélico en Ucrania, la recuperación económica en curso y el fuerte repunte de la inflación ya habían propiciado el inicio de un cierto proceso de normalización de algunas de estas medidas expansivas, en particular en los ámbitos de la política monetaria y de la política fiscal. Indudablemente, la guerra ha complicado la tarea de los responsables de estas políticas.

i) Política fiscal

En el ámbito de la política fiscal, es imprescindible que, en el marco de una recuperación aún incompleta, la política presupuestaria ayude a contrarrestar los efectos adversos que la guerra en Ucrania supone sobre la actividad, efectos que vuelven a ser muy heterogéneos entre sectores, empresas y familias.

No obstante, en un contexto en el que los márgenes de actuación son relativamente limitados —teniendo en cuenta nuestros elevados niveles de endeudamiento público—, es fundamental que estas medidas de apoyo se diseñen de forma muy focalizada hacia los hogares y las empresas más vulnerables. En particular, en la coyuntura actual sería deseable centrar los esfuerzos en el apoyo a los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y a las empresas más vulnerables a esta nueva perturbación.

Además de ser focalizadas, es importante que las medidas presupuestarias que se implementen tengan una naturaleza temporal y no supongan una distorsión significativa sobre las señales de precios. La necesidad de evitar una realimentación del actual proceso inflacionista es un argumento adicional para eludir un impulso fiscal poco selectivo y un uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto. Esta desindexación debe ser parte del pacto de rentas al que me voy a referir seguidamente.

ii) Pacto de rentas

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 de 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 para la economía nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas.

A la hora de determinar las características concretas de este pacto de rentas, sería necesario atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre

trabajadores, empresas y sectores. Dada esta heterogeneidad, se debe combinar la necesaria coordinación a escala nacional con mecanismos que permitan adaptar el acuerdo a las diferencias de productividad y de actividad que existen entre empresas y sectores. De igual modo, si hay segmentos de los hogares cuyas condiciones de vida se han visto particularmente afectadas de forma adversa por el encarecimiento de la energía, sería deseable que el pacto de rentas implicase una menor merma de recursos para estos agentes. En definitiva, estas consideraciones se traducen en la necesidad de que un eventual pacto de rentas evite adoptar medidas excesivamente uniformes, que resultarían demasiado rígidas para algunos segmentos de agentes.

También sería deseable que se evitaran fórmulas de indexación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguardia. El objetivo es, precisamente, reducir el riesgo de que se desencadene una realimentación de incrementos entre los salarios y los precios. Además, sería conveniente que el pacto de rentas contemplara compromisos plurianuales en lo relativo tanto a los incrementos salariales —donde las referencias nominales de la negociación deberían excluir los componentes asociados a los productos energéticos y estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente— como a la protección del empleo. Asimismo, estas directrices sobre la evolución salarial deberían acompañarse con compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales.

iii) Política monetaria

En respuesta al contexto actual, de fuertes presiones inflacionistas, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han avanzado en el proceso de normalización de su política monetaria.

En efecto, en el área del euro la inflación alcanzó un 7,5 % el pasado mes de abril, lo que supone el valor máximo desde su creación. Aunque la mayor parte de este incremento se ha debido al repunte de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos, la inflación subyacente también se ha elevado de forma apreciable.

El consenso de las proyecciones macroeconómicas anticipa que la inflación se mantendrá elevada en los próximos meses, pero que, con posterioridad, en ausencia

de nuevas perturbaciones inflacionistas, se desacelerará progresivamente hacia niveles compatibles con el objetivo del Banco Central Europeo (BCE), del 2 %. Los indicadores de expectativas de inflación a medio y a largo plazo se sitúan también en el entorno del 2 %.

No obstante, los riesgos al alza en torno a estas perspectivas han aumentado. La intensificación de las presiones inflacionistas en los últimos meses eleva la probabilidad de que se agudicen los efectos indirectos y de segunda ronda. Si bien estos efectos no se han materializado de manera acusada por el momento, existen indicios de revisiones de las expectativas de inflación en el medio plazo por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento. Por el contrario, la guerra está generando un efecto negativo sobre el crecimiento económico, de intensidad incierta, que podría reducir las presiones inflacionistas en el medio plazo.

En este contexto, el BCE ha iniciado el proceso de normalización de la política monetaria, desde un punto de partida caracterizado por un grado de acomodación extraordinario y en el marco de la nueva estrategia que aprobó el Consejo de Gobierno en 2021, que establece un objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo, de carácter simétrico. La simetría implica que se compromete a combatir las desviaciones tanto al alza como a la baja con respecto al objetivo. La orientación a medio plazo supone que las decisiones vienen condicionadas por la inflación prevista a un horizonte de dos o tres años.

En ese momento, este marco se concretó en el compromiso (*forward guidance*) de supeditar el eventual primer incremento de los tipos de interés a que la inflación esperada se sitúe en el 2 % en un horizonte de 18 meses y se mantenga en el 2 % en el medio plazo, y a que la evolución de la inflación subyacente sea compatible con una inflación que se estabiliza en el 2 % a medio plazo. Las compras netas del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) también se ligan a estas condiciones, al señalar que los tipos de interés solo aumentarán algún tiempo después del fin de las compras.

Con esta estrategia y en el actual contexto, resulta adecuada una retirada progresiva del extraordinario estímulo monetario: las expectativas de inflación a horizontes intermedios y en el medio plazo se sitúan en el entorno del 2 %, la

inflación subyacente está claramente por encima del 2 % y existen riesgos de desviación al alza sobre las proyecciones. En el proceso de normalización, una de las referencias que podrían servir de guía es el nivel del tipo de interés natural, definido como aquel que mantiene la inflación estable en su objetivo. Las estimaciones disponibles, sujetas a elevada incertidumbre, lo sitúan en valores reducidos en el área del euro, en el entorno o ligeramente por encima del 1 %, lo que apuntaría a que, hasta que no se alcancen esos niveles, el tono de la política monetaria seguiría siendo expansivo.

Así, en marzo de 2022 finalizaron las adquisiciones netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Asimismo, en el Consejo de Gobierno de abril anunciamos que las adquisiciones netas en el marco del programa de compras APP concluirían en el tercer trimestre de este año. En mi opinión, dado que las perspectivas de inflación son coherentes con el cumplimiento de las condiciones de nuestra *forward guidance*, esta finalización debería tener lugar a comienzos del trimestre, para proceder, poco después, al primer incremento de los tipos de interés. En los siguientes trimestres se podría proceder a sucesivos incrementos adicionales, hasta, por ejemplo, alcanzar niveles acordes con el tipo de interés natural si se mantienen las perspectivas de inflación de medio plazo en torno a nuestro objetivo.

En una coyuntura particularmente incierta, estamos enfatizando que el proceso de incremento de los tipos de interés debe ser gradual. Se trata de evitar movimientos abruptos, que podrían ser particularmente perjudiciales en un contexto de elevada incertidumbre como el actual. Para poder adoptar este enfoque gradual, resulta fundamental que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y que no se materialicen efectos indirectos y de segunda ronda de una magnitud que pudiera poner en riesgo ese anclaje.

Además, dada esa incertidumbre, no tenemos una pauta de normalización prefijada. Tendremos que ir ajustando el proceso de normalización a la información que vayamos recibiendo. Hay que tener en cuenta que la incertidumbre actual afecta a aspectos tan relevantes para la inflación futura como el desarrollo del conflicto bélico, la resolución de los cuellos de botella en la producción y en el transporte internacional, el grado de materialización de los efectos de segunda

ronda, las dinámicas de la globalización o las políticas energéticas y de lucha contra el cambio climático.

Actuaremos con total flexibilidad y adoptaremos las medidas necesarias para cumplir con nuestro mandato y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera. La flexibilidad es particularmente importante para, en el camino hacia una configuración de tipos de interés más neutral, evitar que puedan aparecer amenazas para la correcta transmisión de la política monetaria en toda el área del euro. La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en las compras de activos ha contribuido de manera eficaz a contrarrestar esas amenazas. Dentro de nuestro mandato, esa flexibilidad seguirá siendo un elemento fundamental de nuestra política monetaria.

iv) 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 Unión Europea (UE). Esto se puso claramente de manifiesto cuando estalló la pandemia y, entre otras medidas desplegadas a escala europea, se introdujo el programa *Next Generation EU* (NGEU), que puso a disposición de los Estados miembros (EEMM) un volumen muy cuantioso de recursos. Más recientemente, la relevancia de las políticas europeas también ha quedado patente con motivo de la invasión rusa de Ucrania, a la que, por ejemplo, la UE ha respondido de forma colectiva con la imposición de sanciones económicas a Rusia de una gran envergadura.

La creciente trascendencia de las políticas europeas —como un factor crucial en la evolución de la actividad económica de los EEMM— hace más importante, si cabe, seguir avanzando de forma decidida en el desarrollo del marco institucional europeo. En este sentido, entre las principales iniciativas que, en los últimos meses, están despertando un creciente interés en el debate institucional europeo, cabe destacar las propuestas de la UE para aumentar la autonomía de decisión y de acción en ámbitos tan relevantes como el energético, el tecnológico o el digital. Es preciso que, en estas materias, 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. Así, sería deseable que, sobre la base de la experiencia acumulada con el programa NGEU, hubiera una respuesta fiscal común frente a los retos que supone la guerra en Ucrania, incluida la mutualización del gasto público necesario para afrontar sus efectos sobre las economías de los EEMM.

Asimismo, la Comisión Europea está llevando a cabo actualmente una revisión del marco vigente de reglas fiscales europeas. Debe recordarse que la existencia de un marco de reglas fiscales que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas es absolutamente necesaria para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria. La disciplina fiscal inducida por un marco de reglas creíble resulta imprescindible. Su reforma debería alinear el marco con las transformaciones económicas estructurales que han tenido lugar desde su creación, incluida la evolución de los tipos de interés de largo plazo y del crecimiento potencial de las economías, que son determinantes fundamentales de la sostenibilidad de la deuda. Esta evolución, que ha sido heterogénea por países, junto con la elevada disparidad también de los desequilibrios presupuestarios actuales en los EEMM, exigiría un enfoque más individualizado de las reglas. Se hace necesario también simplificar el marco actual, a través, por ejemplo, de la combinación de una regla de crecimiento del gasto público con el ancla en el criterio de la ratio de deuda pública sobre PIB. Debería también mejorarse su hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los períodos de crisis. Este objetivo requeriría un mejor diseño del esquema de incentivos que rige el cumplimiento de las reglas, así como, probablemente, un reforzamiento del papel que desempeñan las autoridades independientes de responsabilidad fiscal, como la AIReF.

Otra área en la que resulta indispensable avanzar es la ampliación de los canales —públicos y privados— de compartición de riesgos en la UE. En este sentido, necesitamos un mecanismo de estabilización macroeconómica permanente en la UEM que complemente la labor de la política monetaria, para lo cual debería tener una dotación suficiente, así como capacidad impositiva y de endeudamiento. Y también requiere progresar en la agenda de la unión de los mercados de capitales y culminar la unión bancaria, en particular superando el actual bloqueo sobre su tercer pilar, un fondo europeo de garantía de depósitos con un componente de mutualización.

Los retos estructurales de la economía española y las políticas para abordarlos

El Banco de España ha venido detallando, en diferentes informes, los principales retos que condicionarán el devenir de la economía española en los próximos años.

La mayoría de estos desafíos están presentes en nuestra economía desde mucho antes del estallido de la pandemia, como la necesidad de impulsar el crecimiento de la productividad, de corregir las disfuncionalidades existentes en varios mercados de bienes y factores, de reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas, y de abordar los retos vinculados al envejecimiento de la población, la desigualdad y el cambio climático. En cambio, otros son relativamente novedosos, como la necesidad de adaptarse a un proceso acelerado de digitalización de la actividad y a los cambios que se han producido recientemente en las dinámicas de la globalización.

En todo caso, 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. La capacidad de la economía española para mantener una senda de crecimiento robusto, sostenido y que proporcione oportunidades para todos dependerá de la respuesta que las políticas económicas ofrezcan a este conjunto de desafíos.

i) El reto de impulsar la creación de empleo y de reforzar su estabilidad

Entre los retos que se destacan en el capítulo 2 de este *Informe Anual*, se encuentra la reducción de las elevadas tasas de desempleo y de temporalidad que la economía española ha venido registrando persistentemente en las últimas décadas. Esto afecta especialmente a los jóvenes, un colectivo que, desde la crisis financiera global, también ha presentado una tasa de parcialidad creciente en el empleo no deseada.

Reducir esta elevada precariedad es fundamental, pues tiene efectos económicos adversos en múltiples dimensiones. Por ejemplo, la precariedad en el empleo afecta al proceso de acumulación de capital humano de los trabajadores y, por esa vía, puede generar efectos muy persistentes sobre su carrera laboral. Además,

también supone una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de las rentas de los trabajadores afectados, lo que tiene consecuencias no solo en las decisiones de gasto, sino también en el bienestar emocional, en la formación de nuevos hogares y en la natalidad.

En este contexto, la reforma laboral aprobada en 2022 tiene como uno de sus principales objetivos la lucha contra la elevada temporalidad. Desde la aprobación de esta norma, la contratación indefinida se ha acelerado significativamente y la contratación temporal se ha reducido. No obstante, aún es pronto para poder evaluar el impacto de la reforma laboral, una evaluación que, en cualquier caso, 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.

ii) El reto de la formación y el incremento del capital humano

Aumentar el nivel educativo de los trabajadores y de los empresarios es también crucial para reducir el paro estructural en la economía española, impulsar la productividad y favorecer la creación de puestos de trabajo de mayor calidad. Abordar este desafío es especialmente relevante en la coyuntura actual, en la que confluyen un intenso proceso de digitalización de la actividad económica, un acusado envejecimiento poblacional y distintos factores que pueden exigir una profunda reasignación sectorial de la actividad.

En este sentido, el sistema educativo debe ser flexible 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. Asimismo, aprovechar las oportunidades que plantea el proceso de digitalización exige incrementar las competencias digitales de la población, en especial de las personas mayores, de menor nivel educativo y de menor renta.

Por otra parte, 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, es fundamental una estrategia integral de reciclado de habilidades a lo largo del ciclo vital.

Además, las políticas activas de empleo resultan imprescindibles para limitar la pérdida de capital humano que se deriva de episodios de pérdida del empleo. Por ello, es importante diseñar un sistema de políticas activas de empleo eficiente y eficaz.

iii) El reto de hacer frente a la desigualdad

Los niveles de desigualdad en España, 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 reducir 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. Por ejemplo, en el ámbito de la regulación del mercado laboral y en el de las políticas educativas. Pero también en materia de las políticas de rentas y de las políticas de vivienda.

En particular, 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, de acuerdo con los resultados de las evaluaciones que se prevén en la Ley, es necesario que las condiciones para acceder al ingreso mínimo vital en nuestro país se sigan ajustando, de forma que este instrumento pueda cumplir eficazmente con su objetivo de erradicar la pobreza extrema y, en paralelo, se eviten efectos indeseados.

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. En este sentido, 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, algunas de las medidas que contempla esta norma, como el control de rentas, podrían no tener el efecto deseado o incluso, en el medio plazo, suponer efectos adversos. En cambio, se echan de menos algunas actuaciones que podrían suponer un impulso estructural significativo de la oferta de vivienda en régimen de alquiler, como las encaminadas a dotar de una mayor seguridad jurídica efectiva a los propietarios de viviendas en régimen de alquiler.

iv) El reto de incrementar el tamaño empresarial, facilitar la reasignación sectorial y fomentar la innovación

Otro desafío relevante para la economía española es el reducido tamaño del tejido empresarial, que incide en la baja productividad agregada de nuestro país. Para abordar este reto, es imprescindible analizar con profundidad los diferentes motivos que están sesgando nuestro tejido productivo hacia compañías pequeñas de baja productividad y mitigar sus efectos.

Así, por ejemplo, como parte de una estrategia favorecedora del crecimiento empresarial, sería conveniente fomentar que las compañías de menor tamaño puedan acceder a una mayor diversidad de fuentes de financiación externa en condiciones más favorables y reforzar las políticas de apoyo a la innovación empresarial.

Otra de las dimensiones en las que sería deseable actuar es la de 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.

En este ámbito, algunas iniciativas recientes parecen apuntar en la dirección correcta, como el Proyecto de Ley de Creación y Crecimiento de Empresas, que pretende 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. También la reforma de la Ley Concursal, que introduce cambios significativos en el ámbito concursal y preconcursal, y que podría contribuir a corregir parte de las ineficiencias que presentan los mecanismos de insolvencia actuales. No obstante, de cara al futuro, será necesario evaluar cuidadosamente la capacidad de estas nuevas normas para mitigar, de forma significativa, las deficiencias que se han observado a lo largo de las últimas décadas en las dinámicas empresariales españolas.

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

Como ya se puso de relieve en el *Informe Anual* del Banco de España de 2020, en los próximos años uno de los principales retos que enfrentamos es aprovechar al máximo las posibilidades que el programa NGEU ofrece para impulsar una profunda transformación estructural de nuestra economía.

El impacto económico a corto plazo del uso de estos fondos en 2021 fue inferior al incorporado en nuestras proyecciones macroeconómicas. En todo caso, una parte significativa del crecimiento económico esperado para este y los siguientes años depende crucialmente del potencial efecto multiplicador sobre la actividad del uso de los fondos NGEU. En este sentido, uno de los factores que más puede influir en la maximización de este impacto y, por tanto, en el éxito del programa NGEU en nuestro país es llevar a cabo una rigurosa selección de los proyectos de inversión que se han de financiar con cargo a este mecanismo.

Además, 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. Así lo pone de manifiesto un trabajo reciente del Banco de España, que ilustra en qué medida distintas combinaciones de reformas y de proyectos de inversión podrían tener un impacto muy diferente sobre la capacidad de crecimiento de la economía española en el medio plazo. En particular, de acuerdo con los resultados de este trabajo, si en el marco del programa NGEU se efectuara una adecuada selección de los proyectos, que se viera acompañada, además, de diversas reformas estructurales que redujeran las rigideces existentes en los mercados de productos y de trabajo, contribuyendo de esta forma

a reducir la tasa de paro estructural y a impulsar el avance de la productividad, la tasa de crecimiento potencial de la economía española al final de esta década podría llegar a situarse en el entorno del 2 %, casi 1 pp por encima de un escenario sin proyectos NGEU y sin reformas estructurales.

vi) El reto de la consolidación fiscal

El mantenimiento en el tiempo de unos elevados niveles de endeudamiento público supone una considerable fuente de vulnerabilidad para nuestro país y unos menores márgenes de actuación fiscal ante posibles perturbaciones macrofinancieras adversas que pudieran llegar a producirse en el futuro.

En este contexto, con una perspectiva de medio plazo, es preciso reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas, lo que exigirá implementar con rigor un plan de consolidación fiscal plurianual, una vez que se hayan superado la pandemia y los efectos económicos adversos del conflicto en Ucrania. Si bien el necesario ajuste presupuestario se debe ejecutar de forma gradual, una vez consolidada la senda de recuperación en curso de la economía española serían deseables la definición y la comunicación temprana de este plan integral, en el que han de participar todas las Administraciones Públicas (AAPP), pues ello contribuiría a incrementar la confianza y la certidumbre en torno a las políticas económicas de nuestro país, una confianza que resulta particularmente importante en el contexto de normalización de la política monetaria y, por tanto, de endurecimiento de las condiciones de financiación en el que nos encontramos.

Como parte de este plan, es necesario que la política de gasto de las AAPP sea 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.

Del mismo modo, es imprescindible llevar a cabo una revisión integral del sistema tributario español para lograr que las distintas figuras impositivas alcancen sus objetivos de la manera más eficaz y eficiente posible.

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 de nuevas actuaciones en el futuro por el lado de los ingresos, de los gastos o de ambos.

En este sentido, el Banco de España ha venido señalando durante los últimos años la conveniencia de reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas —asegurando un nivel suficiente para los hogares más vulnerables—, así como de iniciar un debate riguroso que aborde el nivel de prestaciones que el sistema debe proveer y la estrategia de captación de los ingresos necesarios para financiarlas.

Además, se deberían analizar las consecuencias redistributivas y en términos de equidad intergeneracional de las distintas reformas planteadas, de modo que los eventuales ajustes en el sistema no recaigan desproporcionadamente en grupos de población concretos, como la población jubilada o las futuras cohortes de trabajadores. Asimismo, es deseable que se dote al sistema de una mayor transparencia y previsibilidad, con objeto de ofrecer certidumbre a los ciudadanos y de facilitar la toma de decisiones en los ámbitos del ahorro, el trabajo y la jubilación. En este sentido, podría ser conveniente valorar la introducción de mecanismos automáticos de ajuste que adapten algunos parámetros del sistema a los cambios que se produzcan en las dinámicas demográficas y económicas.

vii) El reto de la lucha contra el cambio climático y la transición ecológica

La lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible son, sin duda, los mayores retos a los que se enfrenta nuestra sociedad.

Como destaca el capítulo 4 de este *Informe Anual*, abordar este desafío de forma decidida implicará un profundo cambio estructural en nuestro modelo de crecimiento económico, que tendrá implicaciones muy relevantes en prácticamente todos los ámbitos de la actividad. Además, este proceso transformacional presentará, previsiblemente, una incidencia muy desigual entre las distintas regiones, ramas de

actividad, empresas y familias españolas, y podrá afectar de manera más intensa a algunos de los hogares y de las empresas más vulnerables.

En este proceso de transición ecológica, los Gobiernos deben desempeñar un papel protagonista. Fundamentalmente, a través de la imposición medioambiental, del despliegue de medidas compensatorias que mitiguen temporalmente los costes de la transición para los colectivos más vulnerables, de la inversión pública y de la regulación de la actividad económica.

De nuevo, una respuesta plenamente europea para afrontar el reto global del cambio climático sería más eficaz y eficiente. En particular, además de con la coordinación impositiva, a través de la creación de un instrumento común de financiación europeo, que facilite la realización de las considerables inversiones comunes necesarias para cumplir los objetivos de cero emisiones netas y alejar los escenarios de riesgo climático, con independencia del espacio fiscal disponible en cada país.

Por supuesto, el sistema financiero y los bancos centrales —en el ámbito de sus competencias— también han de contribuir en la transición ecológica. En este sentido, desde la perspectiva del Eurosistema, en general, y del Banco de España, en particular, avanzar, de la mano del sistema financiero, en la incorporación de las consideraciones climáticas en los marcos operativos de política monetaria, de estabilidad financiera, de supervisión y de regulación constituye una prioridad en la actualidad y de cara al futuro más inmediato.

Los retos del sector bancario

De forma complementaria a este *Informe Anual*, el *Informe de Estabilidad Financiera*, publicado este mismo mes de mayo, ofrece un análisis profundo de la situación del sector bancario español.

El sector afronta la perturbación ocasionada por la invasión rusa de Ucrania en un contexto en el que su capacidad de resistencia se mantiene, en líneas generales, elevada, y en el que ha recuperado los niveles de rentabilidad previos a la crisis de la pandemia y se ha normalizado la actividad crediticia.

En todo caso, la guerra introduce nuevos riesgos para la estabilidad financiera. Aunque las exposiciones financieras directas de los bancos españoles a Rusia y a Ucrania son muy reducidas, los efectos indirectos de la guerra pueden ser significativos. En especial, a través del impacto en las familias y en las empresas, en particular en aquellas para las que la recuperación tras la pandemia estaba siendo más lenta o tardía y cuya solvencia puede verse ahora deteriorada.

Así, en el sector empresarial la recuperación de la facturación y la moderación en el crecimiento de la deuda en 2021 habrían permitido una mejora de su situación financiera agregada, si bien esta seguiría siendo, en promedio, más vulnerable que antes de la pandemia. En los sectores más afectados por la pandemia, el porcentaje de empresas con endeudamiento elevado¹ se encuentra 7 pp más alto que en 2019.

En cuanto a los hogares, la evolución favorable del mercado de trabajo y de las rentas también estaría contribuyendo a la recuperación de su situación económico-financiera. En todo caso, en el primer decil de riqueza neta, si bien la deuda sobre activos se habría reducido, las deudas seguirían siendo casi un 50 % superiores al valor de los activos, lo que señalaría la vulnerabilidad financiera de este colectivo.

En este contexto, el crédito en España descendió ligeramente en 2021, con una menor demanda por parte de las empresas, que afrontaron menores necesidades de liquidez que en 2020, compensada en buena medida por un comportamiento más expansivo del crédito a hogares, en particular en el segmento de adquisición de vivienda.

Por su parte, el crédito dudoso al sector privado residente descendió un 5,4 % en 2021, hasta los 49,3 mm de euros, una caída superior a la del año anterior, aunque muy alejada de las registradas en los años previos a la pandemia. A pesar de esta evolución favorable del crédito dudoso, existen deterioros latentes en las carteras de crédito. Los préstamos en vigilancia especial siguieron aumentando a tasas elevadas a finales de 2021 (un 14 % en tasa interanual). Las refinanciaciones también crecieron

¹ Se definen como empresas con endeudamiento elevado aquellas cuya ratio de Deuda neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor que 10, o que presentan deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.

un 14 % (frente al descenso del 9 % del año anterior), debido al fuerte crecimiento habido en el sector de sociedades no financieras y empresarios individuales.

Los sectores sensibles tanto a los efectos de la pandemia como al alza de los costes energéticos concentrarían las mayores vulnerabilidades. En ellos, el peso conjunto del crédito dudoso y en vigilancia especial se acercó al 24 % en diciembre de 2021. De hecho, las exposiciones de crédito que presentan alguna señal de deterioro son las que pueden ser, a su vez, más vulnerables a la materialización de los riesgos en el contexto actual. Por ello, es necesario hacer su seguimiento con especial atención, así como realizar un reconocimiento temprano y adecuado de las potenciales pérdidas.

Los resultados consolidados del sector bancario español, por su parte, registraron en 2021 una mejora sustancial, tras los registros negativos de 2020, y fue la reducción de las pérdidas por deterioro de activos financieros el principal determinante de la mejora en el resultado ordinario. Además, la ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1) se mantuvo relativamente estable el último año, después del incremento de 2020, por lo que la crisis sanitaria no ha mermado la capacidad de absorción de pérdidas inesperadas del sector en su conjunto.

Las pruebas de resistencia al sector bancario realizadas por el Banco de España muestran que aquel mantendría una capacidad de resistencia agregada adecuada ante la materialización de los riesgos macrofinancieros identificados en la coyuntura actual, si bien existe una importante heterogeneidad a nivel de entidades individuales. Aun así, se registrarían consumos de capital en los escenarios más extremos. Por tanto, es necesario que se mantengan una vigilancia estrecha de la evolución financiera del sector y un comportamiento prudente y prospectivo por parte de las entidades.

Estos retos de corto y medio plazo no deben hacernos olvidar la necesidad de abordar los desafíos estructurales que ya existían en el sector bancario antes de la irrupción de la pandemia y de la invasión rusa de Ucrania. En particular, el ajuste de la capacidad y la creciente competencia de empresas tecnológicas, así como los potenciales efectos negativos asociados a los riesgos climáticos.

Finalmente, un ámbito de innovación financiera en el que se está observando una fuerte expansión es el de los criptoactivos, representaciones digitales de valores y

derechos con base en tecnologías de bases de datos descentralizadas. A pesar del potencial de los criptoactivos para ofrecer menores costes de transacción, mayor interoperabilidad y una superior competencia, y de que su tamaño y su grado de interconexión con los mercados financieros más tradicionales son todavía limitados, hay que señalar que su rápido desarrollo plantea riesgos relevantes si este no se efectúa de manera segura, dentro de un marco regulatorio que mitigue los riesgos potenciales. Entre estos riesgos, hay que señalar los de mercado, liquidez, operacionales, reputacionales y, sobre todo, los de conducta frente a los usuarios, por su falta de transparencia y de regulación. En suma, un aumento de la escala de estos mercados podría dotar a estos riesgos de un carácter sistémico.

Conclusiones

Finalizo la presentación de este Informe recordando que la economía española se encuentra inmersa en una coyuntura extremadamente incierta, que los retos estructurales que tiene por delante son de una enorme envergadura, y que el hecho de que tales retos estén estrechamente relacionados entre sí exige una estrategia integral de reformas ambiciosas con vocación de permanencia. Solo mediante una respuesta decidida de las políticas económicas a los múltiples desafíos de corto, medio y largo plazo que enfrenta la economía española seremos capaces de mantener una senda de crecimiento robusta, sostenida y que ofrezca oportunidades para todos en los próximos años. Esta respuesta debe ser, además, duradera en el tiempo, lo que exige grandes consensos políticos y sociales. Las incertidumbres generadas por la guerra en Ucrania y las que todavía persisten derivadas de la pandemia —dos eventos absolutamente extraordinarios— así lo demandan.

Pablo Hernández de Cos

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2021*.

18 de mayo de 2022.

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

	 PRINCIPALES DESARROLLOS	 POLÍTICAS ECONÓMICAS
PRIMERA MITAD DE 2021	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. 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.	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.
SEGUNDA MITAD DE 2021	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. 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.	Se inició el proceso de normalización de las políticas económicas, debido al repunte de la inflación, si bien aún mantuvieron un tono ampliamente expansivo.
PRIMER CUATRIMESTRE DE 2022	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. La guerra genera una elevada incertidumbre, con riesgos a la baja en la actividad y al alza en la inflación.	La política monetaria ha de guiarse por su mandato de estabilidad de precios, sin sobre-reaccionar a la evolución de sus componentes más volátiles. La política fiscal debe mitigar los efectos adversos de la nueva perturbación, pero selectivamente, dado su escaso margen de maniobra (en particular, en España). Alcanzar un pacto de rentas sería altamente deseable.

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)

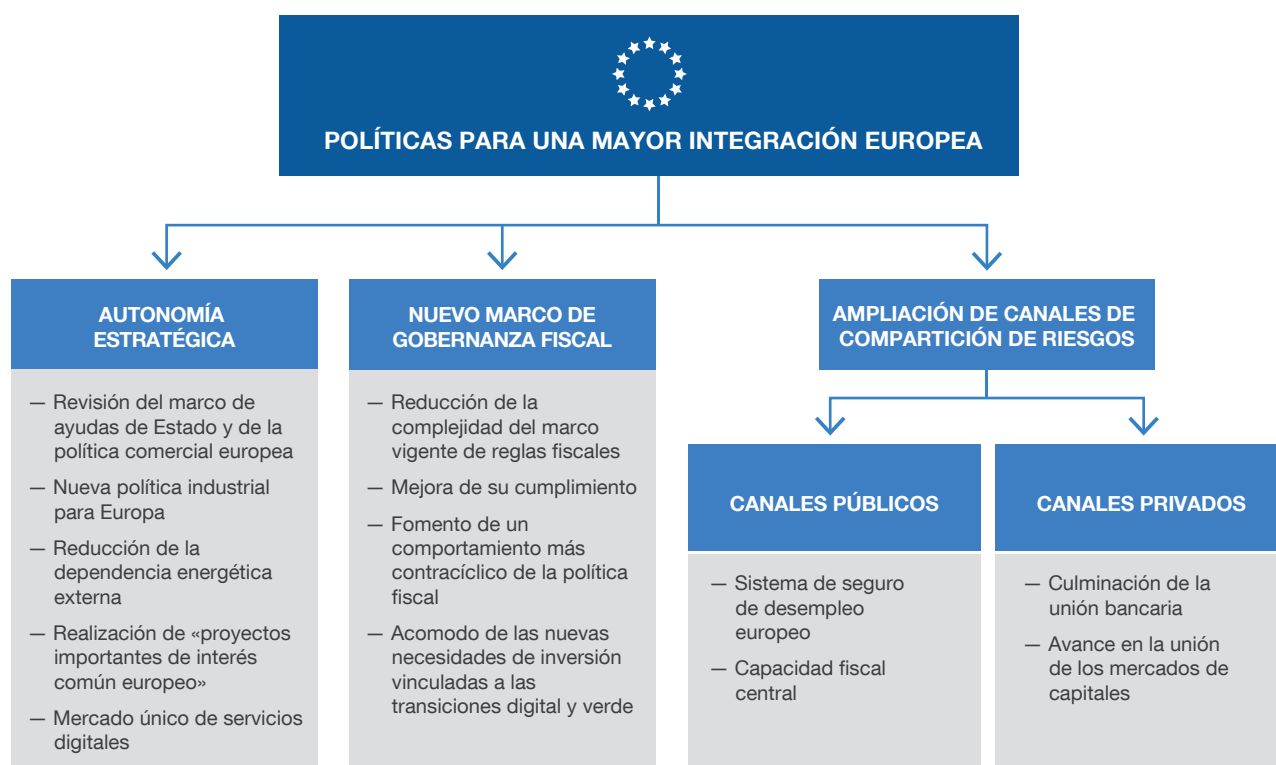


FUENTE: Banco de España, con información de *Recovery and resilience facility operational arrangements between the European Commission and Spain*.

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.



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 70 %. 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 disrupciones 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 <i>shock</i> 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 <i>shock</i> 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.

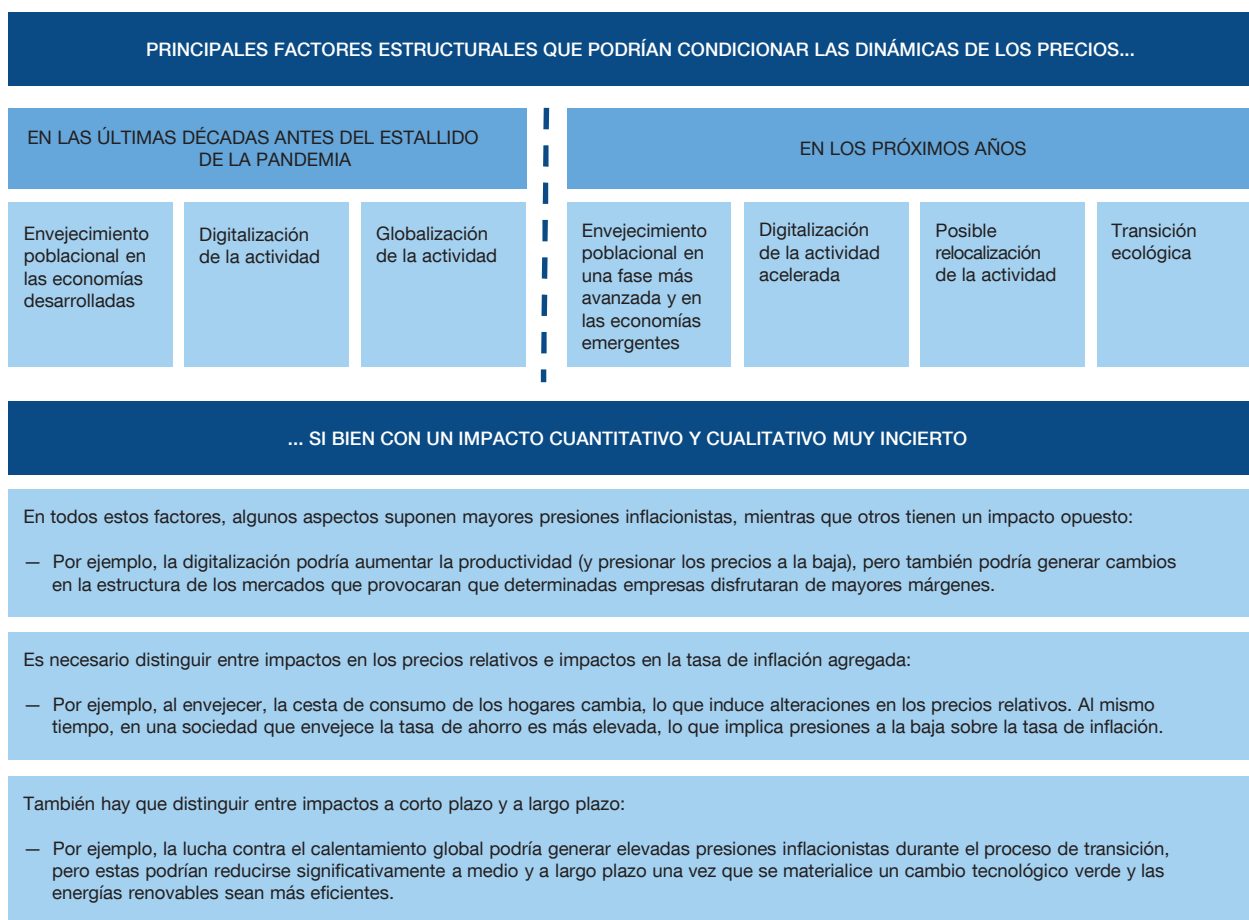
El impacto heterogéneo de la escalada inflacionista sobre los hogares españoles...

- 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...



GOBIERNOS

- Incrementar la imposición medioambiental y reforzar la inversión pública
- Desplegar medidas compensatorias para mitigar efectos adversos sobre los colectivos más vulnerables
- Avanzar en la regulación de la actividad económica con la fijación de estándares medioambientales
- Aportar certidumbre y un marco operativo estable a los agentes económicos



SECTOR FINANCIERO

- Canalizar de forma eficiente el enorme volumen de recursos que es necesario invertir para acometer la transición ecológica
- Valorar adecuadamente su exposición y la del resto de los agentes económicos a los distintos riesgos climáticos
- Desarrollar y armonizar nuevos instrumentos financieros



BANCOS CENTRALES

- Incorporar consideraciones climáticas en sus marcos operativos de política monetaria
- Vigilar los riesgos para la estabilidad financiera del cambio climático y la transición ecológica
- Avanzar en la regulación y en la supervisión prudencial de los riesgos climáticos

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



Existe una extraordinaria incertidumbre sobre el impacto económico de los riesgos climáticos



Es necesario alcanzar un alto grado de coordinación internacional



Es imprescindible incrementar la cantidad, calidad y armonización de la información medioambiental



Es más importante que nunca una revisión continua y rigurosa de las políticas públicas

FUENTE: Banco de España.



1

**UNA RECUPERACIÓN INCOMPLETA EN UN CONTEXTO INCIERTO:
DE LA PANDEMIA AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN
Y EL ESTALLIDO DE LA GUERRA**

1 Introducción

Las distorsiones en las cadenas de suministros, el repunte de la inflación y, ya en 2022, la guerra en Ucrania han obstaculizado la recuperación de la economía mundial tras la fase más aguda de la pandemia. En los dos últimos años, los acontecimientos en diversos planos con repercusiones sobre la actividad económica global se han sucedido a gran velocidad. Las restricciones a los movimientos personales y al contacto social, introducidas para contener la pandemia, dieron lugar, en la primavera de 2020, a una profunda caída de la actividad, sin precedente histórico reciente. El levantamiento gradual de esas medidas permitió que, en el verano de ese año, se iniciara una recuperación progresiva, que, no obstante, se vio obstaculizada, en el transcurso de 2021, por un conjunto de factores que incluyen el encarecimiento de numerosas materias primas, principalmente energéticas, y la aparición de alteraciones en las cadenas de suministros globales (o cuellos de botella), lo que ha alentado un repunte sostenido e intenso de las presiones inflacionistas. La agresión de Rusia a Ucrania, en febrero de 2022, ha ensombrecido de forma severa las perspectivas de evolución de la actividad económica y ha agravado las tensiones sobre los precios, en un entorno caracterizado por niveles de incertidumbre inusualmente elevados.

La senda gradual de recuperación de la actividad a lo largo de 2021 presentó, en todo caso, una elevada heterogeneidad por áreas geográficas y ramas de actividad. En los países avanzados, el rápido despliegue de las vacunas permitió afrontar las olas sucesivas de la enfermedad sin que fuera preciso reintroducir las medidas de contención de la pandemia con efectos más adversos sobre la actividad económica, sino solamente restricciones más focalizadas. Esta mejora gradual de la situación epidemiológica, junto con la efectividad de las políticas económicas, ha permitido, en muchos de estos países, que se haya alcanzado el nivel de producto previo a la crisis. Por el contrario, en un número elevado de economías emergentes, la pandemia siguió obstaculizando la actividad económica como consecuencia del lento ritmo de vacunación. Un factor que explica los diferentes progresos en la senda de recuperación, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, es la composición sectorial de la actividad. En concreto, los países más rezagados suelen coincidir con aquellos en cuya estructura productiva tienen un peso elevado aquellos servicios en los que la interacción personal desempeña un papel muy relevante, como los ligados al turismo.

A escala global, la oferta no fue capaz de responder con suficiente rapidez a la recuperación de la demanda. El levantamiento gradual de las restricciones dio

lugar a una reactivación relativamente rápida de la demanda, a lo que contribuyó el amplio apoyo prestado por las políticas macroeconómicas. Pero la producción mundial no reaccionó con la misma celeridad, lo que, en gran medida, se debió a la complejidad de las cadenas de suministros, caracterizadas por involucrar a proveedores muy distantes geográficamente entre sí y que operan bajo pedido y con reducidos niveles de existencias. En particular, la escasez de algunos bienes intermedios y la carencia de medios de transporte dieron lugar a alteraciones en distintos eslabones de esas cadenas de abastecimiento tan fragmentadas, lo que puso de manifiesto su fragilidad. Más recientemente, estas dificultades se han visto exacerbadas por las políticas de «COVID cero» de algunos países.

Una característica muy destacada de los desarrollos macroeconómicos observados desde comienzos de 2021 fue el repunte de los precios de las materias primas, en particular de las energéticas. Este es un fenómeno cuyas causas últimas no es fácil desentrañar, como se desarrolla en el capítulo 3 de este Informe. En parte obedece, como se acaba de discutir, a la rigidez de la oferta de algunos bienes intermedios (incluidos los energéticos) tras la recuperación de la demanda, y en parte, en particular en el contexto europeo, al papel que desempeña el gas como fuente de energía tanto primaria como en la generación de electricidad. Como la invasión de Ucrania ha puesto de relieve de forma dramática, los mercados del gas se encuentran sometidos a los vaivenes geopolíticos, en términos tanto de coste como de la propia seguridad del suministro.

Este aumento de los precios de las materias primas y las alteraciones en las cadenas de aprovisionamiento están conduciendo, ya desde el año pasado, a un repunte de la inflación que es generalizado por áreas geográficas y que ha sorprendido por su elevada intensidad y persistencia. Dada la naturaleza *a priori* transitoria de los fenómenos que estaban en su origen, las valoraciones iniciales acerca del alza de los costes de los consumos intermedios subrayaban su probable carácter pasajero. Sin embargo, a medida que estos aumentos de costes se han hecho más intensos y duraderos, han empezado a ser transmitidos por las empresas a sus precios finales. Además, los bienes energéticos forman parte, de modo directo, de la cesta de consumo de los hogares, por lo que su encarecimiento está conduciendo a una merma del poder de compra de estos agentes. Una eventual traslación plena del repunte de los costes de las empresas a sus precios finales y de los precios de consumo de los bienes energéticos a los crecimientos salariales pondría en marcha un proceso de realimentación entre precios y salarios que daría lugar a una mayor persistencia del fenómeno inflacionista, con las pérdidas de bienestar asociadas.

Con este trasfondo, las perspectivas con respecto a la evolución macroeconómica mundial eran, al inicio de 2022, moderadamente optimistas. Tras la superación de la variante ómicron, la evolución de la pandemia parece estar condicionando en menor medida el desarrollo de la actividad económica, sobre

todo en las economías avanzadas. Por otro lado, aunque la persistencia de la inflación y los cuellos de botella se estaban erigiendo en un riesgo creciente para la continuidad de la recuperación, seguía considerándose que, en el escenario más probable, esos fenómenos perderían fuelle en el transcurso del año.

Pero la agresión de Rusia a Ucrania ha alterado de forma drástica este escenario. La invasión es una perturbación de elevadas proporciones, con consecuencias adversas en términos de un menor crecimiento de la actividad económica y un aumento de las presiones inflacionistas. Los complejos canales a través de los que cabe esperar que se produzca esta alteración de la evolución económica global pueden agruparse en cuatro categorías, aunque estas no son estrictamente independientes entre sí.

El canal más relevante es, probablemente, el que discurre a través del importante peso de Rusia y Ucrania como productores mundiales de materias primas. La dependencia de Europa con respecto a algunas de estas materias primas, como el gas, es muy elevada y, aunque en el caso de España sea menor, nuestro país no puede sustraerse a la elevación de precios en los mercados globales. Además, la guerra ha puesto sobre la mesa la posibilidad de que el suministro de gas pudiera llegar a sufrir interrupciones, ante las cuales no resultaría sencillo encontrar proveedores alternativos a corto plazo. Adicionalmente, la guerra está afectando a la provisión de algunas materias primas agrícolas que son claves en la alimentación de la población mundial, y de algunos metales que desempeñan un papel central en la producción de ciertos bienes, como los productos tecnológicos y los automóviles.

En segundo lugar, el conflicto bélico ejerce un efecto adverso muy relevante sobre la actividad económica a través de su impacto sobre la confianza de los agentes privados. La incertidumbre acerca de la duración y del propio desarrollo de la guerra —y, en consecuencia, en torno a la evolución de las rentas de hogares y empresas— tiende a hacer que estos agentes pospongan sus decisiones de consumo e inversión.

En tercer lugar, el comercio mundial puede verse dañado significativamente. La exposición directa de España a los dos países en guerra es reducida, pero el impacto indirecto que discurre a través de otras economías más expuestas y a través de los efectos adversos que se están generando en las cadenas de producción de algunos bienes es potencialmente mucho más relevante que los efectos directos. Y existe el riesgo de que esas exposiciones se vean exacerbadas, de un modo que no es fácil anticipar, como consecuencia de las sanciones comerciales y financieras.

Por último, existe un potencial canal financiero de transmisión de la perturbación a la economía real. Por el momento, los efectos financieros, tanto a escala global como por lo que respecta a España, han sido reducidos, en términos

tanto de flujos de financiación como de su coste. Ahora bien, la intensificación del proceso inflacionario puede tener implicaciones significativas sobre la orientación de la política monetaria en las economías avanzadas, con el consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras a escala global. Además, no se puede descartar que los efectos adquieran una mayor relevancia en el futuro, particularmente en el contexto de las posibles implicaciones de la exclusión de Rusia de los circuitos financieros globales.

Este contexto de extraordinaria incertidumbre dificulta la formulación de proyecciones macroeconómicas. Las proyecciones más recientes del Banco de España, que datan de principios de abril, preveían que el PIB creciera un 4,5 % en 2022, bajo el supuesto de que no tenga lugar una escalada adicional en la guerra, de modo que su impacto macroeconómico más intenso se dejaría sentir en el segundo trimestre del año¹. Ese elevado crecimiento se explicaba, en gran parte, por el notable dinamismo con el que la economía cerró 2021, de modo que esa tasa seguiría siendo alta, del 3,1 %, incluso si la actividad permaneciera durante todo 2022 en el nivel del final del año pasado. Y, bajo este escenario, la inflación media de 2022 se situaría en el 7,5 %, que es la tasa más elevada de los precios de consumo en España desde 1986.

Ese escenario central está sometido a riesgos a la baja en relación con el crecimiento del PIB y al alza con respecto a la inflación. Una parte de estos riesgos se ha materializado ya, de acuerdo con la información conocida tras el cierre de las proyecciones. El crecimiento estimado del PIB en el primer trimestre del año ha sido inferior a lo esperado, lo que mecánicamente conduce a una revisión a la baja significativa del crecimiento medio de 2022. Por otro lado, salvo por lo que respecta al componente energético, los precios de consumo han registrado recientemente tasas de avance mayores de lo que esas proyecciones anticipaban. Más allá de estos datos ya observados, de cara al futuro los riesgos estarían vinculados, sobre todo, a la posibilidad de que las consecuencias de la guerra sean más persistentes y profundas, en términos, por ejemplo, de alzas mayores de los precios de las materias primas o de cese completo de los flujos comerciales entre la Unión Europea (UE) y Rusia. Además, en términos de actividad e inflación, los resultados serían también más desfavorables en un escenario en el que empresas y trabajadores intentaran preservar, respectivamente, sus márgenes y sus niveles salariales en términos reales, algo que no es factible ante una perturbación que conlleva una pérdida de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo. Como factor de riesgo al alza sobre la actividad, cabe la posibilidad de que los hogares eviten reducir su consumo de bienes y servicios en respuesta a la menor renta disponible mediante el recurso al ahorro que acumularon durante la pandemia. Esta posibilidad se ve moderada por el hecho de que los hogares con menores rentas —que son los que, por tener los bienes energéticos un mayor peso en su

¹ Véase recuadro 1, “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2024)”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

cesta de consumo, sufren en mayor medida sus aumentos de precios— apenas pudieran crear ese colchón de ahorro durante la crisis sanitaria.

En el contexto actual, las políticas económicas han de desempeñar un papel crucial. El Banco Central Europeo (BCE), como otros bancos centrales, ya ha iniciado un proceso de normalización de su política monetaria. En una coyuntura extraordinariamente incierta, 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. En particular, el Consejo de Gobierno del BCE ha insistido en que adoptará cuantas medidas sean necesarias para cumplir su mandato de estabilidad de precios y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera.

En España, la política fiscal debe continuar amortiguando los efectos de la sucesión de perturbaciones vividas en los dos últimos años, pero ha de actuar de forma selectiva y con medidas de carácter temporal, dados el elevado endeudamiento público y el consiguiente margen limitado de actuación. Tras el aumento de la deuda pública como consecuencia de la pandemia, el margen de maniobra de la política presupuestaria está próximo a su agotamiento, lo que exige que su uso sea muy selectivo y con medidas de carácter temporal, a fin de evitar que sea transmitida una carga excesiva a las generaciones futuras y, lo que sería más preocupante, que pueda verse comprometida la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esa necesidad de actuar de forma selectiva refuerza la conveniencia de apoyar a los agentes más afectados por el aumento de los precios energéticos mediante ayudas directas, en lugar de recurrir a medidas de rebajas generales de precios, que son más costosas y no proporcionan los incentivos adecuados a reducir el consumo de esos bienes.

La naturaleza de las perturbaciones más recientes hace que el instrumento de un pacto de rentas entre empresas y trabajadores sea especialmente adecuado para abordarlas. Como se ha apuntado, el encarecimiento de las materias primas importadas supone una pérdida de renta de la economía nacional, cuyo reparto debe ser acordado en el contexto del diálogo social. El acuerdo, ya sea explícito o tácito (como parece haber ocurrido hasta la fecha), debe partir de la premisa de que una realimentación entre crecimientos salariales y crecimientos de precios supondría una pérdida de renta adicional de la economía nacional, debido a la merma de competitividad exterior y, por consiguiente, a una caída de las exportaciones netas frente al resto del mundo.

Además, las políticas paneuropeas pueden realizar una contribución muy relevante. Los retos actuales trascienden obviamente las fronteras de nuestro país y pueden recibir una respuesta más apropiada si esta es conjunta a escala europea.

La guerra ofrece una oportunidad para intensificar la integración en el continente, aunque se haya desaprovechado en parte, al no haberse mutualizado hasta el momento la respuesta de las políticas fiscales.

Por último, la guerra ha añadido un argumento más, de índole geopolítica, para descarbonizar la economía española y europea. Lejos de hacer que la preocupación por las consecuencias del cambio climático haya pasado a un segundo plano, la seguridad del suministro energético ha reforzado la necesidad de acelerar la transición hacia fuentes de energía renovables que reduzcan la dependencia exterior. El capítulo 4 de este Informe analiza el reto de la transición energética para la economía española.

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

La actividad económica mundial consolidó su recuperación durante 2021 y los primeros meses de 2022, si bien el crecimiento mostró en este período un perfil temporal de desaceleración, que se ha visto acentuado tras la invasión de Ucrania por parte del ejército ruso a finales de febrero. El PIB mundial repuntó un 6,1 % en 2021 (véase gráfico 1.1.1), tras el retroceso del 3,1 % de 2020, gracias a los avances en el proceso de vacunación —que permitió suavizar las restricciones sanitarias y apuntalar la confianza de consumidores y empresas— y el apoyo continuado de las políticas económicas. La recuperación, no obstante, tuvo un perfil muy volátil y perdió cierto vigor a partir de los últimos meses de 2021, en un contexto de agravamiento de la incidencia de la pandemia en algunas regiones por el surgimiento de nuevas variantes de COVID-19, la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros² y, como se describe en detalle en el capítulo 3 de este Informe, un repunte significativo de la inflación, sobre todo por el incremento de los precios de la energía y los alimentos.

Por áreas geográficas, el ritmo de avance de la actividad resultó heterogéneo. Entre las principales economías, en 2021 el crecimiento del PIB fue del 5,7 % en Estados Unidos, del 5,3 % en el área del euro y del 7,4 % en el Reino Unido. Asimismo, China creció el 8,1 % en el conjunto del año, si bien en la segunda mitad de este experimentó una marcada desaceleración como consecuencia de la ralentización del sector inmobiliario residencial y la imposición de estrictas medidas sanitarias ante la aparición de nuevos focos de COVID-19. Entre las economías emergentes, la recuperación fue especialmente marcada en Asia emergente y América Latina³, con crecimientos del PIB del 7,3 % y del 6,8 %, respectivamente.

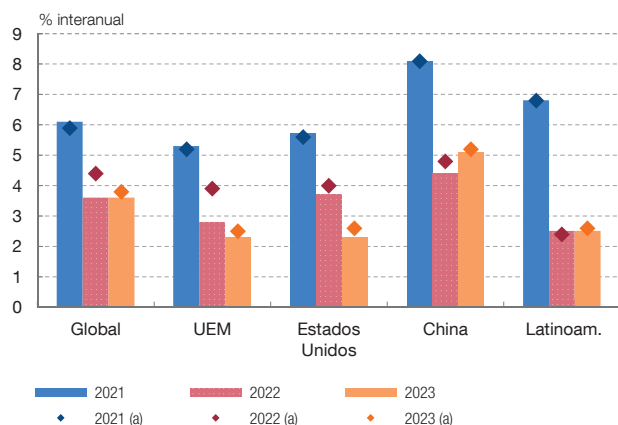
² Véanse Kataryniuk, Del Río y Sánchez-Carretero (2021) y Alonso, Kataryniuk y Martínez-Martín (2021).

³ Véanse los informes de economía latinoamericana en <https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/enfoque/america-latina/>.

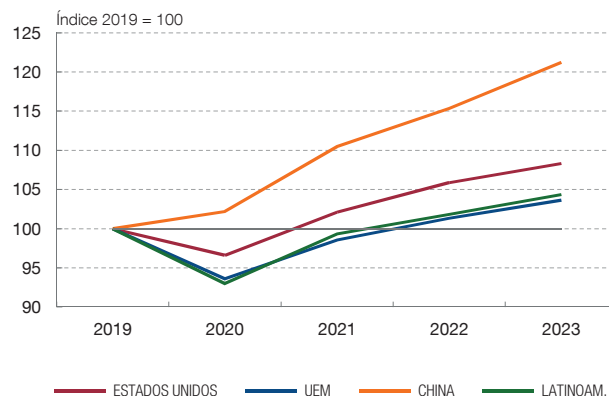
CONSOLIDACIÓN DE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2021

La recuperación económica mundial se consolidó en 2021, si bien el avance de la actividad mostró, a medida que avanzaba el año, un perfil de desaceleración que se ha visto acentuado tras la invasión de Ucrania y la imposición de sanciones a Rusia. El avance de la actividad fue heterogéneo por áreas geográficas, sectores económicos y en los componentes de la demanda. También está siendo heterogénea la recuperación entre los países del área del euro.

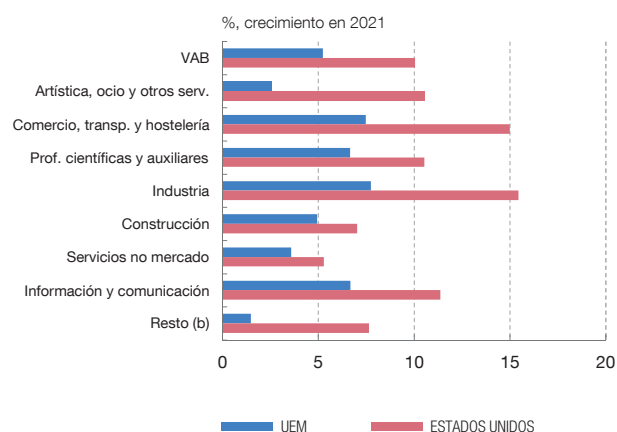
1 CRECIMIENTO DEL PIB PREVISTO POR EL FMI EN EL WEO DE ABRIL DE 2022



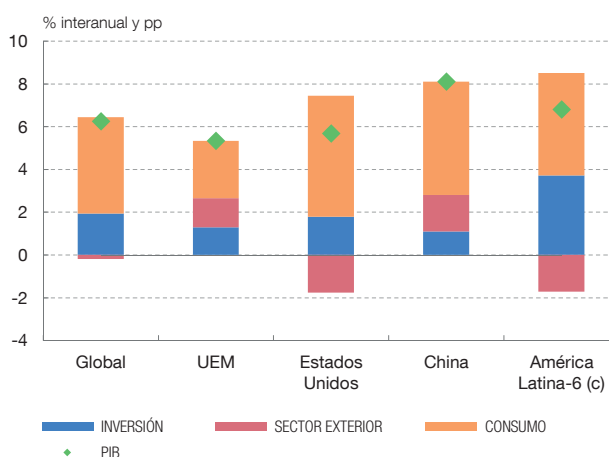
2 NIVEL DEL PIB POR REGIONES: PREVISIONES DE ABRIL DE 2022



3 CRECIMIENTO POR SECTORES DEL VAB



4 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN 2021



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales, Eurostat, Fondo Monetario Internacional [World Economic Outlook (WEO) de abril de 2022] y Refinitiv.

a Previsiones del World Economic Outlook de octubre de 2021.

b La categoría «Resto» incluye el sector primario y otros servicios de mercado (actividades financieras, seguros y actividades inmobiliarias).

c Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.



No obstante, el crecimiento en las dos principales economías de esta última región (Brasil y México) se vio mermado en la segunda mitad del año por el repunte de la inflación, el endurecimiento de la política monetaria, la evolución de la pandemia y la persistencia en los cuellos de botella.

La estructura productiva —principalmente, en términos del peso de los sectores más expuestos a la interacción social y a las cadenas de suministro

mundiales—, el acceso diferencial a vacunas y la distinta capacidad de apoyo de las políticas económicas explican, en buena parte, las diferencias entre economías en el grado de recuperación de los niveles de actividad previos a la crisis. Así, mientras que Estados Unidos ya superó dichos niveles en la primera mitad de 2021, el conjunto del área del euro no lo hizo hasta finales del año (véase gráfico 1.1.2). Entre las mayores economías del área, solo Francia y los Países Bajos alcanzaron en 2021 su nivel de actividad prepandemia, mientras que, según las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), se espera que Alemania e Italia lo hagan en 2022 y que España no lo consiga hasta 2023. Por su parte, aunque las economías emergentes ya han recuperado, en su conjunto, los niveles de actividad anteriores al COVID-19, el crecimiento acumulado desde finales de 2019 es considerablemente más reducido que el que hubiera resultado de mantenerse la evolución tendencial previa a la pandemia.

La heterogeneidad en los ritmos de recuperación afectó también a los distintos sectores económicos. La desviación de la demanda de servicios, influidos por las restricciones sanitarias, hacia demanda de bienes favoreció en un primer momento una recuperación rápida del sector industrial (véase gráfico 1.1.3), lo cual dio lugar a desajustes entre la oferta y la demanda en un contexto en el que se producían disrupciones en las cadenas globales de producción y distribución⁴. A partir del segundo trimestre del año, sin embargo, el avance de la vacunación, sobre todo en las economías avanzadas, favoreció la actividad del sector servicios según iba aumentando la movilidad por la relajación de las medidas de contención de la pandemia.

La recuperación global se sustentó principalmente en el consumo privado (véase gráfico 1.1.4). La retirada de las restricciones a la movilidad y las políticas públicas de apoyo a la renta de los hogares impulsaron el consumo privado, especialmente en Estados Unidos. Con todo, la tasa de ahorro de los hogares se ha mantenido por encima de su nivel anterior a la pandemia, debido posiblemente al aumento del componente precautorio, en un contexto en el que la incertidumbre ha permanecido en niveles elevados. Por su parte, la inversión en equipo, que había cobrado impulso en el primer semestre de 2021, favorecida por unas condiciones de financiación especialmente favorables, se vio lastrada en el segundo semestre del año por la persistencia de los cuellos de botella, el aumento de los precios de la energía y el resurgimiento de la pandemia en los meses finales del año. Igualmente, la recuperación de la inversión residencial también se vio constreñida por la escasez de materiales y, en algunas economías, de trabajadores en el sector de la construcción.

4 El capítulo 3 de este Informe proporciona una descripción detallada de los cuellos de botella en las cadenas de producción y analiza su impacto sobre la inflación. Véanse también [Attinasi, Bobasu y Gerinovic \(2021\)](#) y [Frohm et al. \(2021\)](#).

Los cuellos de botella que surgieron en las cadenas globales de valor ralentizaron la recuperación del comercio internacional de bienes, que ya había sobrepasado los niveles prepandemia a finales de 2020 (véase gráfico 1.2.1). El repunte de la demanda de bienes manufactureros, junto con las dificultades logísticas en los servicios de transporte y las medidas sanitarias en los centros de producción y puertos chinos, asociadas estas últimas a la política de «COVID cero» implementada por varios países asiáticos, dio lugar a un significativo aumento en los tiempos de entrega de los proveedores —sobre todo de insumos específicos, como semiconductores, equipos electrónicos y componentes de metal—, lo que causó alteraciones en las cadenas de producción internacionales y limitó el crecimiento del comercio de mercancías a escala mundial⁵. Por su parte, el comercio de servicios creció de forma continua a lo largo del año y llegó a alcanzar los niveles previos a la crisis sanitaria solo en el cuarto trimestre.

La evolución del comercio de bienes mostró asimismo cierta diversidad entre regiones, y en Europa estuvo marcada por la salida del Reino Unido del mercado único. La expansión del comercio fue notable en el conjunto de las economías emergentes y, en particular, en la región asiática, mientras que el crecimiento fue más contenido en las principales economías avanzadas (véase gráfico 1.2.2), donde el impacto de las disrupciones en las cadenas de producción globales ha sido más acusado, debido a la relevancia en su estructura productiva de las industrias más afectadas y a la gravedad de la escasez de insumos⁶. En el caso de los países europeos, además, la conclusión del período de transición del *brexit*, en enero de 2021, que marcó la salida del Reino Unido del mercado único europeo y la consiguiente entrada en vigor del Acuerdo de Comercio y Cooperación con la UE, afectó negativamente a las exportaciones del área del euro (véase gráfico 1.2.3). Así, la conclusión de dicho período transitorio coincidió con una marcada disminución del volumen de comercio de mercancías del Reino Unido con la UE⁷, que logró retomar el nivel previo al *brexit* solo en febrero de 2022 (véase gráfico 1.2.4). Esta recuperación limitada se debe, en parte, a que las empresas europeas con una mayor exposición al Reino Unido habrían aprovechado el período de transición para relocalizar gradualmente sus actividades comerciales hacia otros países de la UE, como apunta la evidencia disponible en el caso de España⁸.

En 2021 y en los meses transcurridos de 2022, la inflación se ha incrementado significativamente a escala global, hasta alcanzar tasas no observadas desde hace varias décadas (véase gráfico 1.3.1). Entre las economías avanzadas, las

5 Kataryniuk, Pérez y Viani (2021) y Di Stefano (2021) analizan el impacto de la crisis sanitaria sobre las cadenas globales de valor y concluyen que, aunque este fuera muy significativo, no existía evidencia, hasta ese momento, de que las empresas multinacionales estuvieran planeando, como consecuencia de la pandemia, una relocalización significativa de sus actividades productivas hacia sus países de origen.

6 Véase Frohm *et al.* (2021).

7 Véase Buesa *et al.* (2021).

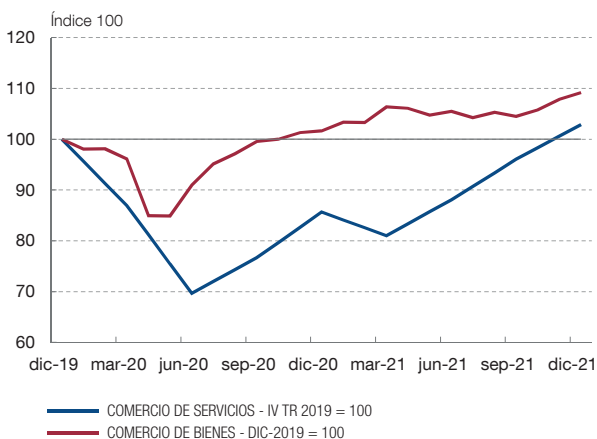
8 Véase Gutiérrez, Lacuesta y Martín Machuca (2021).

Gráfico 1.2

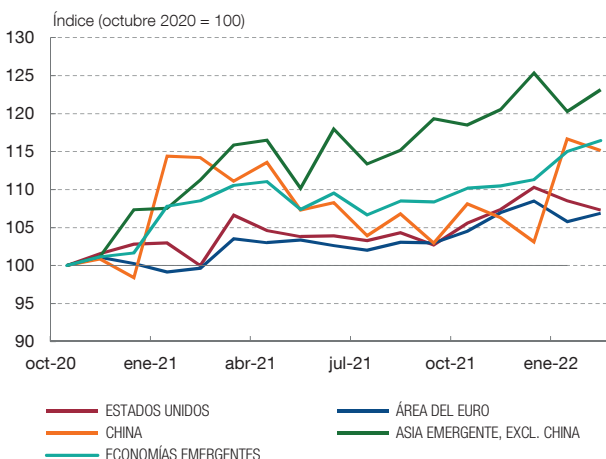
LA RECUPERACIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL SE HA VISTO LASTRADA POR LOS CUELLOS DE BOTELLA Y LOS REPUNTES DE LA PANDEMIA

La prolongación de los cuellos de botella que han venido afectando a las cadenas globales de producción y distribución ha ralentizado la recuperación del comercio internacional de bienes, que adicionalmente podría verse gravemente afectado por la guerra y las sanciones a Rusia. La expansión del comercio de bienes mostró asimismo cierta variabilidad entre economías, y en Europa estuvo marcada por la salida del Reino Unido del mercado único.

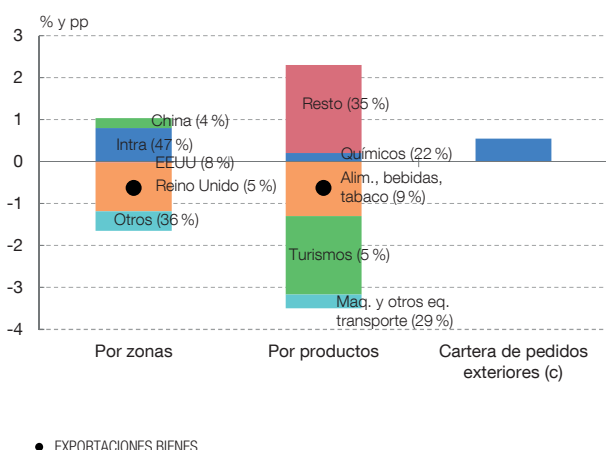
1 LA EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL (a)



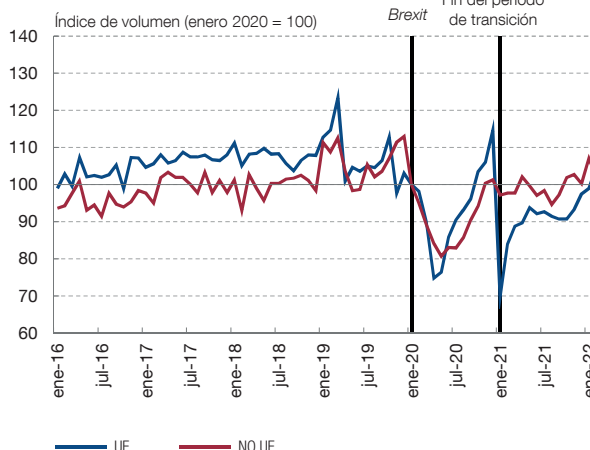
2 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO DE BIENES POR ÁREAS



3 UEM. VOLUMEN DE EXPORTACIONES DE BIENES REALES, CRECIMIENTO DE 2021 SOBRE 2019 Y CONTRIBUCIONES (b)



4 REINO UNIDO: VOLUMEN DEL COMERCIO BILATERAL DE BIENES UE FRENTE A NO UE



FUENTES: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB, por sus siglas en holandés), Office for National Statistics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

- a Los datos de comercio de servicios son nominales y tienen frecuencia trimestral. Se reporta la media ponderada de los países con disponibilidad de datos. Los datos de comercio de bienes están expresados en términos reales.
- b Entre paréntesis se proporciona el peso de cada producto y destino en las exportaciones de bienes totales de la UEM en 2021.
- c Encuesta a consumidores y empresarios de la Comisión Europea. Serie normalizada. Variación de 2021 respecto a 2019..

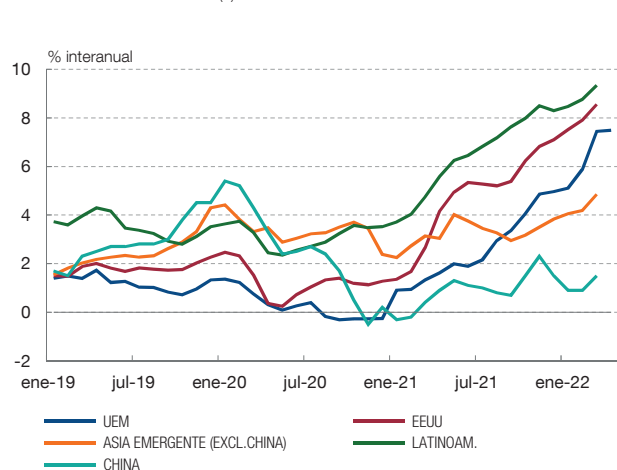


tensiones de los precios de consumo están siendo particularmente elevadas en Estados Unidos, donde la tasa de inflación llegó a alcanzar en marzo de este año el 8,5%, máximo desde 1982. Pero el repunte ha sido también muy pronunciado en el área del euro, donde el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) anotó un avance interanual del 7,5% en el mes de abril, un registro nunca visto en la historia de la Unión

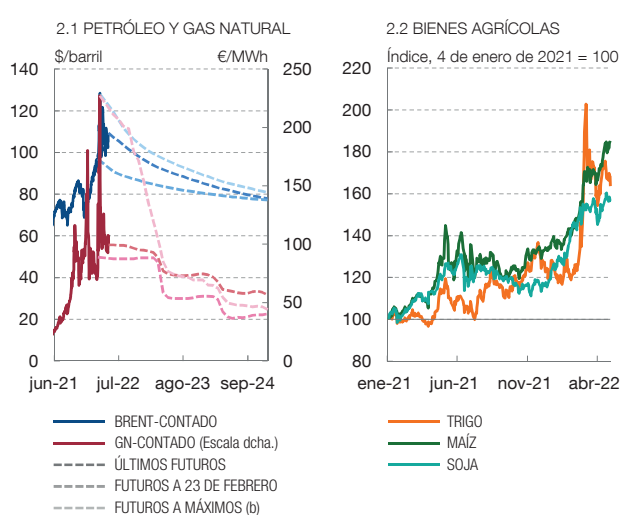
EL REPUNTE DE LA INFLACIÓN ESTÁ SIENDO MÁS INTENSO Y PERSISTENTE DE LO ANTICIPADO

La inflación se ha incrementado significativamente a escala global, hasta alcanzar tasas no observadas desde hace varias décadas, impulsada por el aumento de los precios de las materias primas energéticas y de los alimentos, así como por la persistencia de los cuellos de botella. El conflicto bélico en Ucrania ha dado lugar a una escalada adicional del precio de la energía y de algunos productos agrícolas, e introduce gran incertidumbre sobre las perspectivas de inflación a corto y a medio plazo.

1 INFLACIÓN INTERANUAL (a)



2 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



FUENTES: Bloomberg, Refinitiv y estadísticas nacionales.

a El agregado «Latinoam.» es un agregado promedio de cinco países latinoamericanos (Brasil, Colombia, Chile, Perú y México).

b El precio máximo del petróleo se alcanzó el 8 de marzo, y el del gas natural, el 7 de marzo.



Económica y Monetaria (UEM). Entre las economías emergentes, la inflación repuntó especialmente en América Latina y alcanzó en marzo el 9,3 % para el conjunto de la región, mientras que mostró un comportamiento muy moderado en China. Los incrementos de precios —que están siendo más intensos y persistentes de lo anticipado— se han dejado sentir, sobre todo, en las materias primas, principalmente las energéticas y agrícolas, afectadas también en la segunda mitad de 2021 por las tensiones geopolíticas que desembocaron en el estallido del conflicto bélico en Ucrania a fines de febrero de este año y en las duras sanciones impuestas a Rusia por parte de la comunidad internacional (véase gráfico 1.3.2). Como se discute en el capítulo 3, la inflación subyacente —que excluye la energía y los alimentos— ha evolucionado también al alza, aunque de forma más contenida, especialmente en el área del euro, donde registró un 3,5 % en abril (frente al 6,5 % de Estados Unidos en marzo).

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 (véase gráfico 1.4.1). Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia —que, aunque con alguna variabilidad, se

habían mantenido en niveles reducidos a lo largo de 2021— repuntaron con cierta intensidad desde el inicio de este año (véase gráfico 1.4.2). También han aumentado las primas de riesgo de crédito corporativas —especialmente en el segmento de alto rendimiento— y los diferenciales de la rentabilidad de la deuda soberana en el área del euro (véase gráfico 1.4.3), hasta situarse actualmente en niveles más elevados que los observados antes de la pandemia.

La mayor aversión al riesgo también se ha visto reflejada en aumentos de las volatilidades implícitas en los mercados de renta fija y variable y en repuntes en los índices de riesgo sistémico, más significativos en el área del euro que en Estados Unidos (véase gráfico 1.4.4). Los principales índices bursátiles —que mantuvieron una tendencia creciente en 2021, apoyados en unos resultados empresariales mejores de lo esperado y en el avance de la campaña de vacunación a escala global— retrocedieron al inicio de este año, condicionados por el repunte de los tipos de interés y la invasión de Ucrania (véase gráfico 1.4.5). Por su parte, en los mercados de divisas, el euro ha mantenido una senda de depreciación frente al dólar y, en menor medida, frente al resto de sus principales socios comerciales (véase gráfico 1.4.6). La depreciación del euro frente al dólar respondería, por un lado, a la expectativa de un aumento de las divergencias entre los ciclos de política monetaria en ambas áreas y, por otro, a que el dólar habría actuado como moneda refugio en el actual contexto de tensiones geopolíticas, comparativamente más desfavorable para Europa.

La guerra en Ucrania ha deteriorado las perspectivas de crecimiento mundial para los próximos trimestres. La propia guerra y la respuesta de la comunidad internacional, con duras sanciones económicas contra Rusia, han acrecentado la incertidumbre, endurecido las condiciones de financiación, agravado los cuellos de botella y encarecido la energía y los alimentos (y, por tanto, moderado el poder de compra de los hogares e incrementado los costes de producción de las empresas). Estos efectos tienden a ser mayores en un área geográfica, como Europa, cuya dependencia de Ucrania y, sobre todo, de Rusia en el suministro de algunas materias primas es mayor⁹. En general, el cambio en el precio relativo de exportaciones e importaciones —los términos de intercambio— como consecuencia del encarecimiento de las materias primas tenderá a lastrar la actividad económica de los países importadores netos y a beneficiar a los exportadores netos, que podrían verse especialmente favorecidos en el caso de aquellas economías emergentes, como las de América Latina, que no tienen un elevado grado de integración en las cadenas globales de valor.

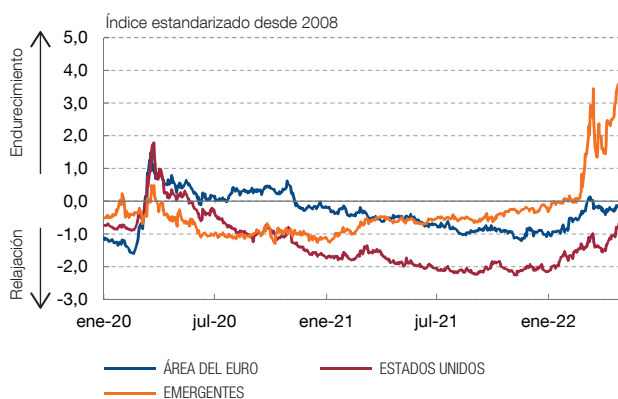
Las políticas económicas, que desempeñaron un papel esencial en la fase de estabilización de la crisis sanitaria, deberán ser protagonistas también en la fase actual, en la que el aumento extraordinario de la incertidumbre y las

9 Véase [Alonso et al. \(2022b\)](#).

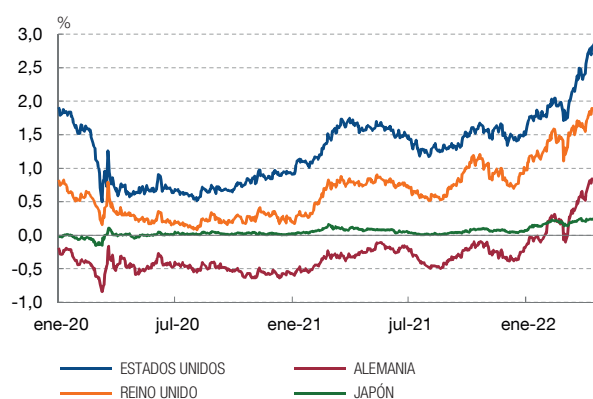
LAS CONDICIONES FINANCIERAS GLOBALES SE HAN ENDURECIDO RECIENTEMENTE

Las condiciones financieras se han endurecido desde principios de 2022, en especial en los mercados emergentes. Las rentabilidades a largo plazo de los bonos públicos de mayor calidad crediticia y los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana en el área del euro han repuntado en 2022 por las expectativas de una retirada de los estímulos monetarios a escala global más rápida de lo anticipado ante el repunte inflacionista. La mayor incertidumbre y el incremento de la aversión al riesgo se han visto reflejados en un aumento de la volatilidad de los precios de los activos financieros y en repuntes en los índices de riesgo sistémico. Estos desarrollos, junto con el ascenso de los tipos de interés a largo plazo, han afectado a la evolución de los principales índices bursátiles y los tipos de cambio.

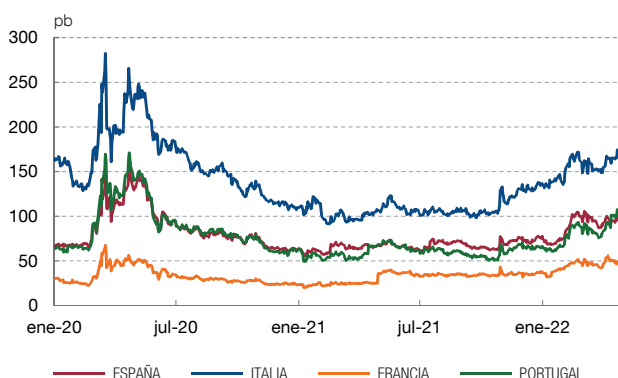
1 ÍNDICES GOLDMAN SACHS DE CONDICIONES FINANCIERAS



2 TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



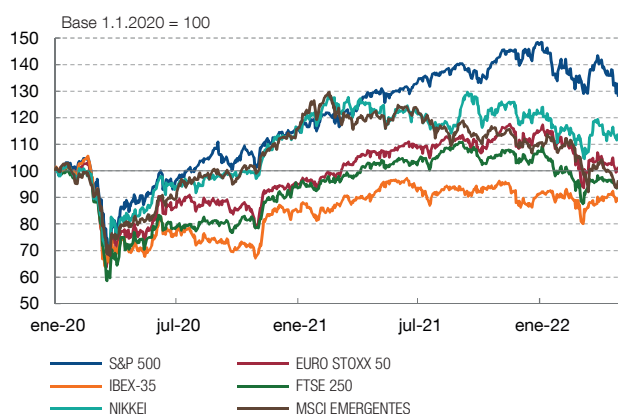
3 DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



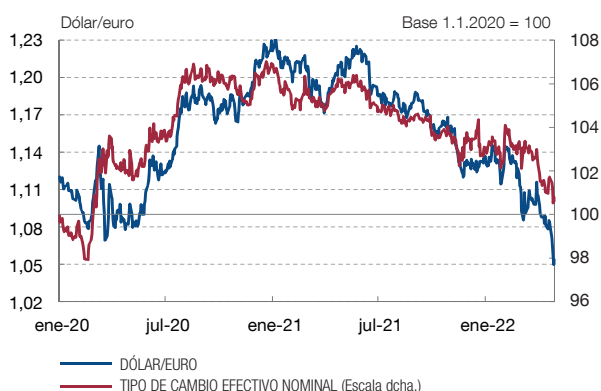
4 INDICADOR COMPUESTO DE RIESGO SISTÉMICO (a)



5 ÍNDICES DE BOLSA



6 TIPOS DE CAMBIO DEL EURO (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License y Banco Central Europeo.

- a Indicador compuesto de riesgo sistémico elaborado por el BCE (CISS).
b Un aumento (disminución) indica una apreciación (depreciación) del euro.



tensiones inflacionistas amenazan la continuidad de la recuperación mundial.

Como se analiza en el epígrafe 4 y, de manera más extensa, en los capítulos 2 y 3 de este Informe, las perspectivas de crecimiento dependerán, en buena medida, de la correcta calibración de las respuestas de la política fiscal y la monetaria. Estas deberán mantener una orientación a medio plazo —que asegure el anclaje de las expectativas en torno a los objetivos de estabilidad de precios y de sostenibilidad de las finanzas públicas—, al tiempo que retienen la suficiente flexibilidad a corto plazo, la cual resulta necesaria en un contexto de notable incertidumbre como el actual. También adquieren una particular relevancia en el contexto presente las reformas estructurales que acompañen a dichas políticas con el objetivo de elevar el crecimiento potencial y favorecer la flexibilidad de las economías para responder a futuros *shocks*. Más allá de las consecuencias del conflicto bélico sobre el crecimiento y la inflación, las perspectivas de la actividad mundial vienen también condicionadas por la evolución todavía incierta de la pandemia. El ritmo heterogéneo de la campaña de vacunación a escala global y la posible aparición de nuevas variantes de COVID-19 implican que la crisis sanitaria no está resuelta de forma definitiva. En este sentido, resulta esencial reforzar iniciativas colaborativas multilaterales, como COVAX¹⁰, que tengan como objetivo acelerar la fabricación de vacunas y garantizar su acceso justo y equitativo a todos los países.

3 Luces y sombras de la recuperación en España

A lo largo de 2021 tuvo lugar una recuperación paulatina de la economía española, que se prolongó al inicio de 2022 hasta la invasión rusa de Ucrania.

Entre el comienzo de la pandemia y el desencadenamiento de la guerra, la evolución de la actividad en España se vio condicionada por los desarrollos epidemiológicos y por las medidas de contención de la enfermedad (véase esquema 1.1). La fuerte caída del PIB en el segundo trimestre de 2020, a raíz del primer confinamiento, fue seguida de un rebote, también intenso, en los meses de verano de ese año. Pero la recuperación se estancó con posterioridad, hasta el segundo trimestre de 2021, cuando comenzó una fase de mayor crecimiento del producto a medida que se fueron debilitando las consecuencias de la pandemia sobre la salud pública y sobre la actividad económica, gracias a los avances en la campaña de vacunación. En un contexto de mantenimiento de condiciones financieras favorables, estos desarrollos se apoyaron inicialmente, casi de forma exclusiva, en la demanda interna, aunque las exportaciones netas también realizaron una aportación significativa al avance del producto en la segunda mitad del año. En todo caso, la intensidad de la recuperación se vio limitada, de modo creciente a medida que transcurría 2021, por las alteraciones en las cadenas de suministro globales y las presiones inflacionistas.

¹⁰ COVAX es el pilar de las vacunas del Acelerador del Acceso a las Herramientas contra el COVID-19, una iniciativa de colaboración mundial impulsada por la Organización Mundial de la Salud para acelerar el desarrollo y la producción de pruebas, tratamientos y vacunas contra el COVID-19, y garantizar un acceso equitativo a ellos.

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

	 PRINCIPALES DESARROLLOS	 POLÍTICAS ECONÓMICAS
PRIMERA MITAD DE 2021	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. 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.	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.
SEGUNDA MITAD DE 2021	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. 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.	Se inició el proceso de normalización de las políticas económicas, debido al repunte de la inflación, si bien aún mantuvieron un tono ampliamente expansivo.
PRIMER CUATRIMESTRE DE 2022	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. La guerra genera una elevada incertidumbre, con riesgos a la baja en la actividad y al alza en la inflación.	La política monetaria ha de guiarse por su mandato de estabilidad de precios, sin sobre-reaccionar a la evolución de sus componentes más volátiles. La política fiscal debe mitigar los efectos adversos de la nueva perturbación, pero selectivamente, dado su escaso margen de maniobra (en particular, en España). Alcanzar un pacto de rentas sería altamente deseable.

FUENTE: Banco de España.

Y, cuando comenzaban a atisbarse los primeros indicios de alivio de estos fenómenos, sobrevino el inicio de la guerra.

La aproximación del PIB español al nivel pre-pandemia está siendo más lenta que en el conjunto del área del euro. En concreto, la brecha entre el PIB del primer trimestre de 2022 y el del cuarto trimestre de 2019 asciende todavía al 3,4 %. Por el contrario, el área del euro ya ha superado al comienzo de este año el nivel de actividad previo a la crisis pandémica. Desde el punto de vista de los componentes de demanda, el menor avance de la recuperación en nuestro país es atribuible al comportamiento menos favorable del consumo privado, la inversión en vivienda y las exportaciones de servicios turísticos. Desde la perspectiva de la oferta, el retraso

relativo de la recuperación en España se explica por el peso comparativamente más elevado, dentro del PIB y del empleo, de las ramas que requieren de una mayor interacción social. Además, algunos factores de naturaleza estructural, como el tamaño reducido que presentan las empresas españolas, han podido amplificar las repercusiones negativas de la pandemia en nuestro país.

3.1 Los cuellos de botella y la inflación: frenos a la recuperación cuya incidencia está intensificando la guerra en Ucrania

Las sucesivas olas de la pandemia tendieron a comportar consecuencias cada vez menos graves sobre la salud pública conforme fue avanzando el proceso de vacunación. La situación epidemiológica se deterioró significativamente a comienzos de 2021, pero la mejoría observada a partir de marzo condujo a la finalización, el 9 de mayo, del tercer estado de alarma (véase gráfico 1.5.1). Posteriormente, se sucedieron dos brotes más, aunque su gravedad fue comparativamente menor. El primero de estos episodios, que tuvo lugar al comienzo del verano, fue más agudo en España que en los países de su entorno, lo que influyó negativamente sobre la temporada turística. El segundo, asociado a la variante ómicron, cuya capacidad de contagio es más elevada, provocó, como en el resto de Europa, un aumento explosivo de la incidencia a partir de diciembre, hasta alcanzar niveles muy elevados a mediados de enero de este año. Desde entonces ha tenido lugar una notable mejora de la situación epidemiológica.

Un factor crucial a la hora de explicar la reducción gradual de la gravedad de la enfermedad en las olas sucesivas es la proporción creciente de población con pauta completa de vacunación. El proceso de vacunación en España se convirtió rápidamente en uno de los más avanzados a escala internacional. Al final del verano de 2021, el 80 % de la población tenía ya la pauta completa (véase gráfico 1.5.2). La vacunación ha mitigado la gravedad de la enfermedad y, por tanto, las cifras de hospitalizaciones y fallecimientos en relación con la incidencia en los sucesivos brotes del año pasado.

Ello permitió una paulatina disminución del impacto de la pandemia sobre la actividad. La mejora de la situación sanitaria posibilitó que, en el transcurso del año, se flexibilizaran progresivamente las medidas de restricción del contacto social y se recuperara la movilidad (véase gráfico 1.5.3). Ese proceso fue, no obstante, incompleto, por lo que la recuperación de la actividad tampoco fue plena, en el sentido de que no ha permitido que se alcance el nivel de producto previo a la crisis y de que no se ha extendido a todas las ramas productivas por igual.

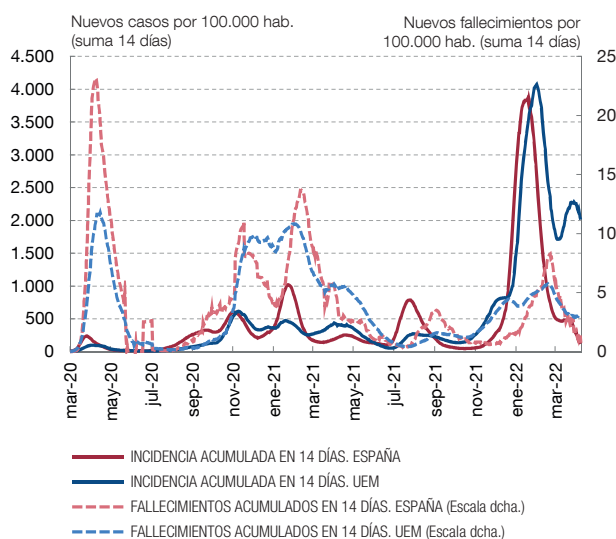
En el conjunto de 2021, el PIB creció un 5,1 %. El avance del producto se sustentó principalmente en la aportación de la demanda interna, de 4,7 puntos porcentuales (pp), incluida la contribución de 5 décimas de la variación de existencias (véase

Gráfico 1.5

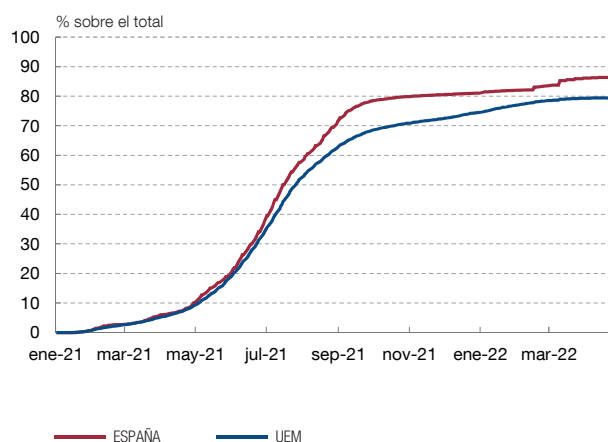
EN ESPAÑA, LA ACTIVIDAD SE RECUPERÓ GRADUALMENTE, FAVORECIDA POR LA MEJORA DE LA SITUACIÓN SANITARIA

La economía española se recuperó gradualmente en 2021, aunque de forma incompleta, favorecida por la disminución del impacto de la pandemia sobre la actividad gracias al proceso de vacunación.

1 EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN ESPAÑA Y EN LA UEM (a)



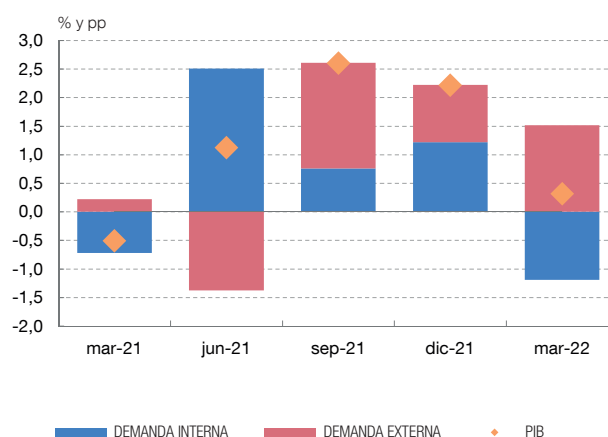
2 PORCENTAJE DE POBLACIÓN TOTALMENTE VACUNADA (b)



3 INDICADOR DE MOVILIDAD DE GOOGLE



4 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB REAL Y CONTRIBUCIONES



FUENTES: Our World in Data, Instituto Nacional de Estadística, Google y Banco de España.

a Último dato: 9 de abril.

b Con información hasta el 27 de abril.

c Desviación porcentual respecto a la movilidad observada en un período de referencia prepandemia (3 de enero-6 de febrero de 2020). Se representan las medias móviles de 7 días.



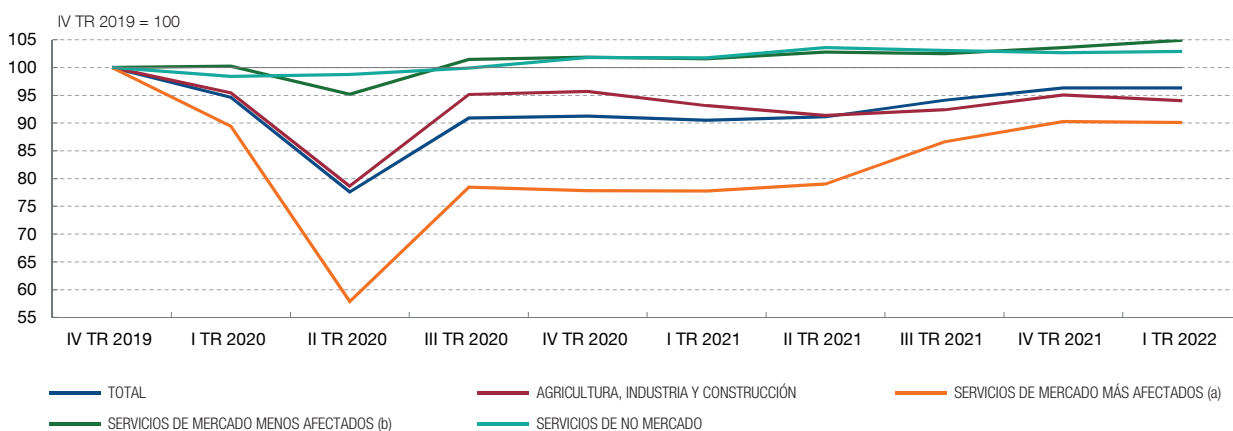
gráfico 1.5.4). La demanda exterior neta aportó casi 0,5 pp. En el primer trimestre de 2022, las consecuencias de la guerra dieron lugar a que el crecimiento del PIB se moderara significativamente, hasta el 0,3 % en tasa intertrimestral.

A lo largo de 2021 y en la parte transcurrida de 2022 se ha producido un intenso proceso de rotación sectorial de la actividad. En el primer semestre del año

LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD HA SIDO HETEROGÉNEA POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Las ramas más afectadas por la pandemia presentan una evolución más rezagada respecto al resto, que, en muchos casos, ya han alcanzado los niveles previos a la crisis sanitaria.

1 EVOLUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO, POR RAMAS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Comisión Europea.

- a Comercio, transporte y hostelería, Actividades profesionales, científicas y administrativas, y Actividades artísticas y recreativas.
 b Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, y Actividades inmobiliarias.



pasado, el mantenimiento de un grado elevado de restricciones frente a la pandemia hizo que los servicios sometidos a la interacción social presentaran una notable atonía, en tanto que las ramas manufactureras mostraban una mayor pujanza. Pero, a medida que avanzaba el año, 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 (véase gráfico 1.6). A la vez, las disrupciones en el transporte marítimo, las dificultades para el abastecimiento de algunos insumos y el encarecimiento de estos alteraron, a partir de mediados de 2021, la recuperación de las ramas primarias, industriales y de construcción. Dentro del sector manufacturero, la producción de material de transporte ha estado especialmente expuesta a las disrupciones en los procesos productivos, debido a los fuertes desajustes entre oferta y demanda que comenzaron a registrarse en la industria de semiconductores y circuitos integrados a partir del tramo final de 2020 y que se intensificaron progresivamente a lo largo de 2021. Este fenómeno ha conducido a un recorte de la producción de numerosas plantas automovilísticas en España y en el resto de Europa¹¹. Esta actividad es muy sensible a las alteraciones en las cadenas internacionales de suministros, ya que su producción está muy fragmentada en diferentes localizaciones y trabaja con reducidos niveles de

11 Los índices de producción industrial en España de las ramas de fabricación de automóviles y de otro material de transporte (trenes, aviones, barcos) están un 21,5% y un 6,6%, respectivamente, por debajo del nivel prepandemia.

existencias (según el modelo *just in time*). Se trata, además, de un sector muy relevante no solo por su peso en el conjunto de la economía (2,7 % sobre el VAB total en 2019, incluyendo las ramas de fabricación y venta de vehículos de motor), sino también por la elevada magnitud de los efectos de arrastre generados sobre la actividad de otras ramas¹².

Como en otras áreas geográficas, los precios de consumo se han acelerado de forma muy pronunciada. El aumento de la tasa de variación interanual ha sido prácticamente ininterrumpido entre diciembre de 2021 y marzo de 2022, meses en los que ha pasado del -0,6 % al 9,4 %, su valor más alto desde 1985^{13, 14}. En su mayor parte, ese aumento de la tasa del indicador general es atribuible al encarecimiento de la energía, componente al que se deben casi dos terceras partes del incremento total (véase gráfico 1.7.1). No obstante, también han intensificado su ritmo de crecimiento a lo largo de este período los precios de los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios. El indicador de inflación subyacente, que mide la evolución de los precios de estos dos últimos componentes —los cuales habitualmente muestran oscilaciones menos pronunciadas—, ha repuntado, entre diciembre de 2020 y marzo de 2022, desde el -0,1 % hasta el 3 %. Este incremento también se observa, aunque con menor intensidad, cuando se consideran otras medidas alternativas de inflación basadas en la exclusión de los componentes más volátiles (véase gráfico 1.7.2).

Como se describe con mayor detalle en el capítulo 3 de este Informe, se pueden identificar tres factores tras este aumento de la inflación. El primero de ellos, de naturaleza fundamentalmente mecánica, está vinculado con la fuerte desaceleración de los precios de numerosos bienes y servicios en los primeros meses de la pandemia, lo que dio lugar a la aparición, a partir de marzo de 2021, de potentes efectos base en la inflación interanual¹⁵. El segundo factor está vinculado con la respuesta de la oferta a la recuperación de la demanda tras los peores momentos de la crisis sanitaria y los cambios que se han producido en los patrones de consumo de los hogares como consecuencia de esta y de las medidas para contenerla. En este contexto, como se ha señalado, la adaptación imperfecta de los

12 La fabricación de vehículos de motor es la rama que más PIB estaría detrayendo en España como consecuencia del impacto de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. En concreto, se estima que las perturbaciones en esta rama habrían reducido la tasa media de crecimiento del PIB en 0,2 pp en 2021 y podrían rebajarlo en otro medio punto porcentual en 2022 [véase [Fernández-Cerezo, Montero y Prades \(2021\)](#)]. Los efectos directos de la caída de la producción del sector automovilístico explicarían algo menos del 30 % de esta revisión, mientras que el resto se debería a los efectos de arrastre, tanto nacionales como internacionales.

13 La serie del IAPC comienza en 1997. Por este motivo, para el período 1985-1996 la comparación se establece frente al índice de precios de consumo (IPC).

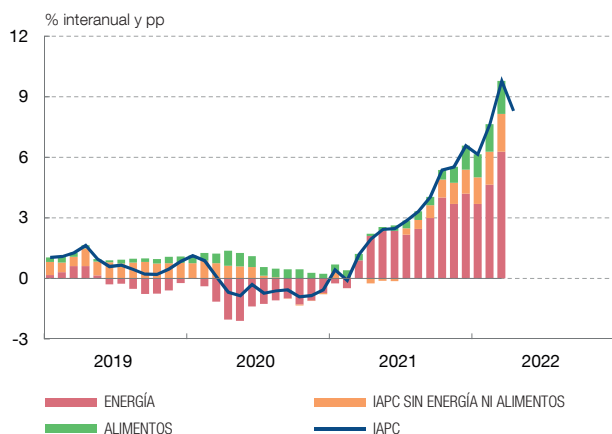
14 En abril, el IAPC se desaceleró hasta el 8,3 % según el indicador adelantado. Sin embargo, en la fecha de cierre de este Informe no se dispone del desglose por componentes, lo que dificulta la valoración de este dato más reciente, aunque la información parcial disponible apunta a que la reducción de la tasa sería el resultado de la ralentización del componente energético, mientras que el índice no energético habría seguido repuntando.

15 Se denomina así al efecto que surge por el hecho de que la tasa de variación interanual en un determinado mes se vea afectada por las variaciones intermensuales, anormalmente bajas o altas, observadas en el mismo mes del año anterior. Para una explicación más detallada de este efecto, véase [Banco de España \(2016\)](#).

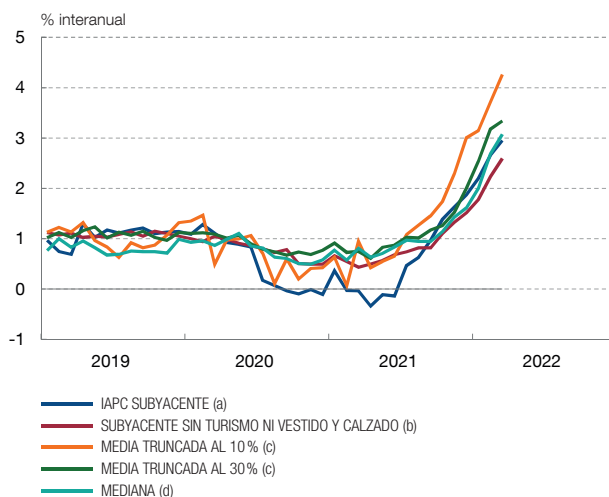
EL INCREMENTO DEL PRECIO DE LA ENERGÍA EXPLICA GRAN PARTE DEL AUMENTO DE LA INFLACIÓN, PERO TAMBIÉN HA REPUNTADO EL RITMO DE AVANCE DEL RESTO DE LOS PRECIOS DE CONSUMO

Desde comienzos de 2021, la inflación ha registrado un fuerte incremento, impulsada, fundamentalmente, por los precios de la electricidad y de los derivados del petróleo. No obstante, las tasas de crecimiento de los precios del resto de los bienes y servicios que integran la cesta de consumo también han repuntado con distintos grados de intensidad. Ello ha obedecido a distintos factores, que incluyen la recuperación de la demanda tras la paulatina apertura de la economía, al irse levantando las restricciones impuestas a raíz de la pandemia, y las alteraciones en la oferta causadas por los cuellos de botella en la producción.

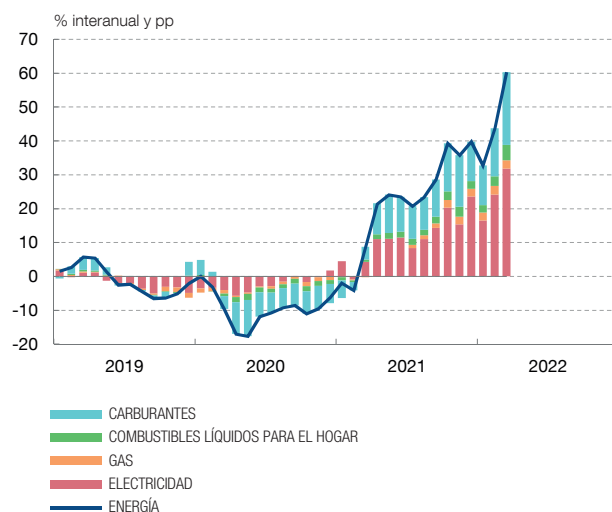
1 IAPC GENERAL. EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



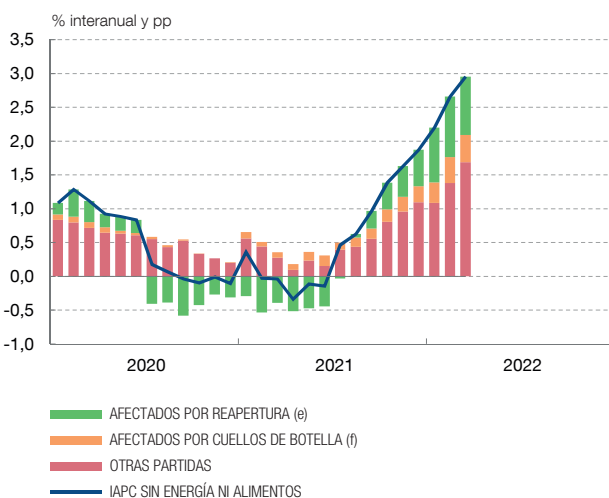
2 MEDIDAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE



3 IAPC DE ENERGÍA. EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



4 IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS. EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a IAPC sin energía ni alimentos.

b IAPC sin energía, alimentos, vestido y calzado, paquetes turísticos, servicios de alojamiento y transporte aéreo.

c La media truncada se define como la tasa media tras excluir aquellas partidas que muestran una menor y una mayor variación de precios. En particular, para la media truncada al 10 % (30 %) se excluye el 5 % (15 %) de las partidas en ambos extremos de la distribución de dichas variaciones de precios.

d La mediana se refiere a la tasa de variación que se encuentra en el punto medio de la distribución de las variaciones de precios de todas las partidas del IAPC.

e Incluye: vestido y calzado, transporte aéreo, servicios recreativos y culturales, y servicios de alojamiento.

f Incluye: vehículos, piezas de repuesto y accesorios, y mobiliario y enseres.



procesos productivos a estos desarrollos de la demanda, junto con la proliferación de alteraciones en el transporte marítimo internacional, ha producido disrupciones en las cadenas globales de suministros¹⁶, que han traído consigo un encarecimiento significativo de un conjunto amplio de bienes intermedios. El tercer factor, en parte relacionado con el anterior, es el encarecimiento de la energía a escala global, como se detalla a continuación.

Desde comienzos de 2021 ha tenido lugar un fuerte aumento de los precios de los hidrocarburos y la electricidad. El encarecimiento del gas y del petróleo desde el inicio del pasado año ha sido muy pronunciado, en parte como consecuencia de la progresiva intensificación de las tensiones geopolíticas. Además, el incremento del precio del gas, materia prima empleada por las centrales de ciclo combinado para la producción de electricidad, y, aunque en menor medida, el de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero dieron lugar a un fuerte encarecimiento de la electricidad en los mercados mayoristas, dado el sistema de fijación de precios utilizado en estos últimos¹⁷. Estos aumentos han afectado a los precios minoristas de la electricidad en España con una intensidad significativamente mayor que en otros países europeos (véase gráfico 1.7.3)¹⁸.

La traslación de la subida del coste de los *inputs* productivos a los distintos componentes de los precios de consumo no energéticos ha sido, por el momento, parcial. El encarecimiento de la energía se ha trasladado de forma rápida y plena al correspondiente componente de los precios de consumo. Pero la transmisión del aumento de precios de los bienes intermedios (energéticos y no energéticos) a los precios del resto de los componentes de la cesta de consumo está siendo, de momento, parcial (véase gráfico 1.7.4). Ello está en línea con la evidencia empírica disponible, que sugiere que la magnitud del impacto de los cambios en los precios de los bienes intermedios —que han sido los más afectados por los cuellos de botella— en el IAPC es relativamente reducida y se produce con cierto desfase¹⁹. En el episodio actual, este aspecto se ve corroborado por los

16 Véanse Kataryniuk, Del Río y Sánchez Carretero (2021) y Attinasi *et al.* (2021).

17 El mercado mayorista de la electricidad opera bajo un sistema marginalista en el que todos los generadores reciben un mismo precio, correspondiente al precio de casación de la oferta y la demanda, el cual se relaciona con los costes marginales de producción de la tecnología más cara. La evolución en el mercado mayorista de los precios de la electricidad en España, similar a la del resto de los países europeos, refleja un incremento del 575 % entre finales de 2020 y marzo de 2022. Más del 80 % de ese encarecimiento se explica por el aumento del precio del gas, mientras que el de los derechos de emisión contribuyó con casi un 10 % adicional. Para un mayor detalle de la estimación realizada, véase Pacce, Sánchez y Suárez-Varela (2021).

18 Este mayor incremento de los precios minoristas en España es consecuencia de las diferencias en los sistemas de fijación de esos precios en distintos países, que dan lugar a velocidades de transmisión diferentes de los desarrollos en los mercados mayoristas. Esa traslación es particularmente rápida en España, mientras que en otros países aún no se han observado las repercusiones de las alzas recientes de precios en los mercados mayoristas.

19 En un análisis de correlación simple para el período 2003-2021, se observa que la mayor relación entre el incremento de los precios de producción de los bienes intermedios y la inflación subyacente tiene lugar con un desfase de seis meses. Esta demora es inferior a la encontrada para el caso del área del euro, donde se estima que la traslación de los precios de los bienes intermedios a los precios de los bienes industriales no energéticos tardaría en producirse entre 12 y 18 meses [véase Koester *et al.* (2021)].

resultados de distintas encuestas a las sociedades no financieras, como los índices de gestores de compras [*Purchasing Managers' Index* (PMI, por sus siglas en inglés)] y la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)²⁰, que indican que, en efecto, desde comienzos de 2021 las empresas habrían trasladado solo de forma muy parcial los aumentos de sus costes a los precios finales de sus productos. Ello habría dado lugar a una cierta disminución de los márgenes empresariales, a pesar de la recuperación de la demanda.

La guerra en Ucrania ha dado lugar a un encarecimiento adicional de la energía y ha reforzado algunas de las distorsiones en las cadenas globales de valor. A principios de año estaban comenzando a emerger las primeras señales de relajación de las tensiones en las cadenas de abastecimiento mundiales. Pero esos indicios han quedado oscurecidos, tras el comienzo de la guerra, por las disrupciones en los aprovisionamientos provenientes de Rusia y Ucrania. Asimismo, los precios en los mercados de hidrocarburos, así como en los de algunos metales y materias primas agrícolas, han registrado un tensionamiento adicional. De esta forma, están ganando persistencia factores cuya naturaleza se preveía en principio transitoria, lo que hace más probables su eventual transmisión generalizada a otras variables nominales de la economía y la aparición de efectos adversos sobre la actividad global. En particular, la prolongación de la etapa de costes elevados de los insumos reduce la capacidad de los márgenes empresariales para seguir absorbiéndolos, y esto se traduce, por tanto, en una mayor filtración a los precios finales de consumo. En un contexto en el que los trabajadores también están viendo reducidas sus rentas reales, una inflación más persistente podría acabar trasladándose a las demandas salariales y, por consiguiente, a los costes laborales, dando lugar al fenómeno de retroalimentación entre precios y salarios conocido como «efectos de segunda vuelta».

3.2 La limitada reactivación del gasto de hogares y empresas

Las condiciones financieras, que se habían mantenido holgadas a lo largo de 2021, han comenzado a endurecerse en los primeros meses de este año. En el transcurso de 2021, las decisiones de gasto de los agentes privados de la economía se vieron favorecidas por la prolongación del período de condiciones de financiación favorables. Los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito se redujeron de forma generalizada a medida que avanzaba el año, hasta alcanzar nuevos mínimos históricos en todos los segmentos (véase gráfico 1.8.1). Ahora bien, esta tendencia se ha interrumpido en 2022. Aunque en los primeros meses del año los tipos de interés de los préstamos bancarios se han mantenido en niveles reducidos, el aumento reciente de las rentabilidades en el mercado interbancario sugiere que, a corto plazo, ha comenzado a elevarse también el coste del crédito.

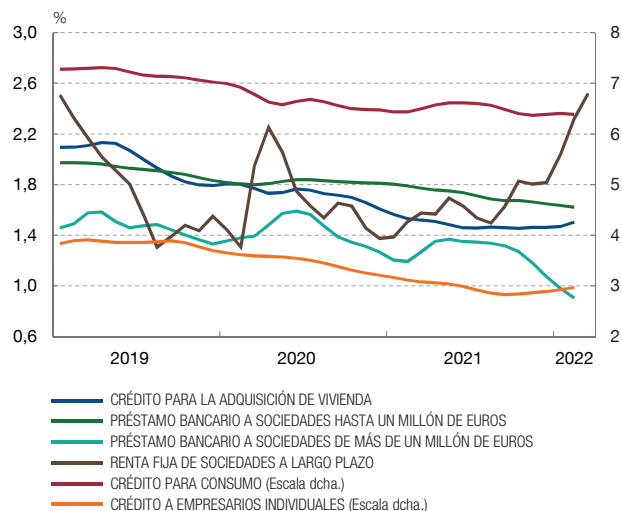
²⁰ Véase Izquierdo (2022).

Gráfico 1.8

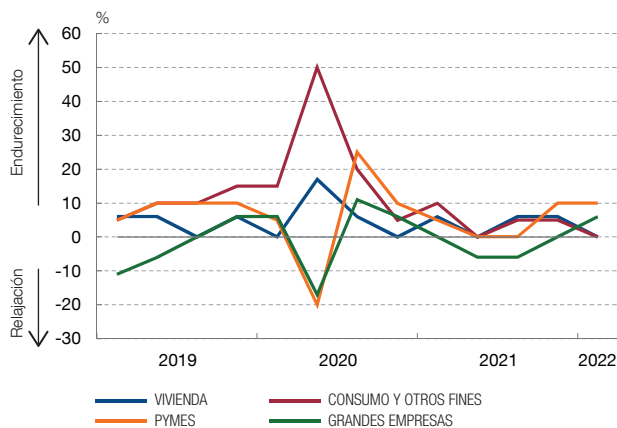
LAS CONDICIONES FINANCIERAS SE MANTUVIERON HOLGADAS EN 2021 Y EL CRÉDITO MOSTRÓ POCO DINAMISMO EN LA MAYORÍA DE LOS SEGMENTOS

Los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios alcanzaron nuevos mínimos históricos, mientras que el coste de la financiación con valores de renta fija repuntó desde el verano. Los criterios de aprobación de los préstamos a hogares y a pymes se endurecieron ligeramente a lo largo de 2021, mientras que se relajaron levemente en el caso de las grandes empresas. Sin embargo, en el primer trimestre de 2022 los criterios de concesión de préstamos a las empresas se habrían endurecido ligeramente. Las nuevas operaciones de crédito a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron en niveles muy elevados, pero mostraron un comportamiento débil en el resto de los segmentos. La ratio de endeudamiento del sector privado no financiero se redujo gracias al aumento del PIB.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)

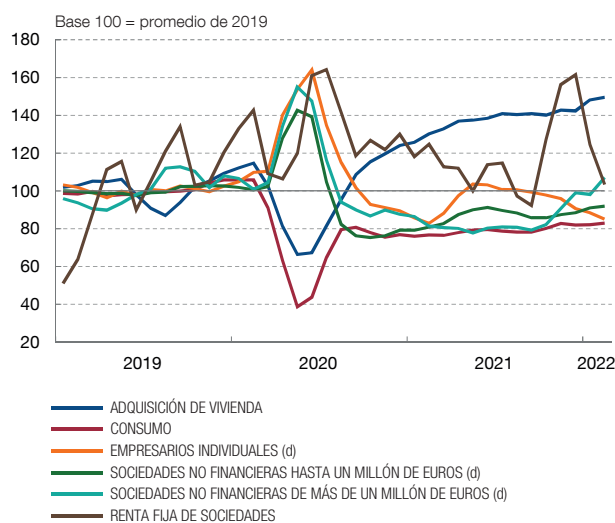


2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS (b)

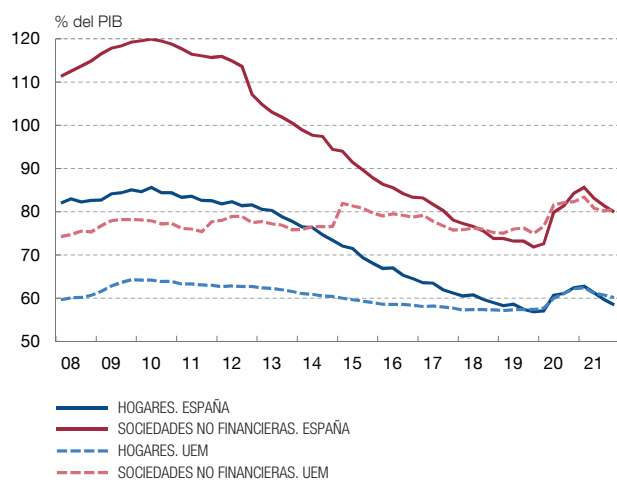


3 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO (c)

Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses



4 ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Thomson Reuters.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b EPB. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.
- c Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de depósito como por los establecimientos financieros de crédito.
- d Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



En el caso de la financiación empresarial a largo plazo, se ha intensificado en los primeros meses de este año como consecuencia del aumento de los tipos de interés libres de riesgo al mismo plazo.

La oferta de crédito se contrajo levemente en algunos segmentos de mercado a lo largo de 2021 y en el primer trimestre de 2022, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) (véase gráfico 1.8.2). A lo largo del año pasado, los criterios de concesión de préstamos se hicieron ligeramente más restrictivos en el caso de los destinados a hogares y pymes, mientras que, en los otorgados a grandes empresas, se registró, por el contrario, una leve relajación. En el primer trimestre de este año, estos criterios se habrían endurecido ligeramente en el caso de las empresas, independientemente de su tamaño. En el contexto descrito de condiciones financieras favorables y de ausencia de restricciones de oferta de crédito, la evolución dispar de la demanda de financiación por segmentos se reflejó en una trayectoria también heterogénea de los correspondientes flujos (véase gráfico 1.8.3). Estos desarrollos de los flujos crediticios, unidos a la senda positiva de las rentas, permitieron que las ratios de endeudamiento de hogares y familias descendieran a partir de mediados del año pasado (véase gráfico 1.8.4).

Aunque significativa, la recuperación del consumo ha sido insuficiente para que este agregado retome el nivel previo a la pandemia. El consumo creció en 2021 un 4,6 %, en tasa media anual, pero, en el primer trimestre de 2022, registró un notable retroceso (del -3,6 % en tasa intertrimestral). De este modo, el nivel actual todavía dista un 9,7 % del correspondiente al cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 1.9.1). Varios factores han venido dificultando la recuperación del consumo. En primer lugar, la renta bruta disponible siguió sin alcanzar en 2021 su nivel previo a la crisis sanitaria en términos nominales, a pesar de su ritmo de avance relativamente elevado en 2021. En segundo lugar, la preocupación por las consecuencias sanitarias de la pandemia siguió frenando, durante todo el año pasado, el gasto de los hogares españoles en aquellas partidas que conllevan más interacción social, como el turismo. No obstante, el consumo de estos servicios presentó, en todo caso, una normalización parcial a lo largo del año (véase gráfico 1.9.2). En tercer lugar, las dificultades de aprovisionamiento de algunos consumos intermedios han conducido a caídas en la producción de determinadas ramas industriales, lo que ha limitado la capacidad de los hogares para cubrir la demanda de ciertos bienes. Este es el caso, en particular, de los automóviles, cuyas ventas siguieron disminuyendo en 2021 y en el primer cuatrimestre de 2022²¹.

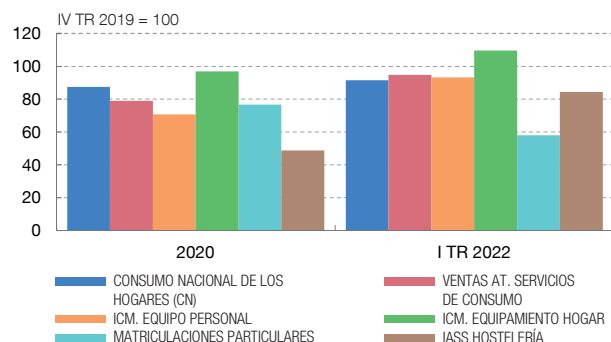
21 En contraposición, la facturación de la industria de equipamiento electrónico, hacia la que se redirigieron estos consumos intermedios al inicio de la pandemia (en particular, los microchips), cuando las empresas automovilísticas redujeron sus pedidos, ha mostrado un notable vigor. El gasto en esta partida superó ampliamente al previo a la crisis sanitaria, y su dinamismo podría estar apuntando a un cambio persistente en los patrones de consumo en favor de bienes de mayor contenido tecnológico, proceso que estaría impulsado por la aceleración del proceso de digitalización que ha propiciado la pandemia. También el gasto en equipamiento del hogar, que ya había presentado una resistencia notable en 2020, creció con fuerza en 2021.

Gráfico 1.9

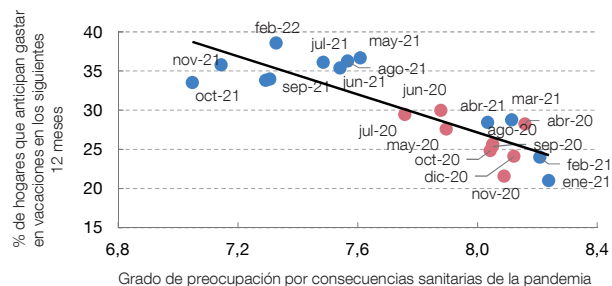
EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS HA MOSTRADO UNA RECUPERACIÓN INCOMPLETA CON RESPECTO A LOS NIVELES PREVIOS A LA PANDEMIA, EN UN CONTEXTO EN EL QUE, EN TÉRMINOS AGREGADOS, LA BOLSA DE AHORRO ACUMULADA EN 2020 NO SE HABRÍA DESTINADO A GASTO CORRIENTE

El repunte del consumo de las familias, de intensidad desigual por partidas de gasto, fue insuficiente para alcanzar los niveles previos a la pandemia. El dinamismo del consumo se vio limitado por el carácter parcial de la recuperación de las rentas, la persistencia de un impacto negativo de la pandemia sobre las partidas de gasto que conllevan un mayor grado de interacción social y los cuellos de botella. La tasa de ahorro se mantuvo en un nivel elevado, sin que los hogares de mayor renta, que acumularon el grueso del ahorro forzoso en 2020, hayan recurrido a estos fondos para destinarlos a consumo.

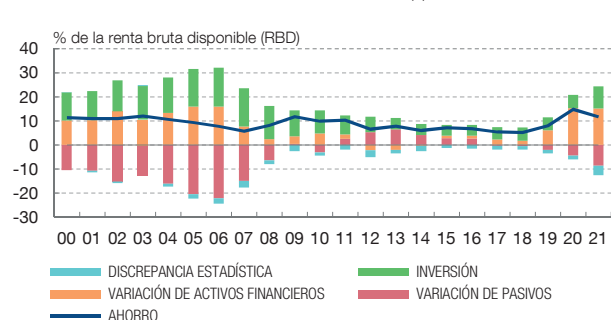
1 EVOLUCIÓN DEL GASTO DE LOS HOGARES (PROMEDIO ANUAL, EN RELACIÓN CON EL NIVEL OBSERVADO EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2019) (a)



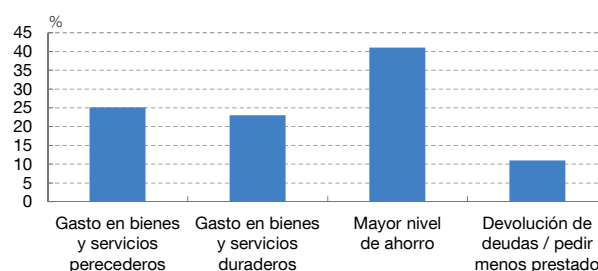
2 PREOCUPACIÓN POR LAS CONSECUENCIAS SANITARIAS DE LA PANDEMIA FRENTE A INTENCIÓN DE GASTAR EN VACACIONES EN LOS SIGUIENTES 12 MESES



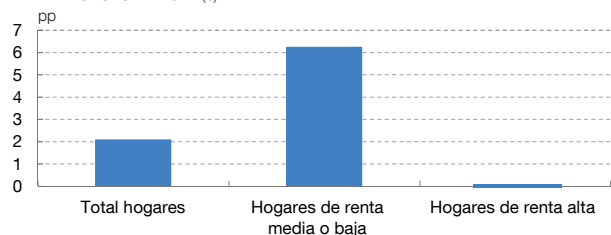
3 DESTINO DEL AHORRO BRUTO DE LOS HOGARES (b)



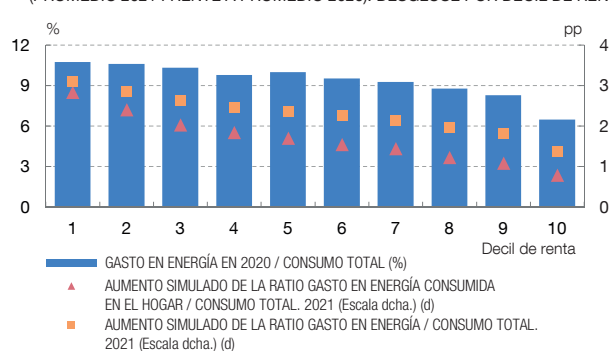
4 DESTINO ESPERADO DEL AHORRO ACUMULADO ENTRE ENERO DE 2020 Y MARZO DE 2021. DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL. ESPAÑA



5 IMPACTO MARGINAL DE DISPONER DE BOLSA DE AHORRO SOBRE LA PROBABILIDAD DE HABER REPORTADO UN INCREMENTO EN EL GASTO EN 2021 (c)



6 IMPACTO MEDIANO DE LA SUBIDA DEL PRECIO DE LA ENERGÍA (PROMEDIO 2021 FRENTE A PROMEDIO 2020). DESGLOSE POR DECIL DE RENTA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Agencia Tributaria, ANFAC, Banco Central Europeo (*Consumer Expectations Survey*) y Banco de España.

- El gasto en equipo personal y en equipamiento del hogar recoge la evolución de estas partidas de acuerdo con el índice de comercio al por menor (ICM), mientras que el correspondiente a servicios de consumo recoge la evolución de las ventas de grandes empresas, de acuerdo con la información de la Agencia Tributaria (AT), en este segmento. El indicador de actividad del sector servicios (IASS) de la hostelería recoge la actividad en esta rama. Para las partidas de gasto obtenidas a partir de la información de la AT y del IASS no se dispone de información para el mes de marzo, por lo que los datos para el primer trimestre de 2022 recogen el valor promedio en enero y febrero de 2022 en relación con el observado en el cuarto trimestre de 2019.
- El ahorro incluye las transferencias de capital. La inversión corresponde a la formación bruta de capital más las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos.
- Resultados obtenidos a partir de la estimación de un modelo *probit* ordenado. Recoge la diferencia entre la probabilidad de haber reportado un incremento en el gasto entre los hogares según si ahorraron o no, para el total de hogares y en cada grupo de renta.
- Incremento obtenido asumiendo estabilidad en las cantidades de energía consumidas, y un incremento en sus precios igual al observado, en promedio, en 2021.



En cuarto lugar, un factor muy relevante está siendo el repunte de los precios, que ha erosionado el poder de compra de los hogares. Finalmente, el desencadenamiento de la guerra ha podido reforzar, más recientemente, la actitud precavida de los hogares ante sus decisiones de gasto.

En este contexto de moderada recuperación del consumo real, la tasa de ahorro experimentó un retroceso a lo largo de 2021. No obstante, esta última variable siguió en niveles elevados en comparación histórica (véase gráfico 1.9.3). En concreto, la tasa de ahorro fue del 11,4 % de la renta disponible, 3,6 pp menos que en 2020, pero 3,1 pp más que en 2019. El repunte del consumo en 2021 fue, en términos nominales, algo superior al de las rentas, lo que, en parte, se debió precisamente al alza de la inflación de la segunda mitad del año. En todo caso, la recuperación incompleta del consumo y la persistencia de tasas de ahorro relativamente elevadas estuvieron en consonancia con la debilidad que presentó el flujo de crédito al consumo (que se situó un 22 % por debajo de los niveles medios de 2019), a pesar de las favorables condiciones de financiación.

Estos desarrollos parecen indicar que, en términos agregados, los hogares no habrían recurrido en el transcurso de 2021 al exceso de ahorro acumulado desde el inicio de la pandemia para adquirir bienes y servicios de consumo. En 2020, los hogares destinaron al ahorro una proporción muy elevada de sus rentas. Ello fue consecuencia, por un lado, del ahorro por motivo de precaución en un contexto de gran incertidumbre por la crisis sanitaria y, por otro, de la imposibilidad de consumir ciertos servicios a causa de las restricciones impuestas para el control de la pandemia²². A lo largo de 2021, pese a la disminución gradual de la incertidumbre acerca de la situación sanitaria y al levantamiento progresivo de las restricciones, los hogares habrían seguido ahorrando por encima de lo que diría su comportamiento histórico, por lo que incluso habrían incrementado esta bolsa de ahorro, al menos en términos agregados.

La información procedente de encuestas indica que, hacia la primavera de 2021, los hogares esperaban destinar al gasto una proporción significativa del ahorro acumulado desde el inicio de la pandemia. En esta dirección apunta la edición de la Encuesta de Expectativas del Consumidor (CES, por sus siglas en inglés) del BCE llevada a cabo en el mes de marzo de 2021 (véase gráfico 1.9.4). Sin embargo, la información disponible sugiere que esa utilización del ahorro de 2020 que los hogares declaraban, en la primavera de 2021, querer hacer para la adquisición de bienes y servicios de consumo a lo largo del año pasado no se habría producido en la práctica en términos agregados. Ello no excluye que ese uso haya podido ser significativo para algunos grupos de hogares.

²² Cuenca, Martínez Carrascal y Del Río (2021) contiene un análisis de la evolución del ahorro de los hogares en los trimestres inmediatamente posteriores al inicio de la pandemia.

Los hogares de mayores ingresos, que han concentrado el grueso del exceso de ahorro del sector acumulado durante la pandemia, no habrían recurrido a esta bolsa para incrementar su consumo. Los hogares de ingresos elevados acumularon, en proporción a sus rentas, un mayor volumen de recursos en el primer año de pandemia. No obstante, en 2021 siguieron manteniendo niveles de gasto alejados de los previos a la crisis sanitaria, de modo que no habrían llegado a recurrir al ahorro del que hicieron acopio un año antes, en parte porque en su cesta de consumo tienen un peso comparativamente mayor las partidas que en 2021 siguieron viéndose lastradas por la pandemia (véase gráfico 1.9.5). Por el contrario, los hogares de menores rentas habían acumulado en 2020 un exceso de ahorro más modesto. Ello obedeció tanto a que la crisis afectó con mayor intensidad a sus ingresos como al menor peso dentro de sus cestas de consumo de los servicios cuya adquisición se vio limitada por la pandemia. Pero la liberación de esos fondos habría sido más intensa en 2021²³. No obstante, el hecho de que este grupo de hogares hiciera un cierto uso de su bolsa de ahorro no habría tenido un efecto suficientemente importante sobre la tasa de ahorro agregada como para devolverla a su nivel prepandemia.

El encarecimiento de la energía está teniendo un impacto significativo sobre el poder de compra de las rentas de los hogares. El aumento de precios incide con especial intensidad sobre los hogares de menores ingresos, ya que la factura energética supone una proporción más elevada de su gasto total. En concreto, los incrementos de los precios de la electricidad, el gas, los carburantes y otros combustibles observados en 2021 habrían hecho aumentar el peso de estas partidas en el gasto nominal total en 3,1 pp y 1,4 pp, respectivamente, en los deciles inferior y superior de la renta (véase gráfico 1.9.6)²⁴. Esa brecha por grupos de renta es incluso mayor en el caso del componente de la energía consumida en el hogar. Además, el margen del que disponen los hogares con menor renta para amortiguar el impacto sobre su consumo de este incremento de precios mediante una reducción de su ahorro es menor, por una doble razón: sus tasas de ahorro suelen ser más reducidas y, además, solo una pequeña proporción de estos hogares pudieron acumular ahorro extraordinario durante la pandemia.

La iniciación de viviendas, que en los meses posteriores al comienzo de la pandemia se redujo significativamente, ha repuntado de forma continuada

23 Ello habría obedecido a la confluencia de varios factores. En primer lugar, la recuperación del mercado de trabajo, que habría beneficiado precisamente a los hogares de menores rentas, habría permitido que sus niveles de gasto se normalizaran en mayor medida, al favorecer una menor necesidad de ahorro por motivo de precaución. Además, el menor peso en su cesta de consumo de las partidas todavía restringidas por la pandemia habría contribuido también a esta normalización. Por último, los hogares de los estratos de menores ingresos que constituyeron una bolsa de exceso de ahorro en 2020 probablemente hicieron frente al repunte de los precios de la energía de 2021 a través de la utilización de estos fondos, lo que les permitió evitar tener que recortar el gasto en otras partidas.

24 Estas cifras corresponden a los impactos medianos en cada uno de estos grupos de población. Para una discusión sobre los efectos macroeconómicos de una subida del precio de la electricidad, véase Hurtado *et al.* (2022). Por otro lado, en el capítulo 3 pueden observarse las tasas de inflación específicas de las cestas de consumo de cada grupo de hogares según su nivel de renta.

con posterioridad. Los visados de obra nueva han alcanzado niveles similares a los de la etapa previa al COVID-19. No obstante, la drástica disminución de las iniciaciones de viviendas en los trimestres centrales de 2020 ha seguido lastrando el volumen de obra ejecutada a lo largo de 2021 y en los primeros meses de 2022 y, por tanto, la inversión residencial. Además, en la etapa más reciente, el ritmo de construcción de nuevas obras ha podido verse condicionado negativamente por cierta escasez de mano de obra en algunos oficios del sector. También habrían podido empezar a tener una incidencia adversa en la actividad constructora las dificultades en el suministro de algunos materiales de construcción, que se han reflejado en un aumento continuado y de notable magnitud de su coste.

La compraventa de viviendas por parte de los hogares repuntó con fuerza en 2021. Frente a la atonía de la ejecución de obra, las compraventas mostraron un dinamismo más elevado que en el período previo a la pandemia, evolución que se ha prolongado al inicio de 2022. La fortaleza de las transacciones de viviendas ha sido especialmente pronunciada en el segmento de nueva construcción, en el que el volumen de operaciones fue en 2021 lo bastante alto como para compensar con creces la caída observada durante el período de mayores restricciones frente a la pandemia (véase gráfico 1.10.1). Con ello, el peso de este segmento del mercado en el total ha seguido aumentando, aunque el grueso de las transacciones se ha concentrado en el de segunda mano. El vigor de la demanda de vivienda en 2021 obedeció a varios factores, que incluyen la mejoría de la situación económica general en un contexto de condiciones financieras holgadas, la materialización de decisiones de inversión pospuestas con la irrupción de la pandemia y los cambios surgidos a raíz de esta en las preferencias de las familias hacia viviendas con espacios exteriores y más amplias, como las unifamiliares (véase gráfico 1.10.2).

En el futuro más inmediato, la inversión en vivienda se verá impulsada por el gasto llevado a cabo en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU). La implementación del Plan de Rehabilitación y Regeneración Urbana en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) debería suponer un soporte muy relevante para la inversión residencial, dado que el Plan compromete un elevado volumen de recursos para la rehabilitación de vivienda, en especial para el propósito de mejora de su eficiencia energética. A su vez, la iniciación de proyectos asociados a los fondos europeos del PRTR para la rehabilitación de entornos residenciales y la construcción de viviendas en alquiler social en edificios energéticamente eficientes dinamizará la inversión residencial, si bien su implementación podría demorarse por la persistencia de los cuellos de botella en el sector.

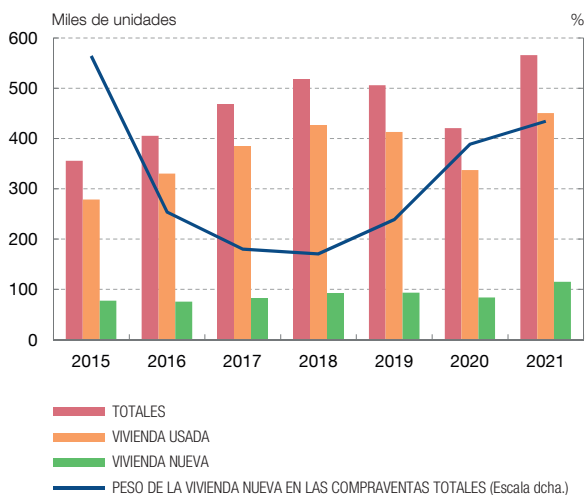
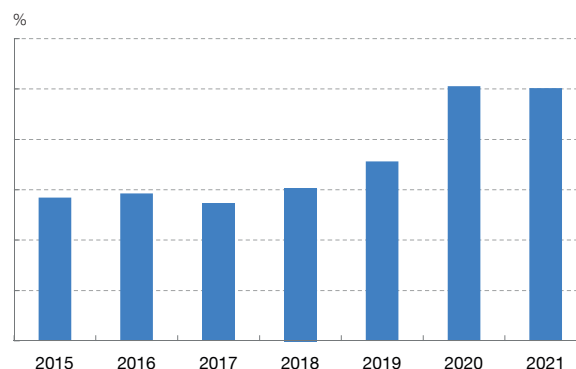
Sin embargo, no parece entreverse un impulso adicional en la inversión en vivienda como consecuencia de los cambios en las preferencias de los hogares. Desde mediados de 2021, la demanda de vivienda unifamiliar ha

Gráfico 1.10

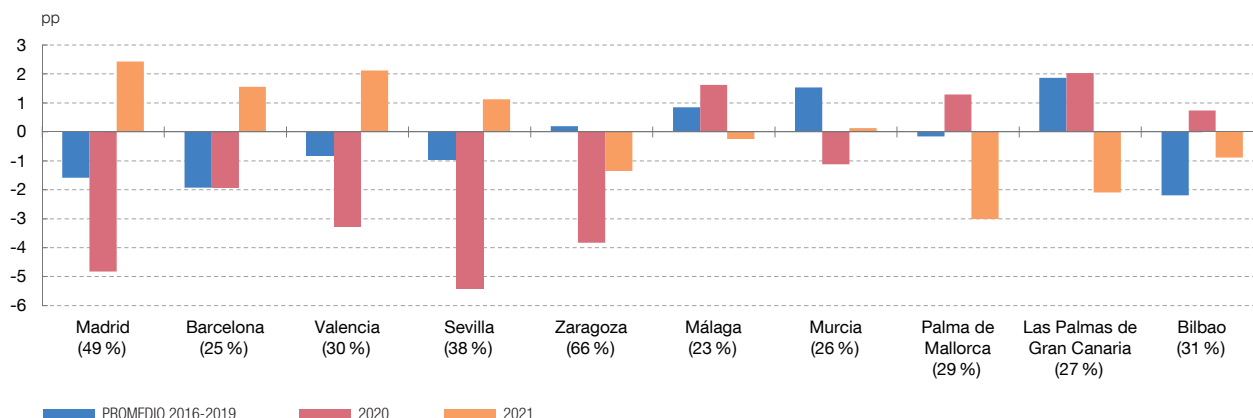
LAS COMPRAVENTAS DE VIVIENDAS SE SITUARON CLARAMENTE POR ENCIMA DE SU NIVEL PREPANDEMIA EN 2021

Prosiguió el aumento del peso de las compraventas de vivienda nueva dentro del total, aunque siguen siendo minoritarias. Por otro lado, algunas de las tendencias previas a la pandemia, aceleradas con su irrupción, se han frenado o revertido parcialmente, como muestra la estabilización del peso de la vivienda unifamiliar en las compraventas totales o la ganancia del peso de las capitales más pobladas en las compraventas de su provincia.

1 COMPRAVENTAS REGISTRADAS

2 COMPRAVENTAS DE VIVIENDA UNIFAMILIAR:
PESO EN LAS COMPRAVENTAS ESCRITURADAS TOTALES

3 COMPRAVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA EN LA CAPITAL: VARIACIÓN DE SU PESO EN EL TOTAL DE LA PROVINCIA (a)



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

a Debajo del nombre de la capital, entre paréntesis, se representa el peso de las compraventas en el total de su provincia en 2021. Se seleccionan las diez capitales de provincia más pobladas.



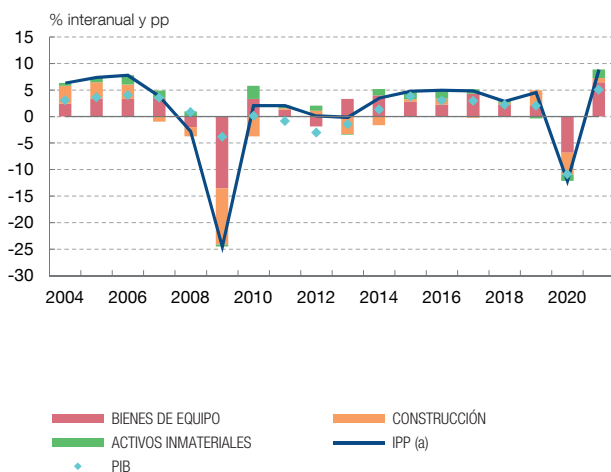
estabilizado su peso en las compraventas totales. Además, en las áreas urbanas más pobladas, la tendencia de desplazamiento hacia las afueras, que se aceleró a raíz de la pandemia, favorecida por el teletrabajo y por la mejor adaptación de la oferta a las nuevas preferencias de los hogares (con precios medios más bajos que en el centro del núcleo urbano), tendió a revertir en 2021 (véase gráfico 1.10.3).

Gráfico 1.11

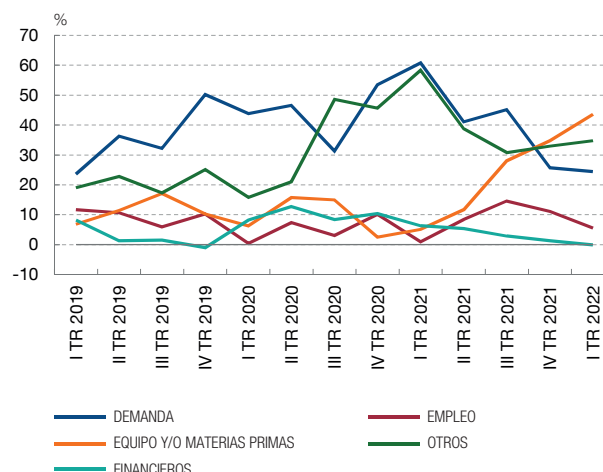
LA INVERSIÓN EMPRESARIAL HA MOSTRADO UN CIERTO DINAMISMO, PERO ESTE HA SIDO INSUFICIENTE PARA RECUPERAR LOS NIVELES PREPANDEMIA

La inversión productiva privada, que aumentó un 8,8% en 2021, no ha recuperado todavía sus niveles prepandemia. Diversos factores limitaron su expansión, como el deterioro en la situación patrimonial de las empresas como consecuencia de la crisis sanitaria, los cuellos de botella o el aumento de los costes energéticos.

1 INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA (IPP) Y PIB



2 FACTORES LIMITATIVOS EN LA INDUSTRIA DE BIENES DE INVERSIÓN



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

a La IPP en términos reales es una estimación que resulta de detraer de la inversión total la realizada en vivienda y la correspondiente al sector público. El INE proporciona toda la información para realizar estos cálculos, excepto el deflactor de la inversión pública, que se estima a partir de la información de otros deflactores.



La inversión productiva privada registró un avance relativamente elevado en 2021. En concreto, el crecimiento estimado fue del 8,8% (véase gráfico 1.11.1). En todo caso, a la hora de valorar esta evolución, hay que tener en cuenta que las oscilaciones de la inversión empresarial son habitualmente mucho más pronunciadas que las de la demanda final. Sin embargo, en 2021 el crecimiento de esta última variable, de un 7,1%, no fue muy diferente del de la inversión productiva privada. El crecimiento de este agregado se vio impulsado por las consecuencias de la pandemia, en términos tanto de la intensificación del proceso de digitalización como de la necesidad de adaptación por parte de las empresas a las medidas de contención de los contagios. Pero, por otro lado, el modesto dinamismo de la inversión resulta coherente con la persistencia de un grado de incertidumbre todavía elevado (aunque inferior al de 2020) en relación con la resolución de la pandemia. Su recuperación se vio también limitada por el deterioro en la situación patrimonial del sector a raíz de la crisis sanitaria, los cuellos de botella que afectaron a la producción, el aumento de costes energéticos y, en algunas ramas de actividad, la recuperación todavía incompleta de los niveles de utilización de la capacidad productiva con respecto a lo observado antes de la pandemia. La información de la Contabilidad Nacional relativa al primer trimestre apunta a un dinamismo más elevado de la inversión en equipo frente al componente de inversión en otras construcciones.

El flujo de crédito bancario a las empresas mostró un dinamismo escaso, frente a la mayor fortaleza de la captación de fondos en los mercados de renta fija. El débil impulso del crédito en 2021 respondió, en parte, a que las necesidades de financiación externa de las empresas fueran relativamente reducidas, tras haber acumulado en 2020 un elevado colchón de liquidez. Además, el escaso vigor del crédito discurrió en paralelo a la sustitución de financiación bancaria por emisiones de valores de renta fija, que continuaron en niveles históricamente elevados en 2021 (véase gráfico 1.8.3). Como resultado de todo ello, los saldos vivos de financiación externa de las empresas aumentaron moderadamente en 2021, si bien, gracias al incremento del PIB, la ratio de deuda se redujo en 4,3 pp, hasta el 79,9 % (véase gráfico 1.8.4). No obstante, el empeoramiento de la situación patrimonial de las empresas que operan en algunas ramas ha sido significativo tras la pandemia, lo que ha podido lastrar su inversión.

Las alteraciones en las cadenas globales de valor afectaron a la producción de bienes de equipo. Las encuestas de confianza empresarial de la Comisión Europea proporcionan información acerca de los factores que, según las propias sociedades, están limitando su producción. En las ramas productoras de bienes de equipo, la proporción de empresas que informan de un impacto negativo derivado de la escasez de materiales ha crecido de forma continuada entre el primer trimestre de 2021 y el primero de 2022, hasta convertirse en el mayor factor limitador de su producción (véase gráfico 1.11.2). El elevado impacto de los cuellos de botella sobre las industrias productoras de bienes de equipo es coherente con la utilización, por parte de estas, de una elevada proporción de insumos importados.

La escalada de los costes energéticos limitó la recuperación de la inversión de forma muy heterogénea entre las distintas ramas. El peso de los costes de la energía utilizada en el proceso productivo sobre la cifra de negocio se situaba alrededor del 2 % en 2019, de acuerdo con la información de la Encuesta de Estructura Empresarial del Instituto Nacional de Estadística (INE)²⁵. Este dato agregado esconde, no obstante, una gran disparidad por ramas de actividad y por tamaño empresarial, de modo que el impacto del aumento en el coste de la energía sobre los costes totales ha sido muy heterogéneo. En concreto, el peso de los gastos energéticos supera el 12 % de la cifra de negocios en el transporte y en la fabricación de materiales de construcción, y el 6 % en la fabricación de ciertos productos obtenidos a partir de minerales y en las industrias extractivas. En

25 Véase [Matea Rosa, Martínez Casares y Vázquez Martínez \(2021\)](#). La elasticidad de la actividad ante un aumento del precio de una fuente energética puede ser descompuesta en dos partes: el parámetro que mide la disminución en el consumo energético de las empresas ante el encarecimiento de esa fuente de energía y el parámetro que aproxima la reducción en la producción asociada al menor uso de energía. Por ejemplo, para el primero de estos parámetros, [Labandeira, Labeaga y López \(2016\)](#) encuentran, para el caso concreto de la electricidad en España, un valor en torno a $-0,3$. Por su parte, el segundo parámetro se aproxima por la ratio entre el coste de la energía y la cifra de negocio (por ejemplo, $0,002$ para la electricidad). El producto de estos dos parámetros indica que una subida de 20 pp del precio de la electricidad podría reducir la producción agregada de la economía en 0,1 pp a corto plazo.

cambio, estos costes suponen una proporción inferior al 0,6 % de la cifra de negocios de las ventas en las ramas de fabricación de material de transporte, información y comunicaciones, en las actividades profesionales científicas, técnicas, administrativas y de servicios auxiliares, y en el suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado. Además, la composición del gasto energético varía también sustancialmente por ramas de actividad. Así, los combustibles distintos de la electricidad y el gas natural son el componente más importante de la factura energética en el transporte y el comercio, pero en la industria y los servicios lo es la electricidad. Finalmente, un desglose en función del tamaño empresarial refleja que el consumo de energía en las empresas medianas (de 20 a 49 empleados) es algo mayor que el del resto de las sociedades en las ramas de comercio, transporte y servicios. Por el contrario, en la industria no se observan grandes diferencias en el consumo energético según el tamaño de las empresas.

La utilización de la capacidad productiva se ha recuperado solamente de modo parcial tras el retroceso de 2020. El aumento del grado de utilización de la capacidad productiva ha sido mayor en las industrias de bienes de consumo e intermedios, en las que ya se ha superado, al comienzo de 2022, el nivel previo a la pandemia. Ello explica que la demanda de bienes de inversión sea mayor en estas ramas.

Las diferencias en la evolución de la actividad por ramas productivas se vieron reflejadas en un comportamiento dispar de los distintos componentes de la inversión en 2021. La trayectoria de la inversión en otras construcciones y en equipo de transporte fue más desfavorable que la de la inversión en maquinaria y bienes intangibles, componentes que, a finales de 2021, ya habían alcanzado su nivel prepandemia en ambos casos. Esta heterogeneidad en la trayectoria de los diferentes componentes de la inversión se explica por la distinta evolución de la actividad por sectores productivos, que invierten de forma muy dispar en los distintos tipos de activos y que se han visto afectados con diferente intensidad por la crisis sanitaria y las alteraciones en las cadenas globales de suministros.

La recuperación ha sido comparativamente más intensa en el caso de la inversión en maquinaria. Ello se explicaría por el menor impacto de las medidas de contención frente a la pandemia sobre las ramas manufactureras, que concentran una proporción elevada de este tipo de inversión²⁶. Por el contrario, en otras ramas, como la hostelería, en las que la incidencia negativa de la pandemia ha sido muy elevada, el peso de la inversión en maquinaria en el total de la formación bruta de capital en este activo es muy reducido.

²⁶ En 2019, último año para el que se dispone de información sobre la composición de la inversión por ramas de actividad, la inversión de las ramas manufactureras en maquinaria y otros equipos supuso el 26 % de la inversión total en este tipo de activos. Véase [Pacce \(2022\)](#).

La inversión en medios de transporte se ha visto lastrada por los desarrollos en el sector de transporte y almacenamiento. Estas ramas, que son las que tienen un mayor peso relativo en este componente de la inversión²⁷, se han visto afectadas muy intensamente tanto por las restricciones adoptadas para frenar la pandemia como por las alteraciones en las cadenas globales de suministros. Ambos factores han frenado la renovación de la capacidad instalada de las empresas de estas ramas y, de este modo, su formación bruta de capital fijo en material de transporte. En parte, esta evolución se habría visto contrarrestada por el mayor esfuerzo inversor en material de transporte de otras ramas de actividad, como el comercio, cuyas necesidades de inversión en este tipo de activos se han visto acrecentadas por el aumento de las ventas electrónicas a raíz de la pandemia. Finalmente, la crisis sanitaria ha incentivado también la aceleración del proceso de digitalización de las empresas y, de esta manera, su inversión en activos intangibles.

Hasta la fecha, el programa NGEU ha proporcionado un impulso relativamente modesto de la inversión. La información disponible sobre la ejecución de proyectos acogidos al programa sugiere que su volumen habría sido, por el momento, relativamente reducido, aunque debería aumentar en los dos próximos años. Además, existen argumentos que llevan a esperar un aumento de la inversión en activos intangibles, como los cambios organizativos surgidos a raíz de la pandemia —la digitalización de la actividad, la implantación del teletrabajo o la venta *online*, entre otros— y los retos asociados a los cambios en el contexto geopolítico —por ejemplo, la ciberseguridad—. También la persistencia de las disrupciones en el transporte internacional podría conducir a un incremento de la inversión en esas ramas.

3.3 La evolución de los intercambios exteriores: la recuperación del turismo

La demanda exterior neta contribuyó en casi 0,5 pp al avance del PIB en 2021. Ello contrasta con la aportación fuertemente negativa, de 2,2 pp, del año anterior. La evolución de los distintos flujos, de exportaciones o importaciones y de bienes o de servicios (tanto turísticos como no turísticos), fue muy heterogénea. En concreto, los niveles de los intercambios de bienes a finales de 2021 eran solo ligeramente mayores que un año antes, al verse crecientemente afectados por las repercusiones de los cuellos de botella globales. En cambio, las exportaciones de servicios turísticos experimentaron una fuerte reactivación en el transcurso del año, como consecuencia de la mejora de las condiciones sanitarias y del levantamiento gradual de las medidas de contención. Estas tendencias se han prolongado al inicio de 2022, período en el que ha seguido observándose una cierta atonía de los flujos de comercio de bienes y un fuerte dinamismo del turismo receptor.

27 En 2019, el sector de transporte y almacenamiento concentró el 34 % de la inversión en material de transporte. Las actividades administrativas y servicios auxiliares y el comercio al por menor y al por mayor fueron las otras dos ramas con un mayor peso en la inversión en material de transporte (supusieron un 26 % y un 16 % de este, respectivamente).

El total de exportaciones evolucionó en 2021 en línea con los desarrollos observados en los mercados de destino (véase gráfico 1.12.1). Por su parte, la competitividad a través de los precios contribuyó negativamente al crecimiento de las exportaciones totales. Las pérdidas de competitividad acumuladas reflejaron, frente al área del euro, el diferencial positivo de la tasa de crecimiento de los precios industriales de exportación y de los precios de producción interior de manufacturas, y, frente al resto de los países desarrollados, la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal.

El dinamismo de las exportaciones de bienes se vio limitado en el transcurso del año por las alteraciones en las cadenas globales de producción. Además, a comienzos de 2021, el *brexit* tuvo un cierto impacto negativo sobre las exportaciones de bienes, aunque este fue transitorio y limitado²⁸.

La evolución de las exportaciones de bienes está siendo heterogénea por áreas geográficas y por tipo de producto. Por lo que respecta a la primera de estas dos dimensiones, las ventas al resto del área del euro han presentado un mayor dinamismo en comparación con las extracomunitarias (véase gráfico 1.12.2). En cuanto a la evolución por productos, las alteraciones en la oferta están afectando particularmente a las exportaciones de automóviles, que, sobre todo desde mediados de 2021, han mostrado retrocesos significativos, como reflejo de la elevada integración de esta actividad en las cadenas globales de valor y, en particular, de su dependencia de determinados componentes electrónicos, como los microchips, cuya capacidad de producción mundial se ha revelado insuficiente para atender la demanda. En el conjunto de 2021, las exportaciones de automóviles fueron algo más de un 20 % inferiores a las de 2019 (véase gráfico 1.12.3). Ya en 2022, la guerra en Ucrania ha afectado, a escala global, a la producción de algunos componentes de la industria automovilística, aunque, en comparación con otros, los fabricantes españoles presentan una menor dependencia de los proveedores radicados en ese país.

El número de empresas exportadoras de bienes se recuperó a lo largo de 2021. La cifra total de exportadores superó el nivel prepandemia en un 5,5 % (véase gráfico 1.12.4)²⁹. Sin embargo, el conjunto de empresas que constituyen la base exportadora habitual o estable (aquellas sociedades que exportan durante al menos cuatro años consecutivos) seguía siendo en 2021 un 1,4 % menor que dos años antes.

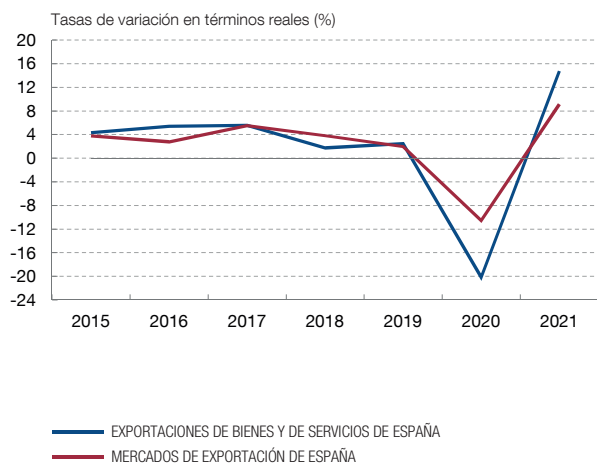
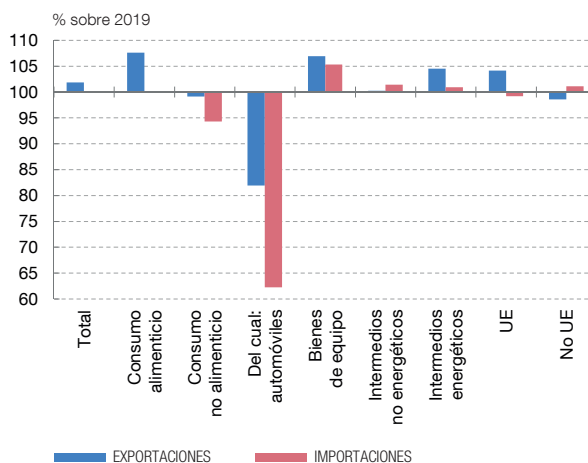
28 La materialización de la salida del Reino Unido de la UE y las fricciones generadas por la adaptación a los nuevos trámites aduaneros hicieron que el dinamismo de las exportaciones de bienes a este país (que supusieron el 6,8 % del total en 2019) fuera reducido. En realidad, ya desde el referéndum del *brexit*, la incertidumbre que caracterizó el proceso de negociación del nuevo marco de las relaciones bilaterales entre la UE y el Reino Unido provocó una desviación del comercio español hacia otros mercados europeos [véase [Gutiérrez, Lacuesta y Martín Machuca \(2021\)](#)].

29 Solo se consideran los exportadores con un volumen de ventas al exterior superior a 5.000 euros, dadas las peculiaridades de las empresas que exportan por debajo de ese umbral. En todo caso, el peso de estas últimas en las exportaciones totales es insignificante.

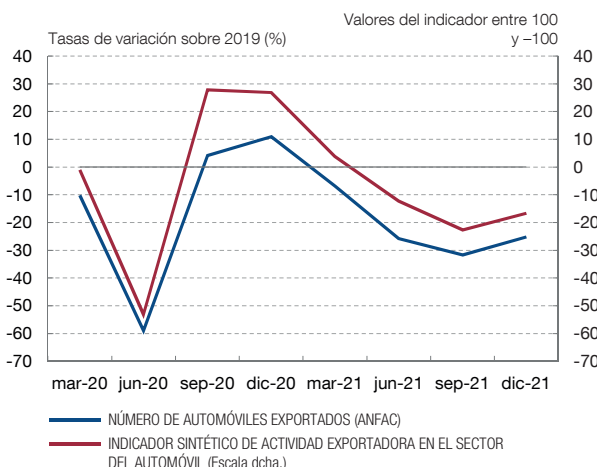
LA DEMANDA EXTERNA NETA CONTRIBUYÓ POSITIVAMENTE A LA EVOLUCIÓN DEL PIB EN 2021

La demanda exterior neta sumó 5 décimas al crecimiento del PIB en 2021, debido a la recuperación de las exportaciones turísticas. Dentro de las exportaciones de bienes destaca la evolución desfavorable de las ventas de automóviles al exterior. La cifra de empresas exportadoras repuntó en 2021, tras el descenso del año anterior.

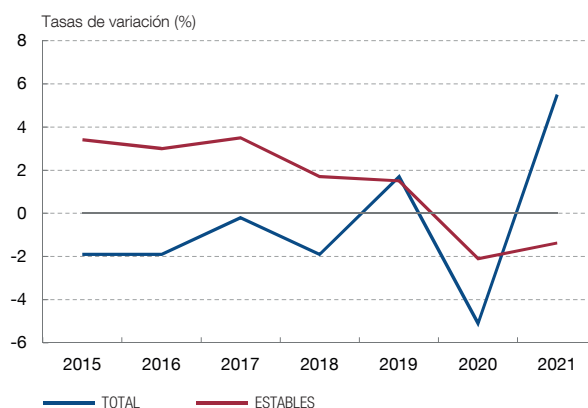
1 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES

2 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES REALES DE BIENES
Año 2021 (en porcentajes sobre 2019)

3 EXPORTACIONES DE AUTOMÓVILES



4 NÚMERO DE EMPRESAS EXPORTADORAS (a)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital e Instituto Nacional de Estadística.

a Se excluyen los operadores de comercio exterior por debajo de 5.000 euros. Se considera empresa exportadora estable aquella que ha exportado al menos cuatro años consecutivos.

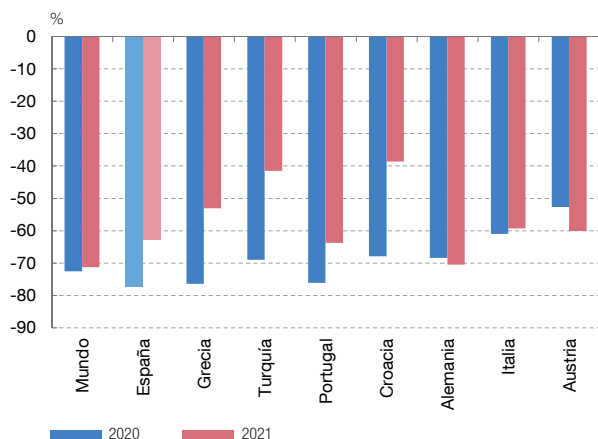
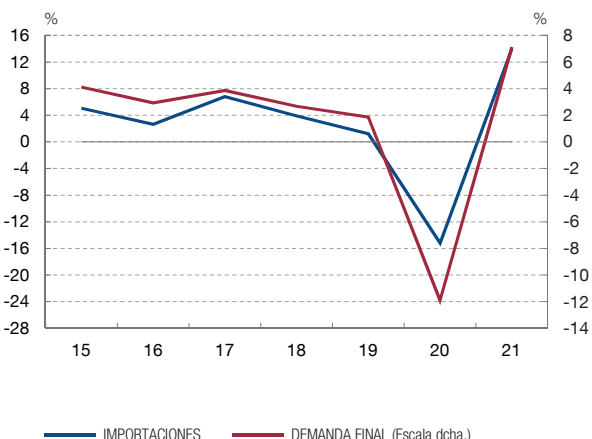
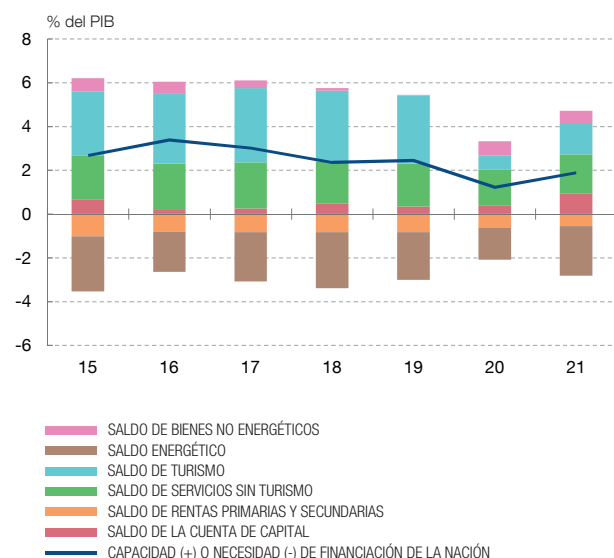
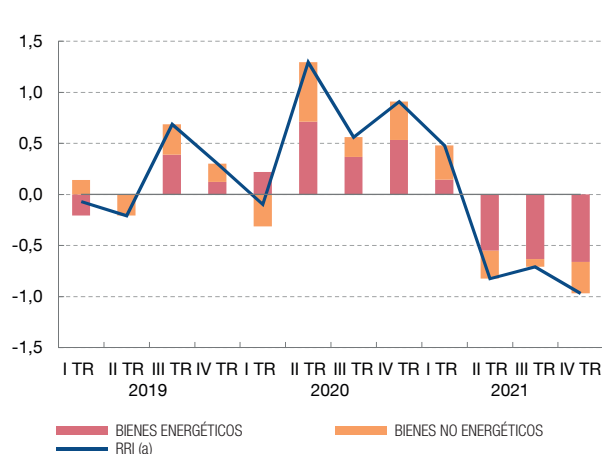


Las exportaciones reales turísticas se recuperaron de forma gradual, pero intensa, a lo largo de 2021, conforme se iban relajando las restricciones a la movilidad internacional. La reactivación, en paralelo a los avances en el proceso de vacunación, fue incompleta y presentó altibajos, en función de los brotes de la pandemia. Las llegadas y el gasto turístico, que, en comparación con sus niveles del mismo mes de 2019, se situaban en diciembre de 2020 en el 15,1 % y el 13,9 %, habían escalado hasta el 72,1 % y el 80,6 % en febrero de 2022. En relación con

Gráfico 1.12

LA DEMANDA EXTERNA NETA CONTRIBUYÓ POSITIVAMENTE A LA EVOLUCIÓN DEL PIB EN 2021 (cont.)

El superávit turístico se situó en el 1,4 % del PIB (según la Cuenta del Resto del Mundo), frente al 0,7 % del PIB en 2020. La reactivación del turismo fue, no obstante, menor que en otros países. La capacidad de financiación de la nación aumentó como resultado de esta recuperación del saldo de servicios turísticos y del aumento de las transferencias de capital.

5 LLEGADAS DE TURISTAS INTERNACIONALES
Tasas sobre los niveles de 2019**6 IMPORTACIONES Y DEMANDA FINAL**
Tasas de variación en términos reales**7 EVOLUCIÓN DE LA CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN****8 EFECTO RENTA DE LA RELACIÓN REAL DE INTERCAMBIO**
(en pp del PIB)

FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, Instituto Nacional de Estadística y Organización Mundial del Turismo.

a Se calcula como la diferencia entre las tasas de crecimiento interanual de los precios de las exportaciones y de las importaciones de bienes (de acuerdo con los IVU) ponderadas por los respectivos pesos en el PIB de las exportaciones e importaciones de bienes.



otros destinos internacionales, la actividad turística en España se ha visto limitada por los desarrollos epidemiológicos desfavorables en nuestro país al inicio de la temporada alta de verano y por la dependencia del turismo británico, cuya recuperación ha sido más lenta que la de otros mercados emisores (véase

gráfico 1.12.5)³⁰. Así lo corrobora la evidencia procedente de las estimaciones realizadas con un panel de datos de pernoctaciones extranjeras en un amplio conjunto de países europeos³¹. Además, en España es especialmente elevado el peso relativo de las llegadas de turistas en avión, medio de transporte más afectado por las medidas de contención que los medios terrestres.

La magnitud del avance de las importaciones en 2021 estuvo en línea con la recuperación de la demanda final (véase gráfico 1.12.6). El dinamismo de las importaciones fue coherente con las elevadas compras de productos con un elevado contenido importador, como los medicamentos, los productos informáticos y de telecomunicaciones y la maquinaria industrial³². Ello contrarrestó, al menos parcialmente, la debilidad de las compras de automóviles y permitió que las importaciones de bienes presentaran un comportamiento más dinámico a lo largo del año, de modo que su nivel del cuarto trimestre de 2021 superaba en algo más de un 6,1 % al previo al inicio de la crisis sanitaria. Por su parte, la reactivación de las importaciones de turismo está siendo bastante más lenta que la de los ingresos turísticos, lo que refleja el desplazamiento hacia el mercado nacional del turismo residente.

La capacidad de financiación de la economía española registró una ligera recuperación en 2021. En los dos años previos a la pandemia, esta variable se había situado en el 2,4 % del PIB (véase gráfico 1.12.7). Pero en 2020 la crisis sanitaria redujo este saldo a la mitad, como resultado del empeoramiento del superávit turístico, compensado en parte por la disminución del déficit del comercio de bienes, fruto, sobre todo, del abaratamiento de las importaciones. Estos efectos tendieron a revertir en 2021. Por un lado, el fuerte encarecimiento de las importaciones de materias primas condujo a un notable empeoramiento de la relación real de intercambio (véase gráfico 1.12.8). En concreto, el precio en euros del petróleo importado aumentó, en términos medios anuales, un 57 % en 2021, lo que llevó a una ampliación significativa del déficit de importaciones energéticas netas. En sentido contrario, el alivio de la situación sanitaria permitió que mejoraran los flujos del turismo receptor. Asimismo, mejoraron, en menor magnitud, los saldos de servicios no turísticos y de las rentas primarias y secundarias. Estos desarrollos, junto con la ampliación del superávit de la cuenta de capital, impulsada por los ingresos procedentes de los fondos NGEU, permitieron que la capacidad de financiación aumentase en 2021 en 0,7 pp, hasta el 1,9 % del PIB. A pesar de los superávits exteriores, la posición deudora neta con el resto del mundo permanece en niveles relativamente elevados (un 70 % del PIB a finales de 2021).

30 Las autoridades británicas (mercado con el mayor peso dentro del total, en torno al 20 %) mantuvieron restricciones severas a los viajes al extranjero hasta finales de junio de 2021 [véase [García, Gómez Loscos y Martín \(2021\)](#)].

31 En concreto, una estimación con datos de panel mensuales de las pernoctaciones extranjeras en alojamientos turísticos entre junio de 2020 y enero de 2022 muestra indicios de que su grado de recuperación en cada país europeo con respecto a los niveles de 2019 es tanto menor cuanto mayor es la incidencia de la pandemia en comparación con el conjunto del área del euro y cuanto mayor es la dependencia del turismo británico.

32 Véase [García, Martín y Viani \(2020\)](#) para un análisis del caso particular de los medicamentos.

3.4 La corrección incompleta de las cuentas públicas

Las cuentas públicas siguieron mostrando un desequilibrio elevado en 2021.

El déficit público experimentó una corrección el pasado año, desde el 10,3 % hasta el 6,9 % del PIB (véase gráfico 1.13.1)³³. Esta mejora obedeció tanto a la desaceleración de los gastos como a una intensa recuperación de los ingresos. La valoración relativamente favorable de estos desarrollos se ve matizada por algunas circunstancias que subyacen a esta.

En la vertiente de los gastos, una parte significativa de la moderación observada en su tasa de crecimiento se debió a la notable reducción de los desembolsos relacionados con la pandemia. La mejora de la situación sanitaria y, consiguientemente, de la actividad económica permitió que las Administraciones Públicas (AAPP) redujeran en cierta medida el apoyo que habían venido prestando a los agentes privados desde el inicio de la crisis. Los gastos totales incurridos como consecuencia de la pandemia disminuyeron, de acuerdo con la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), en un 19 % entre 2020 y 2021, pasando de representar el 3,9 % del PIB al 3 %³⁴. En su mayor parte, este descenso es consecuencia de la reducción de las cifras de trabajadores en expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y de autónomos en cese de actividad.

En cambio, el gasto no ligado a la crisis sanitaria mantuvo un dinamismo elevado. Su tasa de aumento fue del 6,9 % con respecto al año anterior. Esto incluye los gastos vinculados al NGEU, que generan un impulso fiscal expansivo, pero tienen un impacto nulo sobre el déficit público, al financiarse con recursos procedentes de la UE. La IGAE no ha comunicado qué parte del gasto y de los ingresos de 2021 corresponde al programa NGEU, pero, de la información disponible sobre los ingresos procedentes del exterior, se deduce que habría sido muy inferior a lo inicialmente presupuestado (2,6 % del PIB). El incremento del gasto no vinculado a la pandemia se explica también por la introducción del ingreso mínimo vital (IMV) y por la compensación a los pensionistas por la desviación entre la inflación observada y la prevista en los Presupuestos Generales del Estado de 2021. Como resultado de la evolución de sus distintas rúbricas, relacionadas o no con la crisis sanitaria, el gasto total aumentó un 5 % el curso pasado y superó en un 16 % al de 2019, último ejercicio previo al inicio de la pandemia.

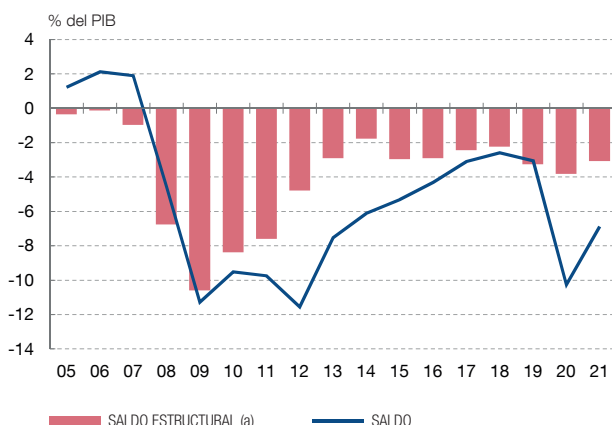
33 El dato de 2020 se ha revisado a la baja en 0,7 pp con respecto a la cifra publicada anteriormente. Ello se debe al cambio de criterio con respecto a la fecha de clasificación de la Sareb como parte del sector de las AAPP. Frente a la decisión inicial de incorporación a las cuentas públicas solo desde finales de 2020, con posterioridad se ha determinado su inclusión desde su creación en 2012. Ello ha conducido a una revisión de las cuentas públicas desde ese año, lo que da lugar a un déficit mayor entre 2012 y 2019 y menor en 2020.

34 Las partidas consideradas a estos efectos incluyen, entre otras, las prestaciones sociales a trabajadores en ERTE y autónomos, otras prestaciones sociales por incapacidad laboral temporal, las cotizaciones sociales exoneradas, el gasto sociosanitario y los subsidios y transferencias de capital a empresas, incluidas las pérdidas netas esperadas en los préstamos a empresas avalados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), que han sido contabilizados por vez primera en 2021 y que se han cuantificado en 4,4 mm de euros. Si se excluyera esta partida, el descenso del gasto vinculado a la pandemia habría sido significativamente mayor, del -29 %.

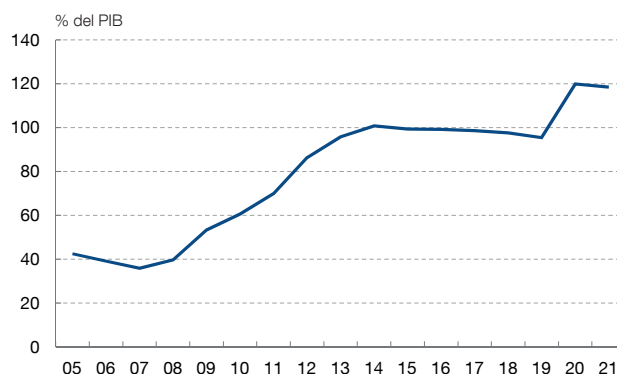
LAS CUENTAS PÚBLICAS SE RECUPERARON PARCIALMENTE EN 2021

El déficit de las AAPP se redujo desde el 10,3 % del PIB en 2020 hasta el 6,9 % en 2021, debido al fuerte crecimiento de los ingresos y a la desaceleración de los gastos. Pero su nivel sigue siendo muy elevado. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB cerró el ejercicio en el 118,4 %, 22,9 pp por encima del nivel registrado a finales de 2019, lo que supone una considerable fuente de vulnerabilidad para la economía española de cara al futuro.

1 SALDO TOTAL Y ESTRUCTURAL DE LAS AAPP



2 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



3 INGRESOS Y GASTOS DE LAS AAPP

Porcentajes del PIB	2020	2021	2021-2020	Tasa interanual (%)	Tasa s/ 2019 (%)
Ingresos	41,5	43,7	2,2	13,2	7,9
Impuestos indirectos	11,3	12,1	0,9	15,6	2,2
Impuestos directos	11,2	11,9	0,7	14,5	11,2
Cotizaciones sociales	14,5	14,3	-0,1	6,3	7,3
Resto de los ingresos (b)	4,6	5,4	0,8	25,9	16,3
Gastos	51,8	50,6	-1,2	5,0	15,8
Remuneración	12,5	12,2	-0,3	4,9	9,4
Otros gastos en consumo final	8,9	8,9	0,0	7,0	9,9
Prestaciones sociales	20,4	18,9	-1,4	-0,2	15,9
Intereses efectivos pagados	2,2	2,2	-0,1	3,4	-8,0
Formación bruta de capital	2,6	2,7	0,0	8,2	21,3
Otros (b)	5,0	5,7	0,7	21,7	61,2
Saldo	-10,3	-6,9	3,4	-28,1	117,3
Deuda	120,0	118,4	-1,5	6,1	20,1

FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado y Ministerio de Hacienda.

a Estimación del Banco de España.

b Incluye los ingresos/gastos procedentes del programa NGEU. Por convención, los gastos asignados al programa se deben corresponder exactamente con los ingresos, por lo que su efecto en el saldo es nulo.



El impacto agregado sobre el tono de la política fiscal de los cambios impositivos decididos en 2021 fue aproximadamente neutral. La escasa importancia cuantitativa de las medidas discrecionales de aumentos impositivos introducidas en 2021 es coherente con la necesidad de dar soporte a una

recuperación incompleta³⁵. En el transcurso del año, las moderadas alzas tributarias decididas al comienzo de este se vieron parcialmente compensadas, a efectos de la recaudación total, por las rebajas de impuestos introducidas para amortiguar el impacto del fuerte incremento de los precios de la electricidad sobre la capacidad de compra de los hogares³⁶.

Los ingresos públicos mostraron en 2021 una recuperación más intensa que la que se deduciría de la evolución de las variables macroeconómicas que aproximan sus bases de recaudación. La recaudación total experimentó, en comparación con 2020, un crecimiento muy elevado, del 13 %, con mayores avances en aquellas partidas que habían mostrado caídas más pronunciadas ese año, como los impuestos indirectos. El notable aumento de los ingresos es compatible con la evolución de las bases imponibles de los principales impuestos, tanto sobre la renta como sobre el consumo, registradas por la Agencia Tributaria. Estas han superado claramente los niveles existentes con anterioridad a la pandemia, en contraste con lo ocurrido en sus equivalentes de Contabilidad Nacional. De hecho, la presión fiscal efectiva, incluidas las cotizaciones sociales, fue, en porcentaje del PIB, 3,7 pp mayor en 2021 que en 2019³⁷. En este sentido, cabe reseñar que, en la actualidad, existe una considerable incertidumbre en cuanto a las causas que explicarían el distinto comportamiento reciente de las variables tributarias y de las de Contabilidad Nacional, variables que históricamente han venido mostrando una elevada correlación. En particular, con la información disponible, no es posible cuantificar con precisión qué parte del mayor incremento relativo de los ingresos públicos frente al PIB que se ha observado en los últimos trimestres se debe a factores estructurales —por ejemplo, asociados a la mayor digitalización de la actividad que ha inducido la pandemia— o a elementos fundamentalmente transitorios —en cuyo caso cabría esperar que, eventualmente, en algún momento de los próximos trimestres los ingresos públicos empiecen a mostrar un comportamiento menos dinámico que la actividad económica—.

En una coyuntura como la actual, cuantificar el saldo estructural de las AAPP resulta particularmente complejo, si bien una estimación prudente de este apuntaría a que nuestra economía aún mantendría un déficit estructural relativamente elevado en 2021. En efecto, además de las dificultades que existen para valorar la evolución del producto potencial de la economía tras la pandemia, se encuentra la incertidumbre mencionada anteriormente respecto de las causas que han inspirado el considerable dinamismo de los ingresos públicos en los últimos trimestres. En relación con este último aspecto, la experiencia de la etapa expansiva

35 En concreto, al inicio del año se aprobaron nuevos impuestos sobre las transacciones financieras y sobre determinados servicios digitales, se incrementaron el tipo del IVA que recae sobre las bebidas azucaradas y los aplicados a los contratos de seguro y a las rentas más altas en el IRPF, y se redujeron las deducciones en el impuesto de sociedades. En conjunto, todas estas medidas suponían un aumento *ex ante* de la recaudación impositiva del 0,3 % del PIB.

36 Así, se estima que estas medidas minoraron la recaudación impositiva en un 0,2 % del PIB.

37 Estas cifras no incluyen los recursos recibidos en el marco del NGEU.

que la economía española disfrutó antes del estallido de la crisis financiera global recomienda adoptar un enfoque prudente. En particular, durante dicha fase expansiva también se observó un elevado dinamismo de los ingresos públicos, que, aunque en muchos casos se trató como estructural, acabó resultando eminentemente transitorio —y muy vinculado a la actividad inmobiliaria—. En este sentido, si en el contexto actual se adopta una aproximación prudente, según la cual una parte no despreciable del reciente repunte de los ingresos públicos sería transitoria, el déficit estructural de la economía española al cierre de 2021 aún se mantendría en niveles elevados, por encima del nivel promedio de esta variable en el período comprendido entre 2013 y 2019 (véase gráfico 1.13.1).

La ratio de endeudamiento público se redujo ligeramente en 2021. El desequilibrio de las cuentas públicas siguió haciendo aumentar el numerador de la ratio de deuda. No obstante, esta experimentó un leve descenso, de 1,6 pp, hasta el 118,4 %, gracias al repunte del PIB nominal, cuya tasa de crecimiento fue del 7,2 %. Por consiguiente, la corrección del elevado aumento de la ratio de deuda sobre PIB a raíz de la pandemia, de más de 20 pp, fue mínima (véase gráfico 1.13.2).

3.5 El mercado de trabajo ha mostrado una elevada fortaleza hasta el inicio de la guerra

El proceso de recuperación del empleo fue muy intenso a lo largo de 2021, pero ha mostrado alguna señal de menor vigor al inicio de 2022. La elevada creación de empleo a lo largo del pasado ejercicio permitió que, en noviembre, la cifra de afiliados efectivos (esto es, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social, excluidos aquellos afectados por un ERTE) recuperara el nivel previo a la pandemia. Esta evolución favorable se ha mantenido, aunque con algunas señales de menor dinamismo, en los primeros meses de este año. Los efectos de la guerra sobre la creación neta de empleo en nuestro país apenas fueron perceptibles en los datos de febrero, mes en que solo hubo tres días laborables posteriores al inicio del conflicto bélico. Pero, en marzo, la evolución fue algo menos favorable. En concreto, la tasa mensual de variación de la afiliación fue, en ese mes, del 0,7 %, una décima por debajo del promedio del período 2016-2019, en un contexto en el que contrasta la evolución positiva de las ramas de servicios favorecidas por la eliminación de las medidas de contención de la pandemia con los desarrollos menos propicios en las ramas manufactureras más afectadas por la incertidumbre generada por la guerra, así como por los cuellos de botella y el encarecimiento de las materias primas. Con ello, la afiliación efectiva se ha situado un 2,1 % por encima de la que había en febrero de 2020, mes anterior al inicio de la pandemia.

El patrón de la recuperación presenta notables diferencias por ramas. Esta heterogeneidad es coherente con los desarrollos observados en la actividad a escala sectorial, muy condicionados por el impacto diferencial de las medidas de

contención sobre cada rama productiva (véase gráfico 1.14.1). La reactivación del mercado laboral es, en particular, menos intensa en algunos servicios, como la hostelería y las actividades recreativas y de ocio, en consonancia con su mayor grado de afectación por las restricciones a la actividad y a la movilidad y, en particular, con el carácter incompleto de la recuperación de los flujos turísticos. En estas ramas sigue existiendo en la actualidad una brecha negativa elevada con respecto al nivel de empleo de febrero de 2020. En el lado contrario, las actividades de información y comunicaciones, beneficiadas por fenómenos como la expansión del comercio en línea y el teletrabajo, y las ramas de no mercado, impulsadas por las necesidades de contratación durante la pandemia, presentan niveles de empleo claramente superiores a los observados antes de la crisis. En el conjunto del sector público, la ocupación supera en unos 10 pp a la existente con anterioridad a la pandemia, mientras que, en el sector privado, la diferencia se reduce hasta 1,5 pp aproximadamente.

La evolución de la cifra de horas totales trabajadas en 2021 fue algo menos favorable que la del número de personas ocupadas. Otras fuentes de datos, de frecuencia trimestral, ayudan a completar la descripción de la evolución del mercado laboral a lo largo del pasado año. En particular, tanto la Encuesta de Población Activa (EPA) como la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) confirman el perfil de intensa recuperación del mercado laboral a lo largo de 2021, aunque a ritmos algo menores que la afiliación a la Seguridad Social. De acuerdo con ambas estadísticas, el empleo, medido en personas, se situó en el último trimestre de 2021 muy próximo al nivel precrisis (véase gráfico 1.14.2). Sin embargo, en términos de las horas totales trabajadas, la brecha en ese período ascendía todavía a unos 4 pp, aunque se ha reducido de forma significativa en el primer trimestre de este año.

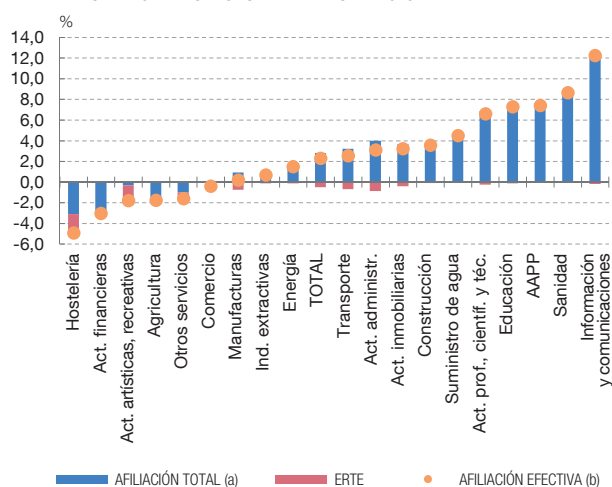
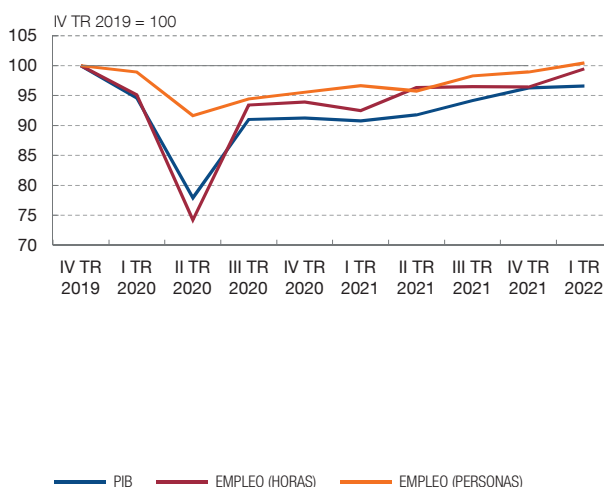
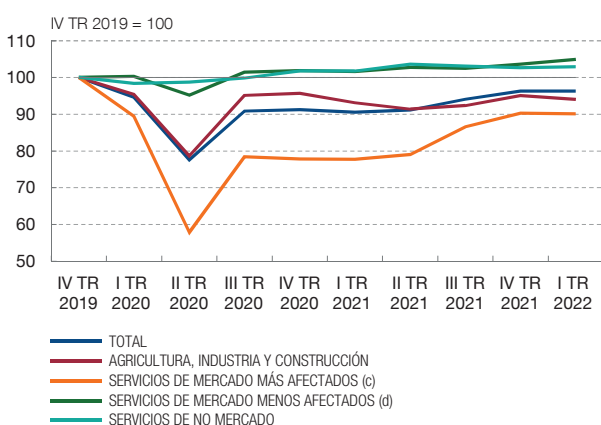
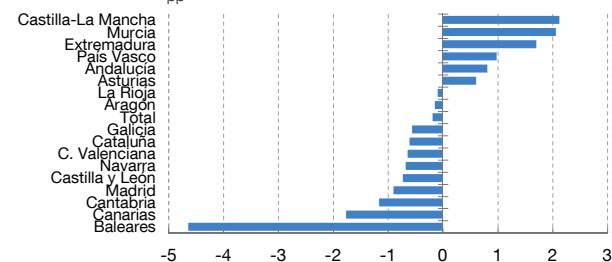
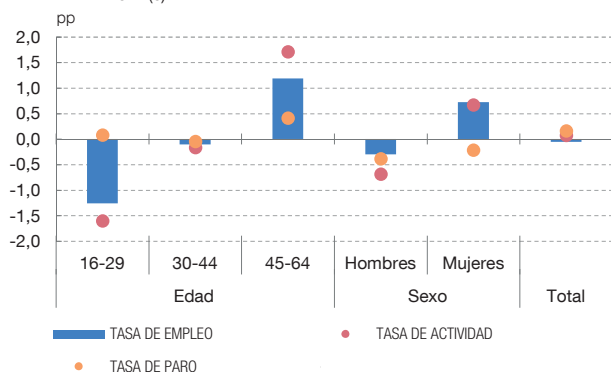
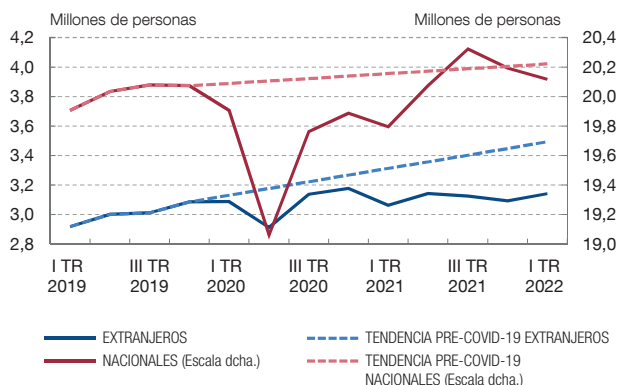
Una característica que ha podido observarse desde el inicio de la crisis es la evolución marcadamente más favorable del empleo medido en personas en comparación con el PIB. Para explicar este rasgo se han esgrimido diversas explicaciones, de difícil contrastación, como la posibilidad de que las medidas restrictivas frente a la pandemia (por ejemplo, las limitaciones de aforos) hayan llevado a las empresas a tener que mantener, dado un nivel de actividad, un volumen de ocupación mayor, las mayores necesidades de contratación por parte del sector público para atender las consecuencias de la crisis sanitaria o una intensa reincorporación desde los ERTE motivada por expectativas de recuperación de la actividad no satisfechas plenamente con posterioridad. La discrepancia entre la evolución del PIB y las horas trabajadas desde el inicio de la recuperación ha tenido una menor magnitud y, además, se redujo significativamente en la segunda mitad del año pasado.

En algunas ramas fue especialmente marcada la aparente discrepancia entre el comportamiento de la actividad y el del empleo, más positivo. En el agregado de agricultura, industria y construcción, la afiliación efectiva a la Seguridad Social

Gráfico 1.14

EL EMPLEO HA MOSTRADO UN ELEVADO DINAMISMO

El empleo ha mostrado una recuperación más intensa que el PIB. La recuperación de la ocupación por ramas productivas refleja el impacto diferencial de las medidas de contención sobre cada una de ellas, lo que se refleja en las diferencias por regiones y por colectivos de trabajadores.

1 AFILIACIÓN TOTAL, ERTES Y AFILIACIÓN EFECTIVA, POR RAMAS. VARIACIÓN EN MARZO DE 2022 RESPECTO A FEBRERO DE 2020**2 PIB Y EMPLEO****3 EVOLUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO, POR RAMAS****4 TASA DE OCUPACIÓN EFECTIVA, POR CCAA**
Variación entre el IV TR 2019 y el IV TR 2021**5 VARIACIÓN DE LA TASA DE EMPLEO EFECTIVA ENTRE EL IV TR 2021 Y EL IV TR 2022 (e)****6 POBLACIÓN ACTIVA**

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Banco de España.

a Serie desestacionalizada.

b La afiliación efectiva se define como la resta entre los afiliados totales y los trabajadores afectados por un ERTES.

c Comercio, transporte y hostelería, Actividades profesionales, científicas y administrativas, y Actividades artísticas y recreativas.

d Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, y Actividades inmobiliarias.

e La tasa de empleo efectiva se define como los ocupados sobre la población en edad de trabajar, descontando de la cifra total de ocupados de la EPA los trabajadores afectados por un ERTES en el cuarto trimestre de 2021, según los datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.



superaba el nivel precrisis en 0,7 pp en el promedio del primer trimestre de 2022, mientras que su VAB distaba todavía 6 pp de este (véase gráfico 1.14.3). La divergencia era especialmente notable en la construcción, donde, en el primer trimestre de este año, el empleo estaba 3,8 pp por encima del nivel previo a la crisis, pero su VAB se encontraba aún 12,9 pp por debajo. Estas diferencias no tienen una interpretación sencilla. Quizá podrían responder al hecho de que, ante una crisis tan grave, el valor añadido y el empleo tengan velocidades de ajuste distintas, de modo que, observada la relación entre ambas variables en un período más largo, las discrepancias tiendan a desaparecer.

Las disparidades en el comportamiento del empleo por ramas se reflejan en la evolución de esta variable a escala regional. Según la EPA, la ocupación en términos efectivos en el conjunto del territorio nacional era, en el cuarto trimestre de 2021, 0,2 pp inferior a la del mismo trimestre de 2019 (véase gráfico 1.14.4). Ahora bien, esa cifra esconde una heterogeneidad regional muy elevada, que refleja las diferencias en la composición sectorial de la actividad económica. En concreto, las regiones más dependientes del turismo, sobre todo extranjero, como las insulares, mostraban una reactivación más rezagada del empleo, que en Baleares y Canarias se situaba 4,6 pp y 1,8 pp por debajo del nivel prepandemia, respectivamente. Por el contrario, en las regiones con un menor peso del turismo extranjero y una mayor relevancia de las ramas primarias y del empleo público, como Castilla-La Mancha, Murcia y Extremadura, la ocupación efectiva a finales de 2021 superaba en aproximadamente 2 pp el nivel previo a la crisis sanitaria. En los primeros meses de 2022, las regiones más dependientes del turismo han seguido siendo las más rezagadas en la recuperación del empleo³⁸.

Las diferencias en la evolución de las tasas de empleo por sexo y grupo de edad, que son significativas, replican los cambios observados en las tasas de actividad. A finales de 2021, la tasa de empleo, esto es, el porcentaje de personas ocupadas dentro de un grupo poblacional, superó a la observada dos años antes entre los trabajadores de más edad y las mujeres³⁹. Por el contrario, la tasa de empleo de los menores de 30 años había experimentado un descenso significativo en ese período. Estos movimientos son parejos a los observados en las tasas de participación respectivas, esto es, el porcentaje de personas activas dentro de un grupo poblacional (véase gráfico 1.14.5). Como consecuencia de que las variaciones de los activos y los ocupados fueran similares, los cambios en las tasas de paro son de magnitud más reducida; destaca el moderado aumento registrado entre los mayores de 45 años. De nuevo, los desarrollos observados en

38 La estacionalidad de estas series no permite realizar una comparación homogénea entre la situación en el primer trimestre de 2022 y en el último de 2019. Sin embargo, en comparación con el primer trimestre de 2019, la brecha negativa en términos de la tasa de empleo sigue siendo superior en las regiones insulares. Esta comparación, no obstante, incluye también la evolución a lo largo de 2019, un período no afectado por la pandemia.

39 El numerador de la tasa se calcula como la diferencia entre el número de trabajadores ocupados según la EPA y la cifra de afectados por un ERTE.

el primer trimestre de este año no cambian estos patrones caracterizados por el mantenimiento de tasas de desempleo similares a las del período prepandemia con una mejor evolución de la participación laboral entre el colectivo de trabajadores de más edad.

Tras el descenso inicial al comienzo de la pandemia, se ha observado una recuperación reciente de la oferta laboral. Esta reactivación ha quedado circunscrita a los trabajadores nacionales (véase gráfico 1.14.6). Por el contrario, los flujos migratorios con el exterior están mostrando una recuperación considerablemente más lenta, con lo que se ha abierto una notable brecha con respecto a la tendencia precrisis⁴⁰. Esta evolución puede tener consecuencias importantes para algunas ramas productivas. De hecho, la información procedente de la EBAE⁴¹ muestra que la escasez de mano de obra es señalada con mayor frecuencia como un factor limitativo de la actividad económica en ramas caracterizadas por un mayor peso del empleo extranjero, como la hostelería y la construcción.

3.6 Una recuperación más lenta que en otras economías de nuestro entorno

El nivel del PIB se encuentra más alejado de su nivel previo a la pandemia en España que en el resto del área del euro. Todos los países experimentaron un fuerte retroceso de la actividad al comienzo de la pandemia, a raíz de los primeros confinamientos, así como un intenso repunte posterior. Sin embargo, las diferencias en términos de la distancia del PIB al final de 2021 con respecto al nivel precrisis son notables. España es, de entre todas las economías del área del euro, la más rezagada (véase gráfico 1.15.1). En concreto, el PIB del primer trimestre de 2022 se situó un 3,4 % por debajo del PIB prepandemia, mientras que en el conjunto del área del euro ya se ha rebasado dicho nivel en 0,4 pp.

Desde la perspectiva de las ramas de actividad, la brecha existente con el resto del área del euro refleja la especialización de la economía española en los sectores más afectados por la pandemia. En concreto, dentro de la estructura productiva de nuestro país tienen un peso especialmente elevado las ramas de los servicios en cuya prestación desempeña un papel importante la interacción social, como la hostelería y el turismo⁴².

Estas ramas han registrado además un comportamiento más desfavorable que en el conjunto del área del euro. El sector cuyo nivel de actividad en España,

40 Véase Cuadrado y Montero (2022).

41 Véase Izquierdo (2022).

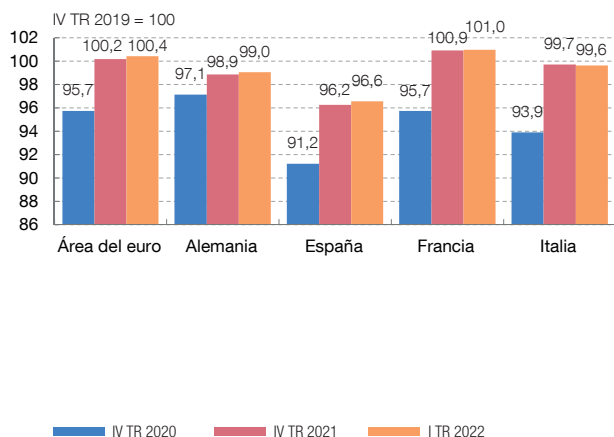
42 Gómez y Del Río (2021) proporcionan una cuantificación empírica del impacto de la especialización productiva, de la gravedad de la pandemia y de las medidas de contención, y de algunos factores adicionales, como la difusión del teletrabajo. Sus resultados confirman que la crisis sanitaria ha castigado especialmente a economías como la española, más dependientes de servicios que conllevan mayor interacción social.

Gráfico 1.15

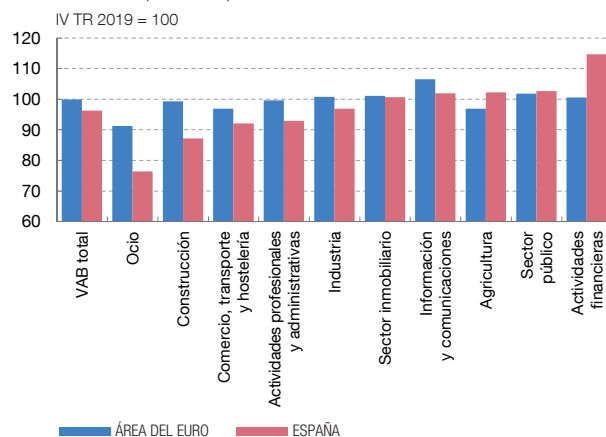
EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA PANDEMIA HA SIDO ESPECIALMENTE INTENSO EN ESPAÑA, LO QUE GUARDA RELACIÓN CON SU ESTRUCTURA PRODUCTIVA

La brecha del producto con respecto a su nivel precrisis es más amplia en España que en el conjunto del área del euro. Ello se debe, sobre todo, a que las medidas de contención de la pandemia afectaron, especialmente, a los servicios más dependientes de la movilidad y el contacto social, cuyo peso en España es comparativamente mayor. Por componentes de demanda, el consumo privado, la inversión en vivienda y las exportaciones de turismo muestran un grado de reactivación más retrasado que en el área del euro.

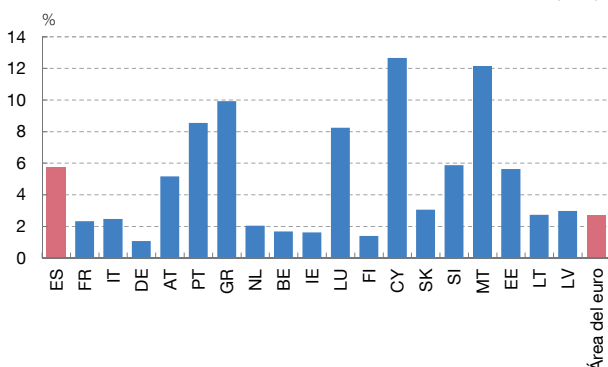
1 CONVERGENCIA DEL PIB RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA



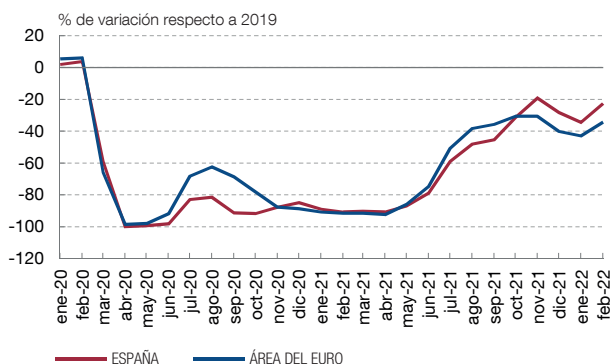
2 CONVERGENCIA RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA EN TÉRMINOS DEL VAB REAL (IV TR 2021)



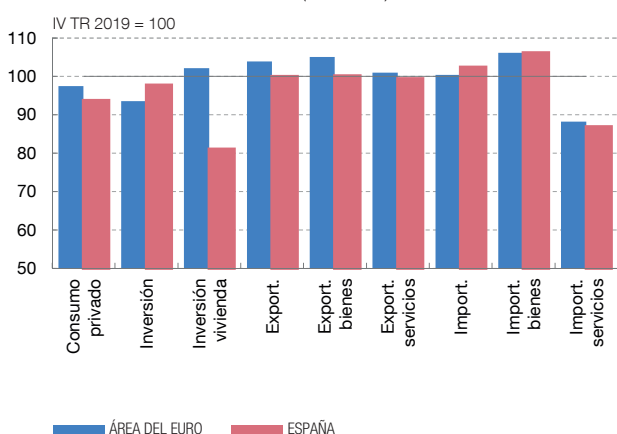
3 PESO RELATIVO DE LAS EXPORTACIONES TURÍSTICAS SOBRE EL PIB (2019)



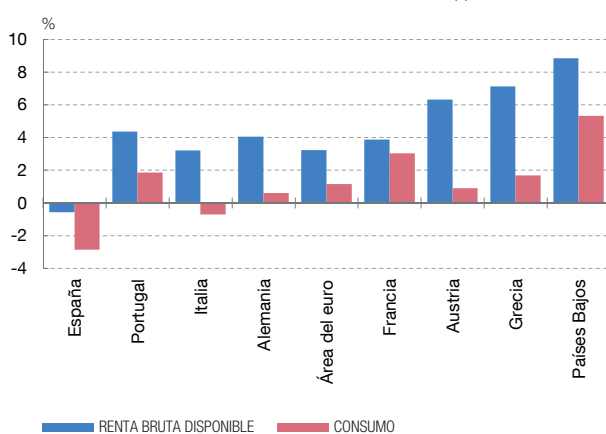
4 PERNOCTACIONES EXTRANJERAS EN ALOJAMIENTOS TURÍSTICOS



5 CONVERGENCIA RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA POR COMPONENTES DE DEMANDA (IV TR 2021)



6 VARIACIÓN DEL CONSUMO NOMINAL Y DE LA RENTA DISPONIBLE DE LOS HOGARES ENTRE EL IV TR 2021 Y EL IV TR 2019 (a)



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

a Los últimos datos de renta bruta disponible se refieren al tercer trimestre del 2021 en el caso de Francia, Grecia y Países Bajos.



medido por el valor añadido bruto, se encontraba a finales de 2021 más alejado del previo a la crisis sanitaria es el del ocio: la brecha de actividad respecto del nivel prepandemia era del 23,6 %, frente a tan solo el 8,9 % en el conjunto del área del euro. En las ramas de comercio, transporte y hostelería, construcción y actividades profesionales y administrativas existe también en nuestro país una brecha significativa entre los niveles de actividad actuales y los del cuarto trimestre de 2019, a diferencia de lo que ocurre en la eurozona (véase gráfico 1.15.2). El conjunto de las ramas industriales ha presentado también un peor comportamiento en España, a lo que ha contribuido la relevancia de la automoción. Por el contrario, en los sectores que han liderado la recuperación, como las actividades financieras y las relacionadas con las AAPP, el VAB en España ha alcanzado niveles más elevados con relación a los vigentes antes de la pandemia que en el conjunto de la eurozona.

Desde el punto de vista de los componentes de demanda, el rezago de España en la recuperación es atribuible a las exportaciones de servicios, el consumo privado y la inversión en vivienda. La convergencia de las exportaciones de servicios a su nivel precrisis está algo más retrasada en España (0,6 % por debajo), mientras que en el área del euro se supera en un 1 %. Dentro de las exportaciones de servicios, el componente turístico ha experimentado, en todos los países, una evolución menos favorable que el no turístico. Ello es una consecuencia directa de las restricciones a la interacción social y a la movilidad, a escala tanto interna como internacional, a las que dieron lugar las medidas de contención adoptadas para paliar la crisis sanitaria.

El impacto negativo de la pandemia sobre las exportaciones turísticas ha tenido efectos comparativamente más adversos sobre la actividad en España. En primer término, el peso de las exportaciones de servicios turísticos en el PIB es mayor en el caso español (un 5,7 %, esto es, 3 pp más que en el conjunto del área del euro) (véase gráfico 1.15.3). Además, la reactivación del turismo extranjero ha sido más lenta en nuestro país, debido a la dependencia del mercado británico y a los desarrollos epidemiológicos más desfavorables, en comparación con otros destinos turísticos alternativos, durante las temporadas de verano de 2020 y 2021 (véase gráfico 1.15.4).

El consumo privado no ha recuperado el nivel precrisis ni en España ni en el conjunto del área del euro, pero la brecha es mucho menor en el segundo caso. Así, en el caso de España, el consumo privado se situaba a finales de 2021 un 6,3 % por debajo de su nivel previo a la crisis, frente al 2,5 % de la zona del euro (véase gráfico 1.15.5). La peor evolución de este componente de demanda en nuestro país guarda relación con el comportamiento menos favorable de la renta disponible de los hogares (véase gráfico 1.15.6). Ello estaría vinculado a su vez, entre otros factores, con el comportamiento relativo del empleo, cuya caída fue más intensa en España durante la primera fase de la pandemia, debido en parte al mayor peso de la hostelería y el turismo en nuestra estructura productiva. En el cuarto trimestre de

2021, el empleo en términos de horas trabajadas se encontraba en España un 3,6 % por debajo de su nivel previo a la pandemia, mientras que en el área del euro esta brecha era de un 1,8 %.

Finalmente, la inversión residencial ha mostrado una mayor debilidad en el caso español. La reactivación de la inversión en vivienda ha sido mucho más lenta en España, donde este agregado se encuentra todavía casi 20 pp por debajo del nivel previo a la pandemia, en contraste con el área del euro, donde esa cota ya ha sido superada en 2,1 pp.

3.7 La economía española ante las incertidumbres

Los desarrollos económicos en los primeros meses de 2022 han venido marcados por la persistencia de los cuellos de botella en los procesos productivos, el repunte de los precios de las materias primas y bienes intermedios, y, sobre todo, la agresión de Rusia a Ucrania. En los primeros meses del año, la evolución epidemiológica ha ido perdiendo protagonismo frente a estos tres desarrollos, que no son independientes entre sí y que comparten rasgos de perturbación de oferta, que afecta a la baja a la actividad económica y al alza a la inflación.

Las alteraciones en las cadenas globales de suministros están perjudicando a la actividad tanto por el efecto directo sobre los sectores más afectados como por los efectos arrastre sobre otras ramas. Al inicio de 2022, antes del comienzo de la guerra, parecía estar comenzando a observarse una cierta corrección de las distorsiones en los aprovisionamientos que se venían manifestando de manera creciente a lo largo de 2021 y que estaban teniendo, como consecuencia inmediata, un alargamiento de los plazos de entrega y un encarecimiento de los consumos intermedios tanto de producción nacional como importados (véase gráfico 1.16.1)⁴³. En todo caso, el impacto sobre el crecimiento agregado discurre, sobre todo, a través de los efectos de arrastre sectoriales⁴⁴. El porcentaje de empresas españolas que, a principios de 2022, veían restringida su producción por la escasez de suministros, un 25 %, se situaba claramente por encima del promedio histórico del período 1995-2020 (véase gráfico 1.16.2). En todo caso, la economía española se ha visto afectada en menor medida por el fenómeno de los cuellos de botella que otros países de su entorno, como Alemania, donde el impacto ha sido especialmente importante⁴⁵.

El actual episodio inflacionista, que, como se ha expuesto, se ha centrado en gran medida en el componente energético, está afectando también a la

43 Véase *Alonso et al.* (2021).

44 Véase *Fernández-Cerezo, Montero y Prades* (2021).

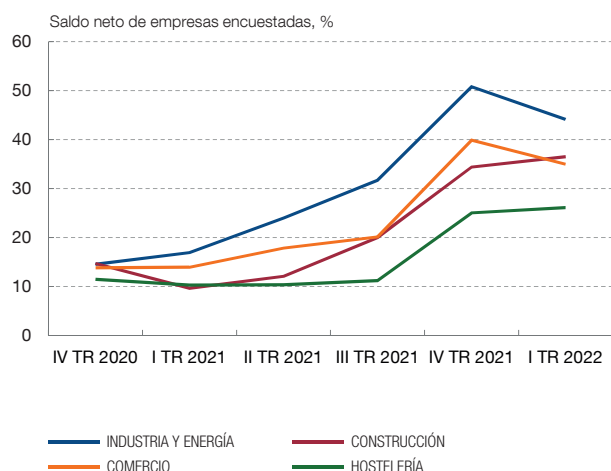
45 Véase *Kataryniuk, Del Río y Sánchez Carretero* (2021).

Gráfico 1.16

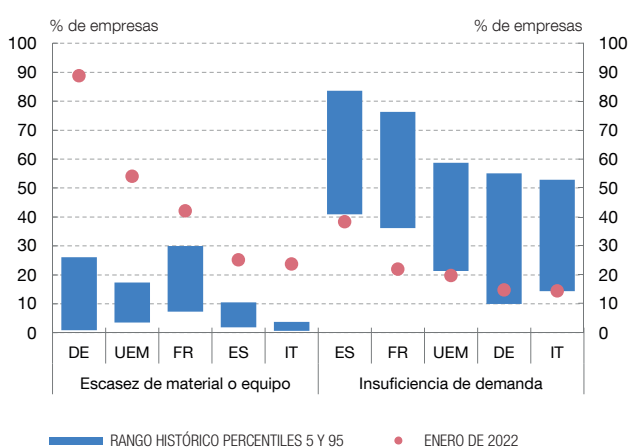
LOS CUELLOS DE BOTELLA ESTÁN CONDICIONANDO LA RECUPERACIÓN

Las alteraciones de las cadenas de suministros han venido afectando negativamente a la actividad de forma creciente desde mediados de 2021. Las restricciones asociadas a la falta de aprovisionamientos han sido mayores en las ramas manufactureras.

1 PROBLEMAS DE SUMINISTRO, POR RAMAS (a)



2 FACTORES LIMITATIVOS EN LA PRODUCCIÓN DE MANUFACTURAS



FUENTES: Banco de España y Comisión Europea.

a EBAE.



actividad. Un ingrediente importante del repunte de la inflación es el encarecimiento de la electricidad, cuyo impacto adverso sobre el producto de la economía discurre a través de diversos canales, que incluyen el aumento de los costes de producción y el efecto contractivo sobre la renta disponible de los hogares. Las herramientas analíticas de las que dispone el Banco de España permiten evaluar el impacto de una perturbación de esta naturaleza. En concreto, se estima que un aumento permanente de un 10 % en el precio de la electricidad da lugar a un impacto acumulado al cabo de tres años de entre 0,2 pp y 0,4 pp sobre el nivel de precios y de entre -0,2 pp y -0,3 pp en el del PIB⁴⁶.

3.7.1 Los efectos de la guerra sobre la economía española

Las repercusiones de la agresión a Ucrania discurren por múltiples canales.

La incertidumbre acerca del desarrollo y de la duración del conflicto bélico es muy elevada. Los canales de transmisión de los efectos económicos de la guerra son varios. En primer término, Rusia y, en menor medida, Ucrania son productores muy relevantes de ciertas materias primas, energéticas y no energéticas. El desencadenamiento de la guerra ha dado lugar a un encarecimiento significativo de muchas de ellas. Un segundo canal de propagación de los efectos de la guerra

46 Véase Hurtado *et al.* (2022).

es la exposición comercial directa a los países participantes en el conflicto bélico, así como la indirecta, a través de una caída de la demanda proveniente de otros países con un mayor grado de exposición. A ello cabe añadir el posible agravamiento de las alteraciones de las cadenas globales de producción, particularmente en el contexto de las sanciones comerciales y financieras a Rusia. Un tercer canal discurre a través de los efectos que el aumento de la incertidumbre pueda tener sobre la evolución futura de las rentas de los agentes privados, lo que condicionará sus decisiones de gasto en consumo e inversión. Por su propia naturaleza, la magnitud del impacto de este canal sobre la actividad económica es muy difícil de medir. Una última vía de posible transmisión de los efectos de la guerra viene dada por las implicaciones financieras del conflicto, en la medida en que la intensificación de las presiones inflacionistas dé como resultado un endurecimiento del tono de la política monetaria.

Los efectos directos de la guerra sobre el comercio exterior español serán modestos, ya que sus flujos comerciales bilaterales con Rusia son relativamente reducidos. Las exportaciones de bienes a los dos países en guerra supusieron en 2019 alrededor del 0,9 % del total, mientras que las importaciones representaron en torno al 1,6 % (el 0,2 % y el 0,3 % del PIB, respectivamente) (véase gráfico 1.17.1). Por lo que respecta a los flujos turísticos, Rusia representó en 2019, el año anterior a la pandemia, el 1,6 % del total de visitantes extranjeros (véase gráfico 1.17.2). Pero, tras el COVID-19, en un contexto en el que la reducción de los flujos turísticos ha sido mayor cuanto mayor es la distancia al país de origen, ese porcentaje ha disminuido, en concreto hasta el 0,4 % en 2021. Los turistas rusos realizan un gasto per cápita comparativamente más elevado que el promedio, de modo que su peso en el gasto total (del 2,2 % en 2019 y el 0,7 % en 2021) es mayor que en el conjunto de visitantes. Además, parece probable que la guerra favorezca una debilidad adicional de los flujos turísticos extraeuropeos hacia España, que supusieron casi el 9,3 % del número de turistas que llegaron a nuestro país en 2021 y el 17,2 % de su gasto en 2021 (en torno al 15,3 % y el 25,7 %, respectivamente, en 2019)⁴⁷. Con la información disponible, transcurridos algo más de dos meses desde el inicio del conflicto, no hay indicios de que la actividad turística se haya visto afectada significativamente en nuestro país. Así, por ejemplo, el tráfico aéreo ha mantenido una progresiva mejoría en los aeropuertos españoles.

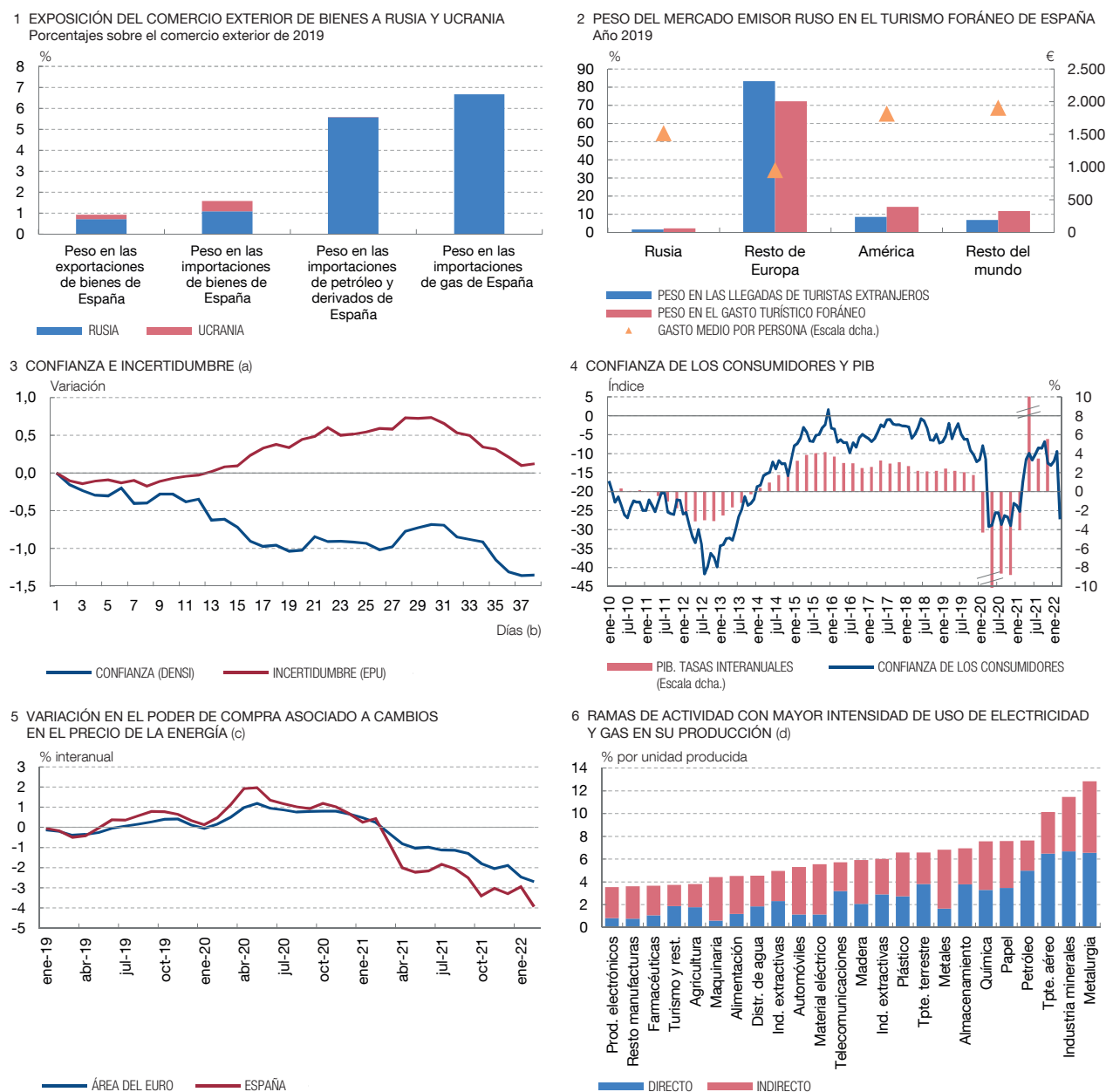
Aunque el peso de las importaciones procedentes de Rusia en el total sea reducido, es algo mayor en el caso de los bienes energéticos. Los productos energéticos importados de Rusia alcanzaron el 6 % del total en 2019, cifra, en todo caso, sensiblemente inferior a la de países como Alemania e Italia (del 17 % y el 22 %, respectivamente). En todo caso, España presenta una elevada dependencia

47 No obstante, este impacto negativo podría verse parcialmente compensado por un aumento de los flujos turísticos europeos a favor de España y en detrimento de los extraeuropeos (en un contexto de mayores costes de transporte), y de destinos competidores próximos a la zona en la que se desarrolla el conflicto, como Turquía.

Gráfico 1.17

LOS EFECTOS DE LA GUERRA SOBRE EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA PUEDEN SER SIGNIFICATIVOS, A PESAR DEL REDUCIDO GRADO DE EXPOSICIÓN DIRECTA A RUSIA Y UCRANIA

El peso relativo de Rusia en el comercio exterior de bienes y servicios de España es modesto (aunque la dependencia de las importaciones de productos energéticos procedentes de ese país es mayor). No obstante, la guerra en Ucrania puede tener considerables efectos negativos en la economía a través de varios canales, como el encarecimiento de las materias primas, el deterioro de la confianza y el aumento de la incertidumbre (que podrían lastrar de forma significativa las decisiones de gasto de los agentes económicos privados), y el deterioro del comercio mundial.



FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales, Instituto Nacional de Estadística, *Geopolitical Risk Index*, *Economic Policy Uncertainty Index*, Refinitiv, Factiva, Comisión Europea, Eurostat, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (*Inter-Country Input-Output*: ICIO) y Banco de España.

- Los indicadores DENSI y EPU se construyen a partir del «sentimiento económico» y de la «incertidumbre sobre las políticas económicas» contenidos en los artículos publicados en los principales periódicos españoles. El DENSI tiene en cuenta la diferencia entre el número de artículos que contengan términos que pueden asociarse a una potencial mejora y el referido a un potencial empeoramiento de la actividad económica a corto plazo, mientras que el EPU se basa en el número de artículos que tratan sobre incertidumbre en el ámbito de las políticas económicas.
- Días desde el comienzo de la guerra en Ucrania (24 de febrero).
- El indicador aproxima la variación interanual en el poder de compra de los hogares derivada de cambios en el precio de la energía si su renta bruta disponible creciese al mismo ritmo que el IAPC.
- La intensidad de uso energético tanto directa como indirecta se ha calculado con las tablas *input-output* globales ICIO-OCDE (2021) con información para 2018. La intensidad de uso directa recoge el consumo de electricidad y gas por unidad de producción, mientras que la indirecta tiene en cuenta la cantidad de energía que ha sido necesaria para producir los insumos procedentes de otros sectores requeridos en el proceso de producción.



energética del resto del mundo, y la guerra está afectando con intensidad al coste de esos bienes energéticos en los mercados globales independientemente de su origen⁴⁸, por lo que el repunte en sus precios ha supuesto una perturbación muy negativa en nuestro poder de compra frente al exterior (lo que, previsiblemente, conllevará un impacto negativo sobre el crecimiento). Dados el papel esencial de estas materias primas en los procesos productivos y la capacidad limitada a corto plazo para sustituir esos insumos energéticos procedentes de Rusia, una hipotética interrupción del suministro de productos energéticos de Rusia a Europa tendría un impacto significativo sobre la actividad y la inflación en el área del euro, más pronunciado en las economías más dependientes del gas ruso, con los consiguientes efectos indirectos en la economía española⁴⁹.

Los efectos indirectos de la guerra sobre la actividad económica, cuya magnitud dependerá de su duración y gravedad, serán, previsiblemente, significativos. Aparte de la incidencia por la vía del deterioro del comercio mundial, la guerra tendrá, como se ha apuntado, efectos a través de su impacto sobre la incertidumbre, que lleva a que los agentes privados demoren sus decisiones de gasto (véase gráfico 1.17.3). El descenso de la confianza de los hogares de marzo, tras el inicio del conflicto, ha sido el más abultado de la serie histórica, que comienza en julio de 1986 (véase gráfico 1.17.4), y su capacidad de compra se está viendo resentida por el repunte adicional en los precios de los bienes energéticos y de los alimentos (véase gráfico 1.17.5). Estos efectos son especialmente importantes en el caso de los hogares de menores ingresos, para los cuales el gasto en estas partidas representa una proporción más elevada dentro del total. En cuanto al impacto sobre las empresas, cabe esperar una desaceleración de sus ventas, pero, sobre todo, un repunte en sus costes de producción, que ha sido especialmente intenso en aquellas ramas más intensivas en la utilización de electricidad y gas en sus procesos productivos (véase gráfico 1.17.6). Algunas de estas ramas (en particular, el transporte aéreo y marítimo o la industria automovilística) se encuentran, además, entre aquellas que se vieron más afectadas por la crisis sanitaria, y afrontan esta nueva perturbación sin haber recuperado todavía sus niveles de actividad previos a la pandemia.

Por consiguiente, como consecuencia de los desarrollos asociados a la guerra, cabe esperar que la economía española sufra un retraso en el proceso de recuperación gradual en el que estaba inmersa. Esta perturbación llega en un momento en el que, como se ha expuesto, la actividad aún no había recuperado plenamente el nivel anterior a la pandemia y en el que un conjunto de hogares, empresas y sectores siguen todavía en una situación relativamente vulnerable. Con este trasfondo, el condicionante más relevante del grado de dinamismo de la

48 El repunte en los precios del petróleo y del gas comenzó a observarse ya a comienzos de 2021, antes del inicio de la guerra, como consecuencia de las crecientes tensiones geopolíticas en el este de Europa.

49 Véase Quintana (2022).

actividad a corto y a medio plazo es el incierto desarrollo de la agresión rusa a Ucrania, con repercusiones sobre la actividad y sobre la inflación cuya magnitud es difícil anticipar. La guerra ha exacerbado la intensidad y la persistencia de los cuellos de botella globales y de las presiones al alza sobre los precios energéticos y sobre los costes de producción, fenómenos que estaban obstaculizando ya con anterioridad los desarrollos observados y las perspectivas para el futuro. La propia prolongación de las tensiones de precios y costes puede tender a generar los fenómenos de realimentación conocidos como «efectos de segunda vuelta», en la medida en que aumenta la probabilidad de que los precios finales de los bienes y servicios reflejen los incrementos de costes, y los salarios recojan la mayor inflación de la cesta de consumo.

3.7.2 Las perspectivas y los riesgos de la economía española

De acuerdo con las proyecciones del Banco de España de abril de 2022, el PIB crecería un 4,5 % en 2022, un 2,9 % en 2023 y un 2,5 % en 2024⁵⁰. Esta senda supone una continuación de la recuperación, impulsada por la mejora de la situación epidemiológica, los proyectos ligados al plan NGEU, las condiciones de financiación todavía favorables y las medidas tomadas para combatir la escalada de precios de la energía. El supuesto implícito en este escenario es que la guerra no afectará de forma permanente a la capacidad productiva de la economía, lo que explica que a finales de 2024 el nivel de actividad sea muy similar al que se estimaba en diciembre de 2021 (véase gráfico 1.18.1).

En cuanto al comportamiento de la inflación, se preveía que su tasa media fuera muy elevada en 2022, del 7,5 %. Este fuerte crecimiento se explica, sobre todo, por el componente energético, pero también se espera una aceleración transitoria del resto de los precios (véase gráfico 1.18.2). Con posterioridad, la tasa de crecimiento de los precios se moderaría significativamente, hasta el 2 % en 2023 y el 1,6 % en 2024. Pero esta proyección descansa sobre dos supuestos cruciales: la confirmación del escenario de disminución de los precios de la energía al que apuntan los mercados de futuros y la ausencia de efectos de segunda vuelta.

Además, la guerra constituye una fuente de presión adicional sobre las cuentas públicas. En ausencia de medidas correctoras, el déficit de las AAPP seguiría siendo muy elevado en 2024, del 4,7 % del PIB. Y, como resultado de las trayectorias proyectadas para el saldo de las AAPP y para el PIB nominal, la ratio de endeudamiento público sería todavía muy elevada en 2024, del 113,8 % del PIB, 6,2 pp por debajo de la cota máxima alcanzada en 2020, pero casi 20 pp por encima del nivel de finales de 2019. Esta evolución subraya la necesidad de diseñar un

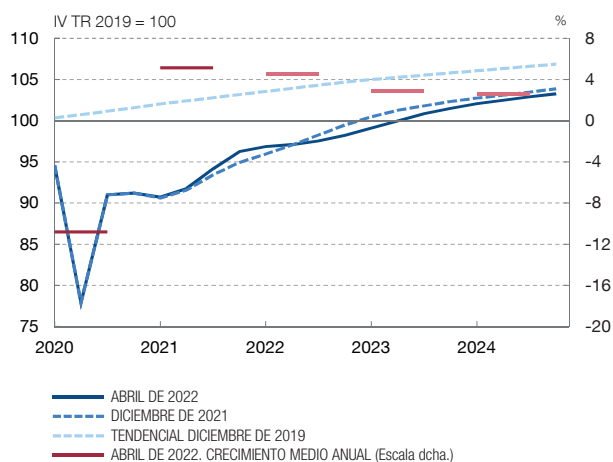
⁵⁰ Véase [Banco de España](#) (2022).

Gráfico 1.18

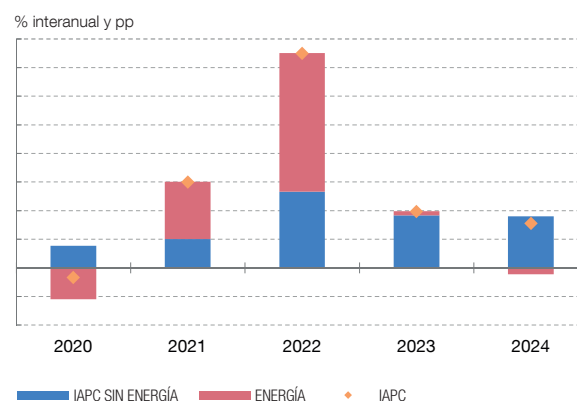
LAS CONSECUENCIAS DE LA GUERRA APUNTAN A UN MENOR CRECIMIENTO ECONÓMICO EN UN CONTEXTO DE MAYOR INFLACIÓN

La guerra supone una perturbación de gran relevancia, que afectará significativamente a la actividad (a la baja) y a la inflación (al alza). Con respecto a la inflación, el impacto será significativo en 2022, mientras que, si se cumplen las sendas de los mercados de futuros para los precios de las materias primas y se supone una emergencia limitada de efectos de segunda vuelta, el incremento de los precios retomará tasas más modestas ya en 2023. Estas perspectivas están rodeadas, en todo caso, de una elevada incertidumbre.

1 PIB REAL (a)



2 IAPC: CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIONES (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Las proyecciones del PIB son previsiones del Banco de España elaboradas en distintos momentos (indicados en la leyenda), mientras que las proyecciones de IAPC se realizaron en abril de 2022.



programa de consolidación fiscal que garantice la sostenibilidad de este endeudamiento.

La información conocida con posterioridad ha afectado a algunas de las cifras clave de estas proyecciones. En un entorno tan cambiante, la probabilidad de que las proyecciones macroeconómicas tiendan a perder vigencia rápidamente es elevada. El crecimiento del PIB del primer trimestre fue, como consecuencia de la guerra, más moderado que el estimado en las últimas proyecciones del Banco. En ausencia de cualquier consideración adicional, el dato llevaría a una rebaja mecánica de aproximadamente medio punto porcentual en la tasa media de crecimiento del PIB de 2022. En el ámbito de los precios de consumo, la información conocida tras el cierre de las proyecciones apunta a un crecimiento algo más modesto del componente energético. Por el contrario, el indicador que excluye ese componente ha mostrado una fortaleza mayor de lo esperado.

El escenario central de las proyecciones de abril fue complementado con diversos análisis de sensibilidad, en reconocimiento de la elevada incertidumbre existente. En concreto, se analizaron cuatro posibles motivos que podrían hacer que se produjeran desviaciones de ese escenario central. Los tres primeros, de carácter adverso, suponían, respectivamente, un aumento más intenso

y duradero de los precios de las materias primas, un cierre completo de los flujos comerciales bilaterales entre Rusia y la UE, y la hipotética aparición de efectos de segunda vuelta. El cuarto riesgo, de signo positivo sobre la actividad, mostraba el efecto de una mayor demanda de los hogares asociada a una reducción más intensa del exceso de ahorro acumulado durante la pandemia⁵¹. Estos elementos de riesgo no son independientes, de modo que cabe la posibilidad de que dos o más de ellos se materialicen de forma simultánea (con distinto grado de gravedad del considerado), en cuyo caso el impacto agregado de estas perturbaciones no sería la mera suma de los efectos individuales.

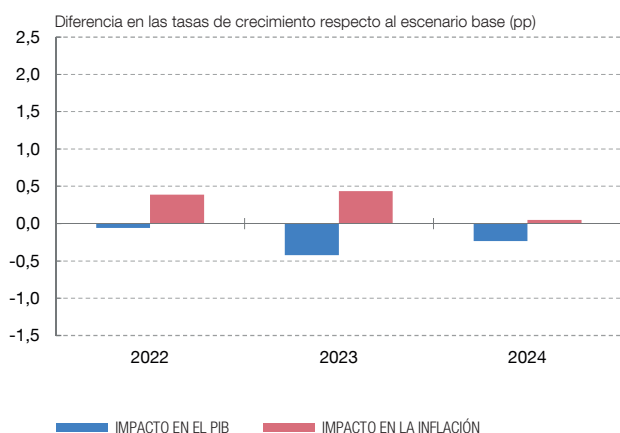
En conjunto, los riesgos están orientados a la baja en el caso de la actividad y al alza en el caso de la inflación —a expensas de valorar el impacto del mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar la electricidad que ha sido recientemente aprobado en España y Portugal, de acuerdo con la Comisión Europea, y que previsiblemente presionará a la baja los precios de la energía en nuestro país—. Bajo el supuesto alternativo sobre la evolución futura de los precios de la energía, el nivel del PIB se reduciría en términos acumulados hasta 2024 en 0,7 pp, mientras que la inflación sería cuatro décimas superior en 2022 y 2023 (véase gráfico 1.19.1). Una interrupción de los flujos comerciales bilaterales con Rusia que, en particular, implicara cortes de suministro energético podría tener un impacto elevado sobre la actividad y los precios. No obstante, su magnitud está sometida a una significativa incertidumbre, debido a las dificultades para estimar la factibilidad de sustituir esos suministros a corto plazo. Bajo hipótesis plausibles acerca de esa sustituibilidad, se estima que el nivel del PIB podría ser al cabo de un año entre 0,6 pp y 1,3 pp inferior al que se daría en ausencia de cortes de suministro, mientras que el nivel de precios de consumo sería entre 1 pp y 1,5 pp mayor (véase gráfico 1.19.2). En un escenario en el que márgenes y salarios responden tras el incremento de los precios de la energía, el impacto negativo acumulado sobre la actividad y los precios, en diferencias respecto a las proyecciones actuales, podría ser aproximadamente de -1,5 pp y 3,2 pp, respectivamente, en 2024 (véase gráfico 1.19.3). Por último, un mayor uso por parte de los hogares de la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia, con el fin de mantener su consumo tras la pérdida de poder adquisitivo, generaría un incremento del nivel del PIB de 4 décimas en 2022 y de otras 2 décimas adicionales entre 2023 y 2024 (véase gráfico 1.19.4).

51 La liberación del exceso de ahorro generado por la pandemia puede constituir un importante soporte de la actividad en un contexto en el que el descenso de la renta disponible real de los hogares provocado por el encarecimiento de la energía, junto con los efectos indirectos de este y los hipotéticos efectos de segunda vuelta, es probablemente el principal canal por el que la guerra en Ucrania puede afectar a las perspectivas de crecimiento del PIB en 2022. Los datos de la CES del cuarto trimestre de 2021 sugieren que esta bolsa de ahorro podría proporcionar un impulso al gasto de los hogares en 2022. En concreto, los resultados de la encuesta desvelan que las perspectivas de gasto en bienes y servicios en 2022, en particular en partidas como vacaciones o la compra de automóviles, son más favorables en los hogares que ahorraron en 2020. En todo caso, el grado de incertidumbre acerca del ritmo al que se liberará la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia sigue siendo elevado.

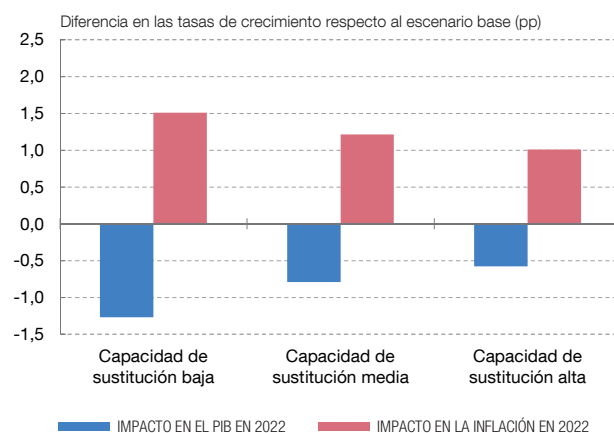
LAS FUENTES DE INCERTIDUMBRE Y LOS RIESGOS ASOCIADOS A ESTAS

La complejidad de las repercusiones de la guerra y las incertidumbres que rodean el propio desarrollo de esta dificultan la valoración de su impacto. Una forma de ilustrar esta incertidumbre es la realización de diversos análisis de sensibilidad que permitan evaluar las implicaciones de la materialización de distintos riesgos. En su conjunto, los riesgos están orientados a la baja en el caso de la actividad y al alza en el caso de la inflación.

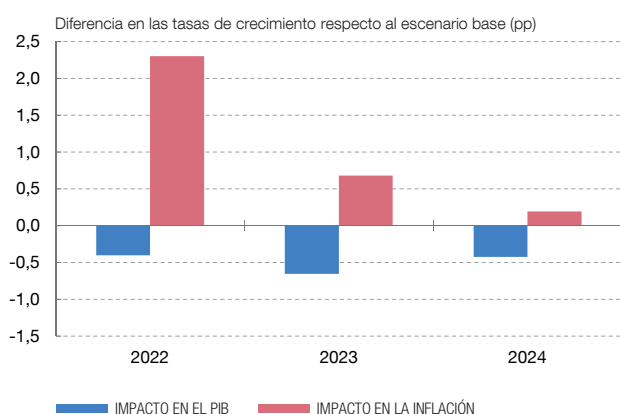
1 PERSISTENCIA DE PRECIOS ELEVADOS DE LA ENERGÍA (a)



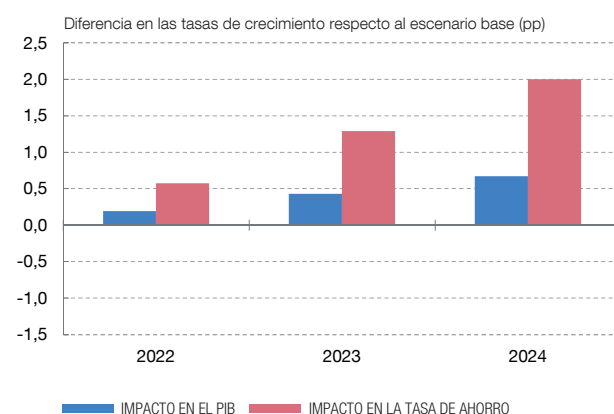
2 CIERRE DEL COMERCIO CON RUSIA (b)



3 EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA (c)



4 MAYOR DINAMISMO DEL CONSUMO PRIVADO (d)



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

- a Se contempla una senda futura para los precios de la energía que permanece estable en torno al nivel más alto alcanzado desde el inicio de la guerra (observado a mediados de marzo).
- b Se contempla el cierre de todos los flujos comerciales bilaterales entre Rusia y la UE, incluidos los relativos a las materias primas energéticas.
- c Se contempla un escenario en el que empresarios y trabajadores persiguen un incremento de sus precios y salarios para neutralizar el impacto inicial del *shock* de la energía en sus rentas, lo que provoca efectos de segunda vuelta sobre precios y salarios.
- d Se contempla que, durante el período 2022-2024, los hogares utilizan dos tercios de la bolsa de ahorro que han acumulado desde el comienzo de la pandemia (solo un tercio en el escenario base).



Por último, subsisten otras fuentes de incertidumbre. La probabilidad de que la pandemia afecte directamente de forma adversa a la actividad económica en nuestro país en el futuro se ha reducido gracias a la amplia cobertura alcanzada en el proceso de vacunación. Pero los niveles de incidencia de la enfermedad siguen siendo elevados en otras áreas geográficas donde el grado de inmunización de la población es más reducido, por lo que la actividad económica continuará

viéndose afectada en esos lugares. Además, la amplia circulación del virus en esas regiones da pie a la posibilidad de que surjan nuevas variantes ante las que las vacunas actuales no ofrezcan una protección adecuada. Y, en el ámbito interno, el perfil de recuperación del producto también dependerá del ritmo, el alcance y la efectividad de la ejecución del programa NGEU y de la pauta de recuperación de los flujos turísticos internacionales. Una última fuente de incertidumbre es la magnitud de los daños persistentes que la pandemia pueda haber provocado sobre el empleo y el tejido productivo, aunque la evidencia disponible sugiere, por el momento, que estos podrían haber sido relativamente reducidos, como se discute en el epígrafe siguiente.

4 Las políticas económicas ante un entorno incierto

Las políticas económicas siguieron proporcionando un nivel de apoyo muy elevado a la actividad en 2021. La recuperación incompleta, con el trasfondo de las sucesivas nuevas olas del virus, hizo que las políticas monetarias y fiscales mantuvieran un tono muy expansivo. En el ámbito de la política monetaria, la reformulación de las estrategias de los bancos centrales de Estados Unidos y el área del euro proporcionó a estas instituciones mayores dosis de flexibilidad ante un contexto incierto. El carácter parcial de la recuperación hizo que, en general, los bancos centrales adoptaran una actitud paciente, evitando reaccionar de forma mecánica ante el repunte de la inflación, puesto que un endurecimiento prematuro de la orientación de la política monetaria podría haber puesto en riesgo la continuidad de la recuperación. Por su parte, las políticas fiscales siguieron dando apoyo a las rentas y a la posición financiera de los agentes más afectados por la pandemia. Pero lo hicieron de un modo más selectivo, tanto porque las medidas de contención de la crisis sanitaria se hicieron cada vez más focalizadas y tendieron, por tanto, a afectar a un conjunto cada vez más reducido de agentes como por la reducción del margen de maniobra presupuestario, tras el fuerte aumento del endeudamiento público de 2020.

Pero la prolongación e intensificación del repunte inflacionista hizo que, en el curso del año, las políticas monetarias comenzaran la normalización. Ante la amenaza de que la dinámica inflacionista comenzara a poner en riesgo el mantenimiento de las expectativas de que la tasa de inflación permaneciera en torno a los objetivos de política monetaria, su orientación ha virado, en muchas jurisdicciones, hacia un progresivo endurecimiento.

La guerra ha hecho aún más compleja la conducción de las políticas económicas. El contexto al que se enfrentaban los responsables de las políticas económicas, caracterizado por el fuerte repunte de las presiones inflacionistas y la naturaleza incompleta de la recuperación de la actividad, era ya difícil antes del inicio del conflicto bélico. Y la guerra ha dado lugar a un deterioro de la actividad

económica, un empeoramiento adicional de las perspectivas de inflación y un aumento muy notable de la incertidumbre, y, por tanto, ha exacerbado esas dificultades para dotar a las políticas económicas del tono más apropiado.

La política monetaria debe vigilar la traslación de los aumentos de precios a las expectativas de inflación de los agentes. El progresivo aumento de las perspectivas de inflación a medio plazo, que en el caso del área del euro se sitúan en la actualidad muy cerca del objetivo del BCE del 2 %, sugiere la conveniencia de continuar avanzando en el proceso de normalización de la política monetaria. Este proceso deberá producirse de forma gradual, dada la gran incertidumbre asociada al contexto actual, y siempre y cuando las perspectivas de inflación a medio plazo permanezcan ancladas en sus niveles objetivo.

La guerra ha hecho que surjan nuevas necesidades que las políticas fiscales deben tratar de atender, dentro de los escasos márgenes de maniobra disponibles. El aumento de la inflación, que, en una parte sustancial, fue previo a la guerra y que ha recaído, sobre todo, en los precios energéticos, tiene un impacto elevado sobre los hogares con menores niveles de renta, para los que el encarecimiento de la energía comprime su poder adquisitivo en mayor medida, y sobre las empresas que operan en las ramas productivas más intensivas en el uso de energía. En un contexto de recursos limitados y de inflación elevada, la actuación de las políticas presupuestarias debe focalizarse de forma estricta en mitigar el impacto sobre estos agentes más afectados mediante medidas cuya implementación sea ágil, y cuya duración, limitada.

4.1 El papel de las políticas presupuestarias globales y en el área del euro

La política fiscal conservó en 2021 un carácter expansivo en las economías avanzadas y un tono más contenido en los países emergentes. En el primer caso, el mantenimiento del impulso fiscal en 2021, que vino motivado por la persistencia de la crisis sanitaria, se tradujo en la renovación de muchas de las medidas de gasto e ingreso adoptadas en 2020. El resultado de estos dos años de estímulos en estos países ha sido un crecimiento notable de los déficits y la deuda públicos (véanse gráficos 1.20.1 y 1.20.2). Esta evolución contrasta con el aumento más contenido de esas dos variables en las economías emergentes, cuyo margen de maniobra para hacer frente a las consecuencias de la pandemia era menor. En el caso concreto del área del euro, la activación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento⁵², así como la reforma del marco de ayudas de Estado⁵³, permitió un tono muy expansivo de la política fiscal nacional en 2020 y 2021, que también se ha visto facilitado por la existencia del programa de compras de

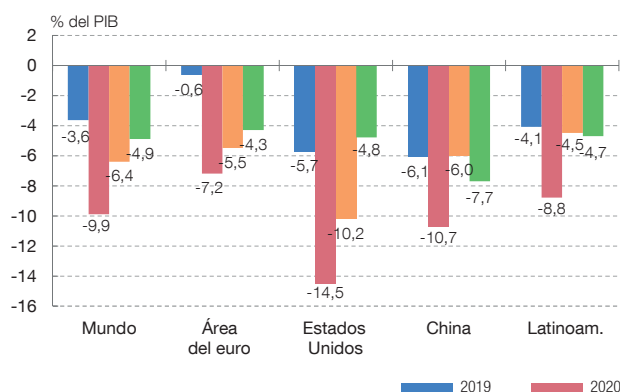
⁵² Véase [Alonso y Matea \(2021\)](#).

⁵³ Véase [Alonso et al. \(2021\)](#)

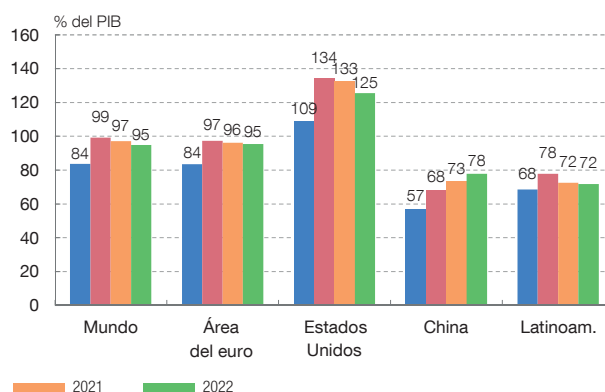
LA POLÍTICA FISCAL HA SEGUIDO MANTENIENDO UN CARÁCTER EXPANSIVO EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS, QUE CONTRASTA CON EL TONO MÁS CONTENIDO DE LOS PAÍSES EMERGENTES

La persistencia de la crisis sanitaria y el vencimiento de las medidas fiscales adoptadas en 2020 motivaron el mantenimiento del impulso fiscal en 2021, lo que se ha traducido en acusados incrementos de los déficits y la deuda públicos, que contrasta con un aumento más contenido en las economías emergentes. De cara al futuro, la reducción progresiva de los desequilibrios presupuestarios generados por la crisis debe basarse en un cambio decisivo hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y en reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías. En este sentido, el MRR de la UE espera impulsar la inversión pública y puede brindar un apoyo sustancial a este respecto, en especial acelerando las transiciones ecológica y digital.

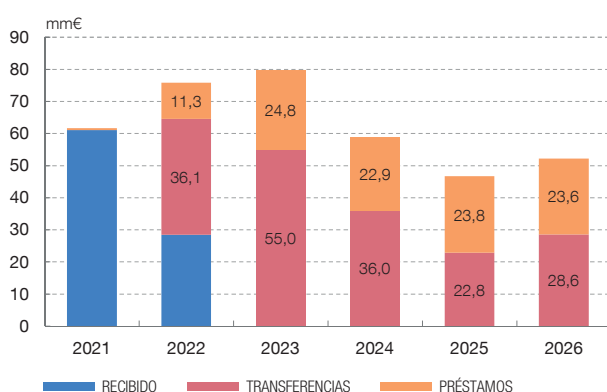
1 DÉFICIT PÚBLICO



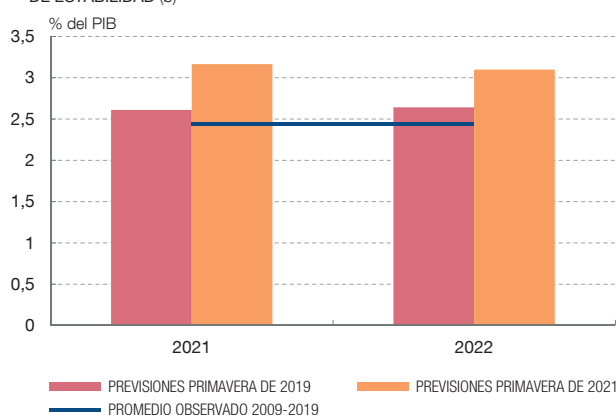
2 DEUDA PÚBLICA



3 CALENDARIO DE PAGOS MRR (a)



4 PREVISIONES DE LA INVERSIÓN PÚBLICA EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD (b)



FUENTES: Banco de España, Fondo Monetario Internacional (Fiscal Monitor, octubre de 2021), Comisión Europea (2021) y programas de estabilidad nacionales.

a Alemania, España, Francia, Grecia, Italia y Portugal.

b Alemania, España, Francia e Italia. Previsiones realizadas en la primavera de cada año (fecha de publicación de los programas de estabilidad) para el año corriente y los años siguientes.



emergencia frente a la pandemia (PEPP) como herramienta crucial para evitar episodios de fragmentación financiera. Además, esta orientación expansiva se ha visto complementada por políticas supranacionales, entre las que destaca el programa NGEU, cuya aplicación hasta la fecha es objeto de análisis en el capítulo 2.

La invasión de Ucrania ha trastocado los objetivos de la política fiscal en 2022, que se está viendo obligada a atender las consecuencias económicas

adversas del conflicto bélico. Ya en 2021 había tenido lugar un aumento muy pronunciado de los precios de la energía, particularmente acusado por lo que respecta a la electricidad. Las presiones en los precios energéticos se han intensificado a raíz de la guerra. Como consecuencia de estos desarrollos, los países europeos han adoptado, como se detalla en el capítulo 3 de este Informe, durante los últimos meses de 2021 y los primeros de 2022, un amplio abanico de medidas destinadas a compensar el incremento de los precios de la electricidad, como rebajas de tasas e impuestos sobre esta fuente de energía, programas de transferencias a los hogares más vulnerables o gravámenes temporales sobre los beneficios extraordinarios de las centrales eléctricas no emisoras de CO₂, que la subida del precio del gas ha impulsado. La guerra en Ucrania presionará, además, al alza el gasto público en otras partidas para atender las nuevas necesidades surgidas, como son la acogida de refugiados o los gastos en defensa. Por ejemplo, Alemania ha anunciado que dedicará 100 mm de euros a elevar su gasto en defensa hasta el 2 % del PIB.

Estas nuevas necesidades de gasto público tropiezan, en las circunstancias actuales, con obstáculos para poder ser satisfechas. Posiblemente, las sorpresas en las tasas de inflación puedan estar contribuyendo a corto plazo a contener las ratios de deuda y déficit públicos. Pero, al mismo tiempo, estas presiones inflacionistas llevan aparejado un cierto endurecimiento de las condiciones financieras globales, que tenderá a elevar los costes de financiación del sector público. Además, aunque en distinto grado según los casos, los márgenes de actuación de las políticas fiscales nacionales son, con carácter general, reducidos, dado el aumento del endeudamiento en que se ha incurrido debido a la pandemia. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) del NGEU, financiado con deuda común europea, ofrece cierto espacio fiscal adicional, particularmente para los países con mayor nivel de endeudamiento público. El gran reto en este ámbito es la maximización del impacto de esos fondos, de los que en 2021 se produjo ya un desembolso de 64,3 mm de euros (véase gráfico 1.20.3)⁵⁴. Para 2022, se prevé que la ejecución del MRR se acelere, con el desembolso adicional de alrededor de 76 mm de euros. De cara al futuro, uno de los pilares de la absorción progresiva de los desequilibrios presupuestarios ha de ser un giro decidido hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento económico (que, además, deberá ser impulsado mediante reformas estructurales). En este sentido, los programas de estabilidad de los principales países europeos prevén un aumento de la inversión pública, que se apoya en la financiación del MRR (véase gráfico 1.20.4)⁵⁵.

54 De ese total para el conjunto de la UE, corresponden 57,5 mm a las cuatro principales economías, Grecia y Portugal. Véase [Comisión Europea](#) (2022).

55 [Forte-Campos y Rojas](#) (2021) describen la evolución histórica de los fondos estructurales y de inversión europeos como vía para contextualizar la magnitud de los recursos del NGEU y el reto que supone su gestión. [Albrizio y Geli](#) (2021) evalúan el impacto económico de los FEDER, un fondo europeo similar en objetivos al NGEU. Por último, [Alonso et al.](#) (2022a) proporcionan detalles sobre las características del programa y sobre las claves para su éxito.

Las actuales perturbaciones podrían ser abordadas de forma más adecuada a través de un refuerzo de la coordinación entre países. La intensidad de la perturbación de oferta común al conjunto de economías europeas —magnificada tras el estallido de la guerra en Ucrania—, su naturaleza exógena y el fuerte impacto transfronterizo de las políticas fiscales nacionales justifican la conveniencia de esa coordinación. En primer lugar, en un área integrada como la UE —y en mayor medida aún en el caso de la UEM— la coordinación potencia la efectividad de las medidas de política fiscal nacional introducidas para paliar, a corto plazo, los efectos del *shock* sobre el crecimiento y el empleo. De hecho, la coordinación se convierte en una necesidad en el caso de las medidas de apoyo a consumidores y empresas y a sectores específicos cuando estas pueden interferir con las reglas de mercado único. En segundo lugar, una de las vías por las que la guerra afecta negativamente a las economías de la UE es el impacto sobre ellas de las severas sanciones impuestas por la comunidad internacional a Rusia. Ahora bien, mientras que los beneficios esperados de dichas sanciones —en términos de su contribución a garantizar la seguridad en Europa— son comunes, sus costes —en términos de menor crecimiento y mayor inflación— recaen de forma heterogénea sobre los distintos países, en función de factores tales como su exposición comercial a Rusia, la combinación de fuentes de energía utilizadas o el origen geográfico de sus importaciones de gas y petróleo. Con este trasfondo, la unidad de acción de los países de la UE se vería favorecida si se lograra una mejor alineación de incentivos mediante mecanismos supranacionales de financiación y aseguramiento mutuo que ayuden a paliar la heterogeneidad de los costes soportados. Finalmente, puede tener sentido también mutualizar algunos de los costes asociados a las medidas necesarias para aumentar la autonomía estratégica europea en sectores clave. En particular, este sería el caso de la generación de energía, ámbito en el que la invasión de Ucrania ha puesto de manifiesto la necesidad de acelerar la transición hacia fuentes primarias disponibles en Europa, con el fin de reducir la dependencia de terceros países.

4.2 La contribución de las políticas monetarias

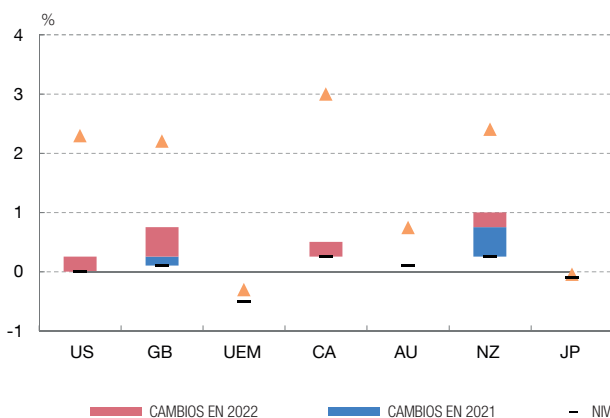
En respuesta al repunte de la inflación, los bancos centrales de las economías avanzadas han comenzado a endurecer el tono de su política monetaria. En Estados Unidos, la Reserva Federal incrementó el rango de sus tipos de interés oficiales, en marzo de 2022, en 25 puntos básicos (pb), y lo elevó de nuevo en mayo, en 50 pb, hasta situar dicho rango en el 0,75 %-1 %, además de apuntar a subidas adicionales en lo que resta de año y de anunciar el comienzo de la reducción de sus tenencias de bonos públicos, deuda de agencia y activos respaldados por hipotecas. El Banco de Inglaterra acumula un incremento de 90 pb de su tipo oficial desde diciembre de 2021, hasta el 1 %. Asimismo, los bancos centrales de Canadá y Nueva Zelanda —que habían venido reduciendo gradualmente sus programas de compra de activos— han elevado también sus tipos de interés de referencia en los

LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES HAN AUMENTADO EN NUMEROSAS JURISDICCIONES

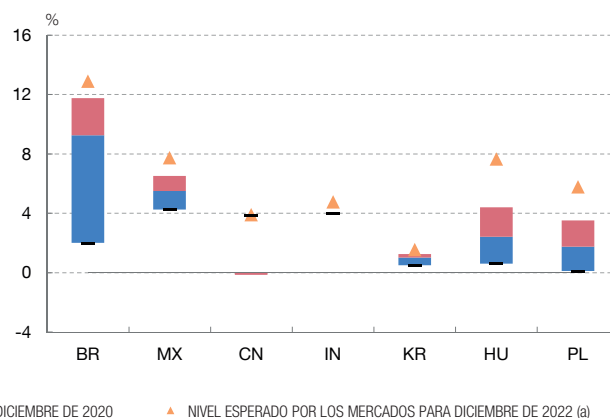
Los bancos centrales han endurecido el tono de la política monetaria en respuesta al repunte de la inflación.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

1.1 ECONOMÍAS AVANZADAS



1.2 ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTE: Bancos centrales nacionales.

a A partir de la cotización de los futuros del mercado interbancario a un día, los swaps de tipos de interés y el tipo OIS para el área del euro.



últimos meses. A su vez, salvo en el caso de Asia, las economías emergentes han prolongado el ciclo restrictivo de la política monetaria iniciado el pasado año (véase gráfico 1.21).

Por su parte, el BCE ha interrumpido los programas de emergencia lanzados durante la pandemia y ha anunciado que finalizará en el tercer trimestre las compras netas en su programa regular de compra de activos. A finales de 2021, el Consejo de Gobierno anunció el final, en marzo de 2022, de las compras netas en el marco del PEPP y, en junio, de las condiciones especiales aplicables a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). No obstante, para hacer frente a potenciales episodios de fragmentación financiera que puedan afectar a la transmisión de la política monetaria, se preserva la flexibilidad en la distribución de las reinversiones del PEPP al menos hasta el final de 2024⁵⁶. En marzo de 2022, el BCE anunció una reducción gradual de los volúmenes de adquisiciones netas de activos bajo el programa de compra de activos (APP) y, en abril, confirmó su intención de finalizar las compras netas en el tercer trimestre.

El BCE ha reiterado su compromiso de gradualidad en cualquier ajuste futuro de los tipos de interés, siempre que se mantengan ancladas las expectativas

56 La importancia de la flexibilidad del PEPP para la transmisión de la política monetaria se estudia en Costain, Nuño y Thomas (2021), mimeo. Para un análisis de los efectos macroeconómicos y financieros del PEPP, véanse Aguilar *et al.* (2020) y Banco de España (2020 y 2021).

de inflación a medio plazo en el 2%. El Consejo de Gobierno ha indicado que cualquier ajuste en sus tipos de interés tendrá lugar algún tiempo después del final de las compras netas de activos y será gradual. Asimismo, ha mantenido sus orientaciones sobre la evolución futura de la política monetaria (*forward guidance*), según las cuales se supedita el primer incremento de los tipos de interés al cumplimiento de tres condiciones: primero, que la inflación esperada se sitúe en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección; segundo, que permanezca en ese nivel de forma duradera el resto de dicho horizonte, y, tercero, que el progreso observado en la inflación subyacente se considere compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo. A este respecto, cabe señalar que estas tres condiciones estarían cerca de cumplirse en el momento actual, toda vez que los distintos indicadores de inflación subyacente se sitúan ya por encima del 2 % y las perspectivas de inflación a medio plazo se encuentran muy cercanas a dicho nivel.

Asimismo, el BCE ha anunciado su intención de utilizar los instrumentos de forma flexible. La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés financiero, la flexibilidad en el diseño y la realización de las compras de activos ha contribuido a contrarrestar las dificultades en la transmisión de la política monetaria y ha hecho que los esfuerzos del Consejo de Gobierno para lograr su objetivo sean más eficaces. Por tanto, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas a su correcta transmisión pongan en peligro alcanzar la estabilidad de precios. En este contexto se enmarca el compromiso del Consejo de Gobierno de reinvertir de forma flexible —por jurisdicciones, por tipos de activos y a lo largo del tiempo— los vencimientos de los activos del PEPP en caso de una nueva fragmentación de los mercados financieros relacionada con la pandemia, así como de ajustar todos sus instrumentos para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del 2 % a medio plazo.

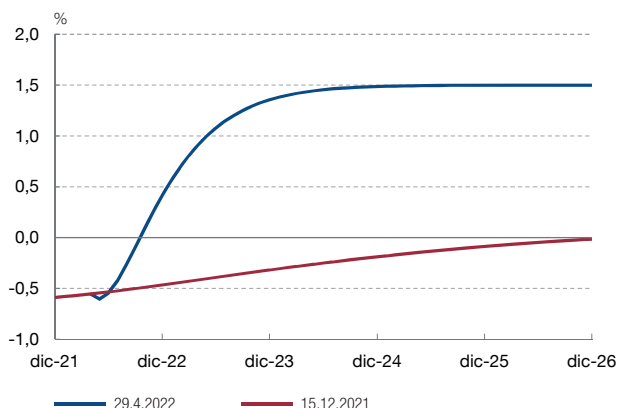
Las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE desde diciembre de 2021 han dado lugar a un adelanto en las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales. El desplazamiento hacia arriba de la curva de tipos de interés libres de riesgo desde su nivel previo al Consejo de Gobierno del BCE de diciembre sugiere que los mercados esperan ahora una normalización gradual de los tipos de interés oficiales hacia valores positivos (véase gráfico 1.22.1). Como se discutió en el epígrafe 2, esta revisión de las expectativas sobre la evolución de los tipos a plazos cortos se ha transmitido a las rentabilidades de los bonos públicos y a otros instrumentos de deuda a largo plazo. Además, los rendimientos de estos activos se han visto espoleados también tanto por factores domésticos (la reducción de compras netas por parte del BCE) como externos (la retirada de estímulos monetarios más rápida de lo anticipado también en Estados Unidos y el aumento de la aversión al riesgo por la mayor incertidumbre vinculada a la guerra)⁵⁷. Con todo, las condiciones de financiación del sector privado han continuado siendo

57 Véase [Fuentes y Martínez-Martín \(2022\)](#).

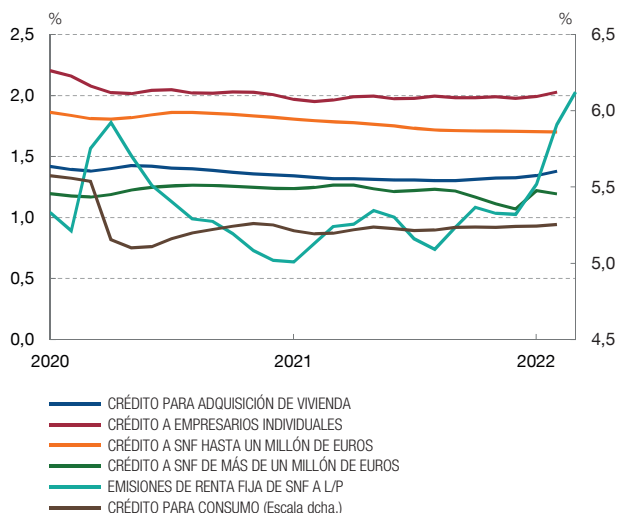
LAS EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS SE HAN DESPLAZADO AL ALZA

Desde diciembre de 2021 se ha producido un cierto adelanto en las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales, que se ha transmitido a las rentabilidades a largo plazo, pero todavía no al coste del crédito bancario.

1 UEM: CURVA OIS €STR FORWARD INSTANTÁNEO



2 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Refinitiv Datastream.

a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y por componente irregular.



extraordinariamente favorables en el área del euro, y solo recientemente el repunte de los costes de la financiación de mercado ha empezado a transmitirse, de forma aún relativamente modesta, al coste de la financiación bancaria. Así, el coste de los nuevos créditos a empresas no financieras y hogares ha permanecido, a lo largo de los últimos trimestres, en niveles cercanos a los mínimos históricos en todos los segmentos (véase gráfico 1.22.2).

De cara al futuro, una hipotética subida de los tipos de interés de mercado elevaría la carga financiera neta de las empresas de forma relativamente rápida y más intensa que en el caso de los hogares y las AAPP. En concreto, un aumento de 100 pb de los tipos de interés de mercado a corto y a largo plazo daría lugar, al cabo de un año, a un incremento de 1 pp de la carga financiera neta de las empresas en relación con su excedente bruto de explotación (en comparación con un escenario contrafactual de estabilidad de los tipos de interés). Para los hogares, el efecto agregado sería mucho más moderado como consecuencia de su menor endeudamiento neto (0,2 pp de su renta bruta disponible), aunque muy heterogéneo, concentrándose en aquellos segmentos con un nivel de renta por encima de la mediana de la distribución y en los que el cabeza de familia se sitúa en los tramos bajos de edad, ya que estos son los colectivos que mantienen, en promedio, un mayor endeudamiento neto. En el caso de las AAPP, el efecto a largo plazo sería

más intenso que en el pasado, como reflejo del alto endeudamiento, pero sería muy gradual, debido a la elevada vida media de la deuda viva y a la financiación a tipo de interés fijo. En concreto, bajo los mismos supuestos, la carga neta de intereses se elevaría un año después de la perturbación un 0,2 % del PIB.

4.3 Una valoración de las políticas públicas frente a las consecuencias de la pandemia en España

Los dos últimos años han supuesto un período de grandes perturbaciones para la actividad económica en nuestro país. La pandemia fue un reto de grandes proporciones para las políticas económicas, que tuvieron que dar una respuesta contundente para paliar las consecuencias del cierre de porciones significativas de la economía. La recuperación tras la crisis ha sido incompleta, no tanto por la subsistencia de restricciones a la movilidad y a la actividad económica —ya que estas han sido eliminadas en su mayoría, a pesar de que la pandemia no ha desaparecido del todo— como por las alteraciones en los suministros y por el aumento de la inflación. En particular, el repunte de los precios y, sobre todo, el encarecimiento de la energía han dado lugar a nuevos retos de política económica que no han hecho sino intensificarse tras el inicio de la guerra.

Por tanto, es el momento de hacer un primer balance de las políticas económicas puestas en marcha para combatir los efectos de la pandemia, como punto de partida para valorar las nuevas necesidades. Existe un amplio consenso acerca del importante papel desempeñado por la política monetaria o las políticas macroprudenciales en la lucha contra la perturbación. En particular, la política monetaria del BCE ha permitido que los distintos agentes del área del euro pudieran disfrutar de condiciones financieras favorables para la absorción de una perturbación de una dimensión tan pronunciada. Pero el foco del análisis realizado aquí se circunscribe a tres medidas concretas puestas en marcha en el ámbito nacional, que fueron probablemente las más importantes: la flexibilización de los ERTE, los avales del ICO y las ayudas directas a empresas. Como conclusión, la protección de las rentas de los hogares, la preservación de las relaciones laborales y el apoyo a las sociedades no financieras habrían sido efectivos a la hora de facilitar la recuperación del producto y del empleo de la economía. No obstante, esta valoración favorable no es obstáculo para reconocer la existencia de grupos de hogares y empresas cuya situación se ha deteriorado con la crisis sanitaria, como se analiza en detalle en el capítulo 2.

La recuperación de los niveles de ocupación previos al inicio de la pandemia sugiere que los ERTE han sido efectivos a la hora de favorecer la reincorporación al empleo. El objetivo de la flexibilización de los ERTE era suspender temporalmente la relación laboral del trabajador con su empresa durante el tiempo que duraran las restricciones a la actividad, de modo que el trabajador

preservara un nivel adecuado de rentas y la empresa viera reducidos sus costes laborales. Para ayudar a lograr estos fines, se exoneró a las empresas de las cotizaciones a la Seguridad Social y se aumentó el importe de la prestación por desempleo de los trabajadores acogidos al esquema. Una vez levantado el grueso de las restricciones a la actividad, tiene sentido evaluar si han sido eficaces a la hora de facilitar el retorno a la situación de empleo efectivo. Una primera muestra de la eficacia de los ERTE es el hecho de que la cifra de trabajadores en esa situación haya descendido desde el máximo de más de 3,5 millones de trabajadores en abril de 2020 hasta unos 100.000 en marzo de 2021. Además, el empleo efectivo supera en este último mes en algo más de 400.000 personas el nivel de febrero de 2020, justo antes de que comenzara la pandemia.

El análisis de los flujos de trabajadores que han pasado por un ERTE permite estudiar de forma más apropiada la efectividad de este mecanismo en función de las características de los trabajadores. Para realizar este análisis se ha hecho uso de los datos individuales de la EPA correspondientes al período que abarca desde el primer trimestre de 2020 hasta el último de 2021, y se han considerado períodos de permanencia en la situación de ERTE con una duración comprendida entre uno y tres trimestres. Los resultados obtenidos muestran que, dadas dos personas con idénticas características personales en términos de sexo, edad, nivel de estudios y rama de ocupación, que difieren entre sí en que una de ellas está, en un determinado trimestre, acogida a un ERTE y la otra está en situación de desempleo, la probabilidad de reincorporación posterior al empleo es mayor en el primer caso que en el segundo⁵⁸. Ahora bien, la diferencia se va diluyendo a medida que aumenta la duración del ERTE. En concreto, si esta es de tres trimestres, la brecha entre la probabilidad de reincorporación del individuo en ERTE con respecto al que está en desempleo es aproximadamente la mitad que en el caso de los ERTE de un trimestre de duración (véase gráfico 1.23.1). Adicionalmente, esta pérdida de efectividad es más acusada para algunos colectivos. En particular, para los trabajadores más jóvenes, los que tienen un contrato temporal y los que poseen un menor nivel de estudios, la probabilidad de volver a la situación de empleo al cabo de tres trimestres en la situación de ERTE no es significativamente distinta con respecto a una persona que haya estado en situación de desempleo durante ese mismo período (véase gráfico 1.23.2).

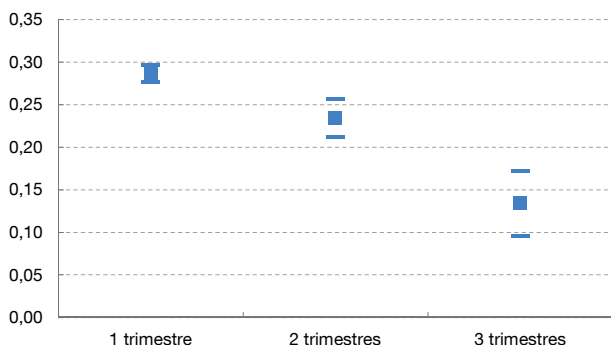
Una de las necesidades más acuciantes tras el inicio de la pandemia fue la de mitigar el impacto de las restricciones a la actividad sobre la liquidez de las empresas, para lo que se introdujeron los programas de avales crediticios del ICO. El Gobierno aprobó, en 2020, dos programas de avales públicos para préstamos a empresas y a autónomos con el objetivo de facilitar el acceso a la financiación de las empresas más afectadas por la crisis del COVID-19. Estos programas, por un importe conjunto de 140 mm de euros, permitían que las entidades financieras

58 Véase Auciello, Izquierdo y Puente (2022).

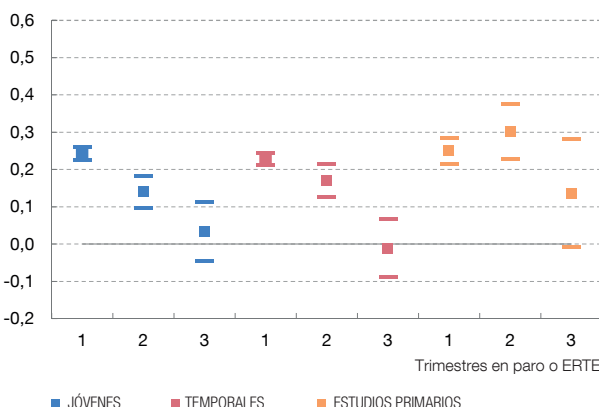
LOS ERTE HAN SIDO EFECTIVOS A LA HORA DE AUMENTAR LA PROBABILIDAD DE REINCORPORACIÓN LABORAL, AUNQUE SUS EFECTOS POSITIVOS DECRECEN CON LA DURACIÓN DEL ERTE

La probabilidad de reincorporación al empleo es superior para un trabajador en situación de ERTE que para un desempleado, aunque esta mayor eficacia de los ERTE va decreciendo según aumenta su duración. Para algunos colectivos, como los jóvenes, los trabajadores temporales y aquellos con menor nivel de estudios, la ventaja relativa de los ERTE desaparece después de los tres primeros trimestres.

1 IMPACTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE REINCORPORACIÓN AL EMPLEO (ERTE FRENTE A DESEMPLEO) (a)



2 IMPACTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE REINCORPORACIÓN AL EMPLEO SEGÚN CARACTERÍSTICAS PERSONALES (ERTE FRENTE A DESEMPLEO) (a)



FUENTES: Microdatos de flujos de la Encuesta de Población Activa (Instituto Nacional de Estadística) y Banco de España.

a Los cuadrados representan la estimación puntual de cada coeficiente, mientras que las líneas muestran el intervalo de confianza al 95 %.



podrían cubrir una parte elevada de las posibles pérdidas asociadas a los préstamos acogidos (de hasta el 80 % en el caso de la financiación concedida a las pymes y autónomos, y hasta el 70 % para la proporcionada a las grandes empresas). En febrero de 2022 se había emitido un volumen de 104 mm de euros en garantías, del cual un 85 % se formalizó en 2020, lo que dio lugar a una financiación acogida a estos programas de 136 mm de euros.

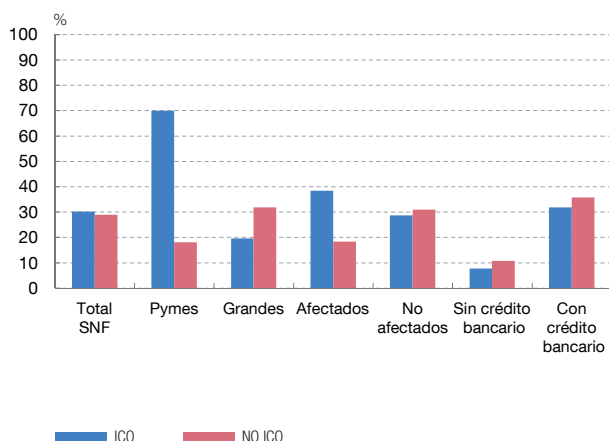
Estas dos líneas de avales públicos cumplieron eficazmente sus objetivos, en la medida en que pudieron atender una proporción destacada de las necesidades de liquidez de las empresas. En concreto, con la financiación obtenida con los préstamos canalizados a través de las líneas de avales públicos se habría cubierto el 30 % de las necesidades de liquidez del sector de sociedades no financieras (véase gráfico 1.24.1). El desglose según las características de las empresas revela que este porcentaje es comparativamente más elevado para aquellas que, *a priori*, afrontaban mayores dificultades de acceso a la financiación, como las de las ramas más afectadas por la crisis (el 38 %, frente al 29 % de las ramas que lo están menos), y, sobre todo, las pymes (el 70 %, frente al 20 % de las grandes empresas). Sin embargo, las empresas sin deuda bancaria antes de la pandemia solo cubrieron el 18 % de sus necesidades de liquidez mediante el recurso a préstamos bancarios. La escasa contribución del programa de avales públicos a mitigar los problemas de liquidez de este tipo de empresas habría podido influir en

Gráfico 1.24

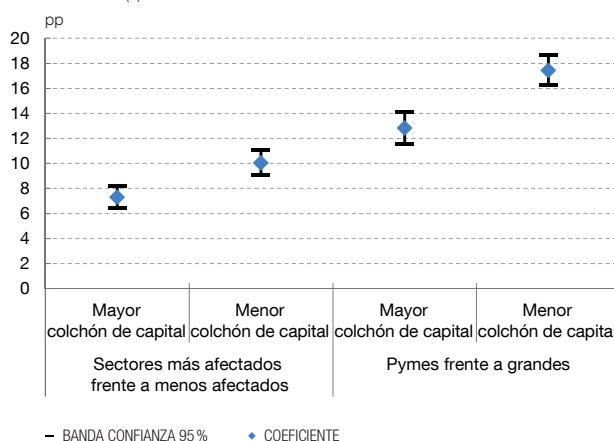
LAS LÍNEAS DE AVALES PÚBLICOS FUERON FUNDAMENTALES PARA SOSTENER LA OFERTA DE CRÉDITO TRAS LA PANDEMIA Y PARA LA COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

El 60 % de las necesidades de liquidez de las sociedades no financieras españolas se cubrieron en 2020 gracias al crédito bancario. Además, los préstamos canalizados a través de la línea de avales públicos habrían contribuido a la cobertura del 30% de las necesidades de liquidez. Este porcentaje se situó en el 70 % y el 39 % en el caso de las pymes y las empresas más afectadas por la pandemia, respectivamente. Sin embargo, las empresas sin deuda bancaria antes de la pandemia solo cubrieron el 18 % de sus necesidades de liquidez con crédito. Los bancos con peores colchones de capital hicieron un mayor uso relativo de crédito con avales públicos para estos dos tipos de empresas. De este modo, habrían contribuido a sostener su oferta de crédito a estas empresas, a través del alivio en el consumo de recursos propios.

1 COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS EN 2020 (a) (b)



2 PROPORCIÓN DE NUEVAS OPERACIONES CON AVALES PÚBLICOS SEGÚN LAS CARACTERÍSTICAS DEL PRESTATARIO Y LA SOLVENCIA DEL BANCO (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Incluye nuevas operaciones de crédito dispuesto. La definición de tamaño corresponde a la recomendación de la Comisión Europea. Los sectores más afectados por la crisis sanitaria son los siguientes: transporte, hostelería, restauración, ocio y vehículos de motor. Las empresas se clasifican en las categorías con y sin crédito bancario dependiendo de si disponían o no de préstamos bancarios en sus balances en diciembre de 2019.
- b Solo se consideran las operaciones crediticias con vencimiento posterior a 2020, ya que aquellas que vencen dentro del año habría que volverlas a refinanciar. Las necesidades de liquidez de las empresas se definen como la suma de vencimientos de deuda y déficit de liquidez generado tanto por la actividad de explotación como por la inversión en activos fijos.
- c Los diamantes corresponden a los coeficientes estimados en un análisis de regresión en el que la variable dependiente es el importe de las nuevas operaciones de crédito con aval sobre el total del crédito obtenido por una empresa de un determinado banco en un mes dado y las variables explicativas de interés son características de la empresa que aproximan sus restricciones en el acceso a la financiación y su interacción con una variable dicotómica que toma valor 1 para los bancos con menores colchones de capital, que son aquellos cuyos colchones de capital son inferiores a la media del conjunto de los bancos españoles, y 0 en caso contrario (bancos con mayores colchones de capital). Las características de interés de la empresa son: i) una variable dicotómica que es igual a 1 si la empresa opera en uno de los sectores más afectados de la pandemia (véase nota a), y ii) un indicador de si la empresa es una pyme (véase nota a). La estimación se realiza para el período comprendido entre marzo y diciembre de 2020, y además se utilizan controles a nivel de empresa, efectos fijos banco-tiempo y provincia-tiempo. Las líneas verticales indican las bandas de confianza al 95 %.



el aumento de las quiebras en el segmento de sociedades con elevadas necesidades de liquidez y sin relaciones crediticias a finales de 2019, que fue sustancialmente superior al que se observó para las empresas que se encontraban en una situación similar, pero que contaban con este tipo de relaciones⁵⁹.

Además, los programas de avales habrían estimulado la oferta de crédito a las pymes y a las empresas de los sectores más afectados por la crisis. Como se observa en el gráfico 1.24.2, las entidades financieras que contaban con menores

59 Véase Blanco y Mayordomo (2022).

colchones de capital recurrieron en mayor medida a los avales públicos en la concesión de nueva financiación en comparación con aquellas que presentaban una posición de capital más holgada. De esta forma, los avales públicos habrían contribuido a sostener la oferta de crédito a esos dos grupos de empresas por parte de las entidades financieras que partían de unos menores niveles de solvencia, gracias al alivio que supusieron en el consumo de recursos propios.

Un tercer bloque de actuaciones de lucha contra las consecuencias de la pandemia fueron las medidas de apoyo a la solvencia de las empresas. Estas incluyeron la creación de dos fondos de recapitalización⁶⁰, con una dotación máxima de 11 mm de euros, y un programa de ayudas directas, dotado con 7 mm de euros, destinado fundamentalmente a los empresarios individuales y a las empresas de menor dimensión. En conjunto, según las estimaciones realizadas por el Banco de España, la dotación de fondos de estos tres programas permitía cubrir todo el déficit de capital de las empresas generado en 2020 como consecuencia de la crisis, en el caso tanto de las pymes como de las compañías grandes (véase gráfico 1.25.1).

Por lo que respecta a los fondos de recapitalización, los criterios de concesión de las ayudas se basan en el análisis individualizado de la situación económica y financiera de las empresas y de sus perspectivas de negocio. Hasta la fecha, el fondo gestionado por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) ha concedido ayudas por un importe de 2,1 mm de euros en 19 operaciones diferentes, y el gestionado por COFIDES lo ha hecho por 329 millones de euros en 26 operaciones. Existe, por tanto, un remanente de fondos aún no utilizados de 8,6 mm de euros.

Por su parte, las ayudas directas estaban destinadas a reducir la nueva deuda acumulada por las empresas como consecuencia de la pandemia. En este caso, la asignación de las ayudas no se hizo de forma individualizada, sino que se establecieron unos criterios objetivos en función del sector de actividad y de la magnitud de la caída de la facturación⁶¹. Se estima que el importe desembolsado en este programa asciende a alrededor de 5 mm de euros, de los cuales algo más de 4 mm se habrían dirigido a sociedades mercantiles, fundamentalmente pymes (el 91 % del total), y el resto, a empresarios individuales.

Este programa de ayudas habría contribuido a reducir una parte pequeña de los problemas de solvencia de las pymes que surgieron como consecuencia de la pandemia. El porcentaje de este tipo de empresas que habrían pasado a

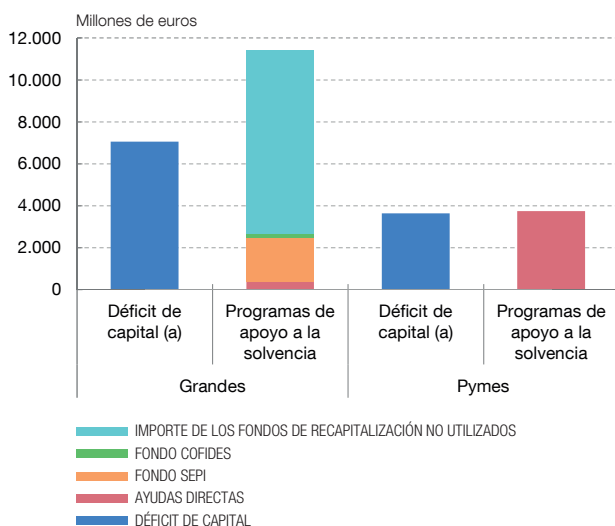
60 El primero, el Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas, gestionado por la SEPI y dotado con 10 mm de euros, está destinado a recapitalizar empresas estratégicas. El segundo, gestionado por COFIDES y dotado con 1.000 millones de euros, está destinado a empresas de capitalización media.

61 En concreto, las ayudas directas estaban destinadas a las empresas con caídas de la facturación superiores al 30 % en 2020 y que habían presentado ganancias contables en 2019. Las comunidades autónomas (CCAA), que fueron las que gestionaron las ayudas, tuvieron cierta flexibilidad en la aplicación de estos criterios.

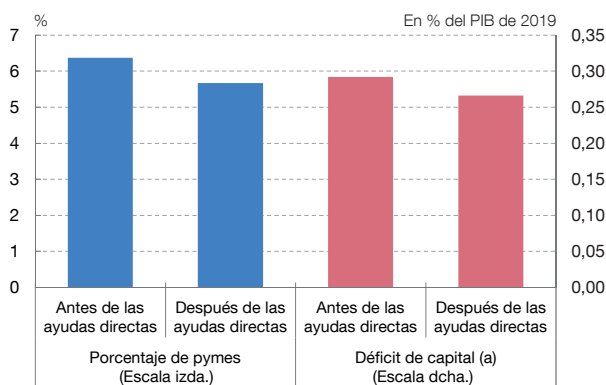
EL PROGRAMA DE AYUDAS DIRECTAS HA MITIGADO PARCIALMENTE EL DETERIORO DE LA SOLVENCIA DE LAS PYMES

La dotación de los programas de apoyo a la solvencia empresarial era suficiente para cubrir la totalidad del déficit de capital de las empresas generado por la crisis. Se estima que, como consecuencia del programa de ayudas directas, el porcentaje de pymes que habrían pasado a mostrar una posición deficitaria de capital tras la crisis se habría reducido en casi 1 pp y el déficit global de capital de las pymes que se encontraban en esta situación habría disminuido en un 9 %.

1 DÉFICIT DE CAPITAL EN 2020 E IMPORTE DE LOS PROGRAMAS DE APOYO A LA SOLVENCIA EMPRESARIAL



2 PYMES CON DÉFICIT DE CAPITAL EN 2020



FUENTE: Banco de España.

a Se entiende que las empresas presentan déficit de capital cuando su ratio de capital (Patrimonio neto / Activo total) era positiva en 2019, se ha reducido en 2020 y se ha situado por debajo del 15 %. El importe del déficit de capital es el volumen necesario para que las empresas con déficit recuperen su ratio de capital de 2019, con el límite del 15 %.



mostrar una posición deficitaria de capital tras la crisis habría experimentado una reducción relativamente modesta (desde el 6,4 % del total de pymes hasta el 5,7 %) y el déficit global de capital de las que se encontraban en esta situación apenas habría disminuido en un 9 %, hasta el 0,27 % del PIB, de acuerdo con las estimaciones realizadas por el Banco de España (véase gráfico 1.25.2)⁶². Este porcentaje tan bajo se debe, en buena parte, a que entre los criterios de asignación de fondos no se incluyó ningún requisito relacionado con la situación patrimonial de las empresas. En particular, algunas compañías que habrían experimentado problemas de solvencia como consecuencia de la crisis no habrían recibido ayudas por no cumplir con los criterios de concesión. Hay que tener en cuenta que, como se ha apuntado, la dotación de fondos era, según las estimaciones realizadas, suficiente para cubrir la totalidad del déficit de capital de las pymes, como se muestra en el gráfico 1.25.1.

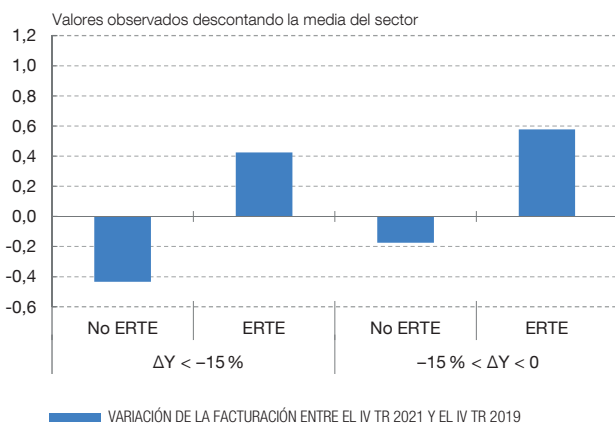
El análisis de los resultados de las sucesivas ediciones de la EBAE permite complementar la evaluación del éxito de las medidas. El análisis longitudinal de los datos de la EBAE posibilita la valoración de la intensidad de la recuperación, tras

62 Para más detalles, véase Blanco y Mayordomo (2022).

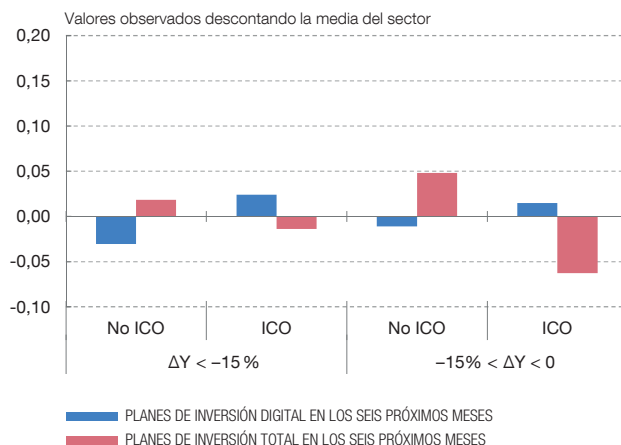
LOS DIFERENTES PROGRAMAS DE AYUDAS DESPLEGADOS EN 2020 HABRÍAN CONTRIBUIDO A LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD EN 2021

Las empresas que recurrieron a los ERTE con mayor intensidad en 2020 mostraron una recuperación más pronunciada a lo largo de 2021, una vez que se tienen en cuenta las características de las empresas. El recurso a los préstamos ICO podría haber contribuido a una mayor inversión en digitalización.

1 EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN EN 2021 (a) (b)



2 INVERSIÓN DIGITAL Y CAMBIO EN LOS PLANES DE INVERSIÓN (a) (c) (d)



FUENTE: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE).

- a ΔY es la variación de la facturación de la empresa entre el cuarto trimestre de 2019 y el cuarto trimestre de 2020.
- b La variable «ERTE» corresponde a aquellas empresas que en el cuarto trimestre de 2020 respondieron que los ERTE estaban siendo «relevantes» o «muy relevantes», mientras que las empresas «No ERTE» respondieron que los ERTE estaban siendo «nada relevantes» o «poco relevantes».
- c La variable «ICO» corresponde a aquellas empresas que en el cuarto trimestre de 2020 respondieron que las líneas ICO estaban siendo «relevantes» o «muy relevantes», mientras que las empresas «No ICO» respondieron que las líneas ICO estaban siendo «nada relevantes» o «poco relevantes».
- d Un valor positivo (negativo) indica un aumento (disminuir) la inversión digital o la total en los próximos seis meses. En inversión digital se consideran inversiones en nuevas tecnologías y digitalización. Los planes sobre la inversión total se calculan a partir de la pregunta sobre la probabilidad de reducir inversiones ya planificadas previamente en la empresa.



la pandemia, en función del grado de recurso a los programas de ayudas públicas. En particular, las empresas que hicieron uso de los ERTE con mayor intensidad han recuperado sus niveles de facturación de manera algo más pronunciada (véase gráfico 1.26.1). Además, es interesante constatar que las sociedades que recurrieron a los avales crediticios del ICO al inicio de la pandemia parecen haber reoptimizado sus planes de inversión en 2021, en el sentido de que declaran haber compatibilizado una reducción del gasto total en inversión con un aumento del destinado a la digitalización (véase gráfico 1.26.2)⁶³.

Además, la muestra longitudinal de la EBAE permite evaluar la magnitud que han tenido hasta la fecha las secuelas de la crisis sanitaria sobre las empresas de la muestra en función de sus características. La medición de estas secuelas se realiza a través de la brecha con respecto a su nivel de facturación previo a la crisis. Por su parte, las características consideradas incluyen la magnitud de la

63 Las empresas que más recurrieron al teletrabajo y el comercio *online* en 2020 son aquellas que invirtieron más en digitalización en 2021.

caída de su actividad al inicio de la crisis, el sector y la región en los que operan, o su tamaño, endeudamiento, antigüedad y nivel de temporalidad. Un resultado destacable es que, por tamaño de empresa, no se observa una recuperación más intensa en 2021 entre las de menor dimensión, que fueron las que más sufrieron inicialmente los efectos de la crisis⁶⁴. Por otro lado, como cabría esperar, en 2021 el repunte de la facturación fue más pronunciado entre las empresas con mayores niveles de productividad y menor endeudamiento.

En su conjunto, la evidencia disponible tiende a sugerir que la respuesta contundente de las políticas públicas habría permitido reducir las consecuencias a largo plazo de la crisis derivada de la pandemia. En recesiones pasadas se han observado pérdidas masivas de empleo y elevados volúmenes de cierres de empresas. Un ritmo moderado de salida de empresas es esencial para que tenga lugar de manera fluida el proceso de reasignación de recursos hacia sus usos más productivos (y, por tanto, para favorecer el ritmo de avance de la productividad agregada). Sin embargo, ha podido observarse históricamente que los episodios de tasas de salida de empresas muy elevadas han dado lugar a períodos prolongados de crecimiento reducido de la productividad total de los factores. En esta ocasión, las medidas han permitido, en su conjunto, mantener la mayor parte del empleo previo a la pandemia y han evitado un aumento en la tasa de salida de sociedades. De hecho, según los datos del Directorio Central de Empresas (DIRCE), en 2020 pudo observarse incluso una disminución de un 1 pp en la tasa de bajas empresariales. Ello sugiere que las secuelas a largo plazo de la crisis sanitaria no serán muy grandes.

El coste en términos presupuestarios de la absorción de la perturbación por parte de las finanzas públicas ha sido muy elevado. En particular, se estima que las distintas medidas de ingresos y gastos relacionadas con la absorción de la perturbación de la pandemia sumaron un importe equivalente al 4 % del PIB en 2020⁶⁵. En 2021, esa cantidad se redujo, debido al alivio de las restricciones a la movilidad, que permitió la disminución del gasto en las prestaciones a los trabajadores en ERTE y a los autónomos y en las subvenciones a las empresas relacionadas con estos programas, y al recurso a los fondos europeos para financiar parte de estos gastos. Con todo, el impacto presupuestario siguió siendo muy elevado, del 2,7 % del PIB⁶⁶. El extraordinario impulso fiscal desplegado en respuesta a la crisis sanitaria, junto con la propia actuación de los estabilizadores automáticos, ha elevado fuertemente el endeudamiento público, lo que reduce el margen de maniobra ante nuevas perturbaciones, como las asociadas al encarecimiento de la energía. Además, existen otros costes contingentes y de magnitud desconocida, asociados a los préstamos avalados por el ICO que puedan

64 Véase [Fernández Cerezo et al. \(2021\)](#)

65 Los gastos suponen un 3,9 % del PIB, y las rebajas de impuestos, el 0,1 % restante.

66 Los gastos representaron el 3 % del PIB, y las reducciones impositivas, un 0,1 %. De la suma hay que deducir un 0,4 % del PIB que fue financiado con cargo a los fondos del REACT-EU.

resultar fallidos. Y, adicionalmente, junto con los costes presupuestarios pueden surgir otros relacionados con posibles pérdidas de eficiencia, en la medida en que la prolongación de las actuaciones comporta el riesgo de que se desincentive el retorno de trabajadores al empleo efectivo y de que se dificulte el cierre de empresas poco viables a largo plazo, cuya desaparición sería beneficiosa desde el punto de vista de la asignación de recursos del conjunto de la economía.

En un contexto en el que la pandemia parece estar en retroceso, habría llegado el momento de retirar el grueso de medidas frente a la crisis sanitaria con el fin de recuperar espacio fiscal. Ello permitiría abordar más adecuadamente la adopción de actuaciones selectivas para ayudar a los agentes más vulnerables ante el alza de costes energéticos y también para paliar los potenciales efectos persistentes de la pandemia sobre algunos colectivos. Además, es necesario recuperar el margen fiscal para afrontar los desafíos a más largo plazo, como el envejecimiento o la transición energética. En el capítulo 2 se analizan en detalle las características de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que restaure el margen de actuación de la política fiscal.

4.4 Las políticas económicas nacionales en respuesta a la guerra

La respuesta de la política económica nacional ante la guerra tiene dos patas: las medidas de política presupuestaria y el denominado «pacto de rentas». El objetivo de las medidas fiscales ha de ser proporcionar apoyo a los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y a las empresas más vulnerables a esta nueva perturbación. El pacto de rentas es un acuerdo entre los distintos agentes de la economía para el reparto de los costes de la crisis.

En el ámbito de la política fiscal, el Gobierno ha aprobado el Plan de Choque de Respuesta a la Guerra. El Plan está dotado con 6 mm de euros de gasto público e incluye además un programa de créditos a empresas avalados por el ICO por un importe de 10 mm de euros. Adicionalmente, el Plan considera una serie de actuaciones adicionales sin coste presupuestario directo.

El gasto público toma, en su mayor parte, la forma de transferencias a hogares y empresas. Una de las medidas incluidas es la subvención al precio de los carburantes. Además, entre las actuaciones orientadas a los hogares se incluyen un aumento de la cuantía del IMV (de un 15 %), una extensión del bono social eléctrico a 600.000 hogares adicionales y una prórroga, hasta el 30 de junio, de la rebaja impositiva en la factura de la luz. En el caso de las empresas, se han aprobado ayudas específicas a las ramas agrícola, ganadera y pesquera, de transporte de mercancías y pasajeros, y a la industria electrointensiva. Además, al margen de las transferencias a los agentes privados, el Plan incluye también gasto público, por un importe de 1.000 millones de euros, destinado a mejorar la ciberseguridad del país.

Las medidas sin coste presupuestario directo afectan al mercado de trabajo y al energético. Las iniciativas referidas al mercado laboral incluyen la prohibición del despido objetivo indemnizado con 20 días por año trabajado y un mandato de mantenimiento del empleo para las empresas que acudan a los ERTE. En cuanto a los mercados de la energía, en el Consejo Europeo de los días 24 y 25 de marzo se invitó a los Estados miembros a aplicar medidas temporales de emergencia para contener los precios de la electricidad y se reconoció la singularidad ibérica —en cuanto a que la península ibérica tiene una interconexión menor del 3% con el resto de la UE—. Esta singularidad ha permitido a España y Portugal acordar, recientemente, con la Comisión Europea un mecanismo para limitar el precio del gas y rebajar la electricidad con carácter temporal —tendrá una duración de 12 meses—⁶⁷. Además, se propone una actualización del régimen retributivo de la producción de electricidad a partir de fuentes no contaminantes, junto con algunas medidas regulatorias complementarias para acelerar el despliegue de energías renovables y fomentar el ahorro energético.

Las medidas de apoyo a hogares y empresas frente a la perturbación de precios de la energía deben tener una naturaleza temporal, permitir una aplicación rápida y estar dirigidas a los agentes que verdaderamente las necesitan. Su carácter temporal se fundamenta en la necesidad de sanear las cuentas públicas y en la naturaleza en principio transitoria de la subida de los precios energéticos. Desde esta perspectiva, aunque el aumento del IMV sirve para compensar a los hogares más vulnerables por su pérdida de poder adquisitivo como consecuencia del encarecimiento de la energía, quizá habría sido preferible el uso de transferencias condicionadas al nivel de renta (función que, hasta cierto punto, cubre el bono social eléctrico). La necesidad de atender rápidamente a los agentes más afectados se cubre a través de la subvención a los precios de los carburantes, pero esta es una medida muy genérica, que posiblemente tenga incluso un carácter regresivo, dado que los hogares de menores rentas probablemente tengan un menor consumo de esos productos. Además, la deseabilidad del carácter selectivo de las medidas se fundamenta en la conveniencia de no fomentar un exceso de demanda que agrave los cuellos de botella y realmente el proceso inflacionista. Por último, la naturaleza temporal y selectiva de las ayudas a las empresas se justifica por la necesidad de no entorpecer la reasignación de recursos.

El nuevo tipo de ERTE, denominado «RED», puede ayudar a paliar las consecuencias de la guerra. La reciente reforma laboral incluyó la creación de esta nueva modalidad de ERTE por causas económicas, técnicas, organizativas o de producción, que permite reducir la jornada o suspender los contratos con bonificaciones en las cotizaciones con el fin de acomodar perturbaciones cíclicas y de ayudar a la transformación sectorial mediante la recualificación de los trabajadores.

⁶⁷ En la fecha de cierre de este Informe, aún no se conocen los detalles de este mecanismo lo suficiente como para realizar una valoración precisa de sus implicaciones en múltiples dimensiones.

El encarecimiento de las materias primas importadas equivale a una pérdida de renta de la economía nacional que debe ser distribuida entre sus distintos agentes. España no produce una parte sustancial de las materias primas, en particular energéticas, cuyos precios han aumentado desde comienzos de 2021, sino que debe importarlas. Por consiguiente, nuestro país ha de destinar una parte mayor de las rentas generadas por sus factores productivos al pago de esos bienes. En suma, la retribución de los factores productivos (capital y trabajo) ha de disminuir en su conjunto.

Los agentes han de aceptar que, a escala agregada, la pérdida de poder adquisitivo del conjunto de las rentas de la economía es inevitable. Si las empresas exigieran precios de venta más altos para compensar sus aumentos de costes y los trabajadores demandaran incrementos salariales en un intento de resarcirse plenamente de los mayores costes energéticos, el resultado sería un proceso de realimentación entre crecimientos de precios y salarios en el que estos acabarían siendo más altos, pero su poder de compra conjunto no sería mayor. Además, en la medida en que en el resto de los países del área del euro no ocurriera un proceso análogo, el resultado sería una pérdida de competitividad y, en último término, de exportaciones netas, PIB y empleo. La naturaleza de la perturbación exige que empresas y trabajadores acepten, respectivamente, una moderación de sus márgenes y una cierta pérdida de poder de compra de sus salarios en proporciones que habrán de ser determinadas mediante el diálogo social. Un hipotético intento por parte de unos y otros de mantener la capacidad adquisitiva de sus rentas actuales no garantiza el éxito para uno u otro colectivo y, a escala agregada, comporta los costes asociados a una tasa de inflación elevada, como son pérdidas de eficiencia y aumentos de la desigualdad.

Hasta la fecha, el reparto de costes entre trabajadores y empresas se está produciendo de forma tácita. Aunque escasa, la información disponible apunta a que las empresas están trasladando a sus precios de venta solamente de forma parcial el reciente incremento de sus costes. De modo análogo, la información sobre la negociación colectiva indica que la transmisión a los crecimientos salariales del repunte de la inflación está siendo modesta.

En un futuro, la distribución de la pérdida de renta debería guiarse por ciertos principios. En primer lugar, sería necesario atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre trabajadores, empresas y sectores. Dada esta heterogeneidad, se debe combinar la necesaria coordinación a escala nacional con mecanismos que permitan adaptar el acuerdo a las diferencias de productividad y actividad que existen entre empresas y sectores. De igual modo, si hay segmentos de los hogares cuyas condiciones de vida se han visto particularmente afectadas de forma adversa por el encarecimiento de la energía, sería deseable que el pacto de rentas implicase una menor merma de recursos para estos agentes. En segundo lugar, sería deseable que se evitaran fórmulas de indiciación automática de los

salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguardia. Además, sería conveniente que el pacto de rentas contemplara compromisos plurianuales tanto en lo relativo a los incrementos salariales —donde las referencias nominales de la negociación deberían excluir los componentes asociados a los productos energéticos y estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente— como a la protección del empleo. Por último, un compromiso empresarial explícito de moderación de márgenes ayudaría a limitar la traslación de los aumentos de costes a los precios finales y maximizaría las ventajas de la moderación salarial en términos de competitividad empresarial.

Un factor que debe ser considerado a la hora de diseñar el pacto de rentas es la incorporación a este de los perceptores de transferencias públicas. En particular, el compromiso de revalorización de las pensiones con el IAPC tendrá consecuencias sobre el gasto público en 2022, como resultado de la compensación por la inflación de este año, y en 2023 y años sucesivos, por la consolidación en el importe de las pensiones de la mayor inflación actual. Más allá de la necesidad de completar la reforma del sistema de pensiones, de modo que se decida, con la mayor brevedad posible, acerca de las fuentes de ingresos que han de permitir financiar esos mayores gastos, el mantenimiento del poder de compra de las pensiones plantea algunas cuestiones de equidad en el contexto de la perturbación actual de pérdida de rentas respecto al resto del mundo. Por un lado, esas mismas consideraciones de equidad justifican que se garantice el poder adquisitivo para los perceptores de pensiones mínimas. Pero, por otro lado, fuera de este colectivo concreto, el hecho de que haya un grupo de agentes —el conjunto de los pensionistas— a quienes se excluye del ajuste conlleva necesariamente que otros agentes de la economía nacional (los perceptores de rentas del trabajo y del capital) tengan que asumir una parte mayor de esos costes.

BIBLIOGRAFÍA

- Aguilar P., Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020). *La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del COVID-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2026, Banco de España.
- Albrizio, S., y J. F. Geli (2021). «Un análisis empírico de los factores que pueden potenciar la efectividad del programa *Next Generation EU*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Alonso, D., A. Buesa, C. Moreno, S. Párraga y F. Viani (2021). *Medidas de política fiscal adoptadas a partir de la segunda ola de la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2118, Banco de España.
- Alonso, I., I. Kataryniuk y J. Martínez-Martín (2021). "El impacto de las perturbaciones de oferta y de demanda sobre la evolución reciente de la actividad y los precios", recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Alonso, D., I. Kataryniuk, C. Moreno y J. J. Pérez (2022a). «El programa *Next Generation EU*: características y claves para su éxito», *Revista de Economía (ICE)*, n.º 924, enero-febrero, pp. 78-97.
- Alonso, D., y M. L. Matea (2021). «El Semestre Europeo 2021 y el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Alonso, I., F. Odendahl, P. Sánchez y F. Viani (2022b). "Posibles canales de impacto económico en la UEM del conflicto bélico en Ucrania", recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Attinasi, M. G., A. Bobasu y R. Gerinovic (2021). «What is driving the recent surge in shipping costs?», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco Central Europeo.
- Attinasi, M. G., R. De Stefani, E. Frohm, V. Gunnella, G. Koester, A. Melemenidis y M. Tóth (2021). «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», recuadro 6, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco Central Europeo.
- Auciello, I., M. Izquierdo y S. Puente (2022). «Un análisis de la reincorporación laboral de los trabajadores afectados por un ERTE según su duración», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.
- Banco de España (2016). "El repunte reciente de la inflación en España y las perspectivas de corto plazo", recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre.
- Banco de España (2020). «El papel de las políticas económicas ante la pandemia en el plano internacional», capítulo 3, *Informe Anual 2019*.
- Banco de España (2021). «El impacto económico de la pandemia», capítulo 1, *Informe Anual 2020*.
- Banco de España (2022). "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2024)", recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Blanco, R., y S. Mayordomo (2022) «Una evaluación de los programas de apoyo a la liquidez y solvencia de las empresas implementados en España durante la crisis del COVID-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.
- Buesa, A., I. Kataryniuk, P. L'Hotellerie-Fallois y S. Moreno (2021). «El Acuerdo de Comercio y Cooperación (ACC) entre el Reino Unido y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Comisión Europea (2022). *Report on the implementation of the Recovery and Resilience Facility*, COM(2022) 75 final, marzo.
- Costain J., G. Nuño y C. Thomas (2022). *The Term Structure of Interest Rates in a Heterogeneous Monetary Union*, mimeo.
- Cuadrado, P., y J. M. Montero (2022). "Flujos migratorios en España durante la crisis del COVID-19 y su incidencia sobre la oferta laboral", recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Cuenca, J. A., C. Martínez Carrascal y A. del Río (2021). "El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo", recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Di Stefano, E. (2021). *COVID-19 and global value chains: the ongoing debate*, Occasional Paper, n.º 618, Banca d'Italia.
- Fernández Cerezo, A., B. González, M. Izquierdo y E. Moral-Benito (2021). *Firm level heterogeneity in the impact of the COVID-19 pandemic*, Documentos de Trabajo, n.º 2021, Banco de España.

- Fernández Cerezo, A., J. M. Montero y E. Prades (2021). "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.
- Forte-Campos, V., y J. Rojas (2021). «Evolución histórica de los fondos estructurales y de inversión europeos», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- Frohm, E., V. Gunnella, M. Mancini y T. Schuler (2021). «The impact of supply bottlenecks on trade», *Boletín Económico*, 6/2021, Banco Central Europeo.
- Fuertes, A., y J. Martínez-Martín (2022). "Determinantes de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro", recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española» *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- García C., A. Gómez Loscos y C. Martín (2021). "Evolución reciente del turismo extranjero en España", recuadro 6, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- García C., C. Martín y F. Viani (2020). "El comercio internacional de productos médicos durante la pandemia de COVID-19", recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Gómez, A. L., y A. del Río (2021). *El impacto desigual de la crisis sanitaria sobre las economías del área del euro en 2020*, Documentos Ocasionales, n.º 2115, Banco de España.
- Gutiérrez E., A. Lacuesta y C. Martín Machuca (2021). *Brexit: trade diversion due to trade policy uncertainty*, Documentos de Trabajo, n.º 2140, Banco de España.
- Hurtado, S., M. Izquierdo, C. Martínez-Carrascal, I. Sánchez, D. Santabárbara y A. Urtasun (2022). *Efectos macroeconómicos de un aumento en el precio de la electricidad*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Izquierdo, M. (2022). «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Kataryniuk, I., J. Pérez y F. Viani (2021). «(De-)Globalisation of trade and regionalisation: a survey of the facts and arguments», Documentos Ocasionales, n.º 2124, Banco de España.
- Kataranyuk, I., A. del Río y C. Sánchez Carretero (2021). "Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro", recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- Koester, G., I. Rubene, E. Gonçalves y J. Nordeman (2021). «Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro», recuadro 7, *Boletín Económico*, 5/2021, Banco Central Europeo.
- Labandeira, X., J. M. Labeaga y X. López (2016). «Un metaanálisis sobre la elasticidad precio de la demanda de energía en España y la Unión Europea», *Papeles de Energía*, n.º 2, diciembre, Funcas, pp. 65-93.
- Matea Rosa, M. L., F. Martínez Casares y S. Vázquez Martínez (2021). «El coste de la electricidad para las empresas españolas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Pacce, M. (2022). «El comportamiento de la inversión en equipo durante la pandemia: el papel de su composición sectorial», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.
- Pacce, M., I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021). *El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.
- Quintana, J. (2022). «Consecuencias económicas del cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.



2

**RETOS Y POLÍTICAS PARA UN CRECIMIENTO SOSTENIBLE
Y EQUILIBRADO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

1 Introducción

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. 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 (véanse los capítulos 1 y 3 de este Informe). 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. Entre estos desafíos destaca, en particular, la necesidad de impulsar la creación de empleo y reforzar su estabilidad (véase el epígrafe 2.1), de mejorar la formación e incrementar el capital humano (véase el epígrafe 2.2), de hacer frente a la desigualdad (véase el epígrafe 2.3), de incrementar el tamaño empresarial, de facilitar la reasignación sectorial y la innovación (véase el epígrafe 2.4), de sacar el máximo provecho a la ejecución del programa *Next Generation* EU (NGEU) (véase el epígrafe 2.5) y de reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas (véase el epígrafe 3). Todo ello sin olvidar, entre otros desafíos adicionales, los que se derivan de la lucha contra el calentamiento global y la transición ecológica (véase el capítulo 4 de este Informe). Para un análisis profundo de la situación del sector bancario español y de sus retos, se remite al lector al *Informe de Estabilidad Financiera*¹ publicado este mismo mes de mayo por el Banco de España.

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. Al mismo tiempo, en un contexto en el que las políticas europeas están desempeñando un papel cada vez más relevante en la evolución de la actividad económica de los distintos Estados Miembros (EEMM), también resulta indispensable seguir reforzando de forma decidida el marco institucional europeo (véase el epígrafe 4).

¹ Véase [Banco de España \(2022a\)](#).

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

En los últimos años, el Banco de España ha venido detallando, en diferentes informes², los principales retos que condicionarán el devenir de la economía española en el futuro. La mayoría de estos desafíos estaban presentes en nuestra economía desde mucho antes del estallido de la pandemia, como la necesidad de impulsar el crecimiento de la productividad, de corregir las disfuncionalidades existentes en varios mercados de bienes y factores —en particular, en el mercado laboral—, de reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas y de abordar los retos vinculados al envejecimiento de la población, a la desigualdad y al cambio climático. En cambio, otros son relativamente novedosos, como la necesidad de adaptarse a un proceso acelerado de digitalización de la actividad económica y a los cambios recientes en las dinámicas de la globalización.

En el marco de una estrategia integral de reformas estructurales, el Banco de España también ha venido planteando un amplio abanico de medidas de política económica que podrían contribuir a transformar en oportunidades los retos que enfrenta nuestro país (véase, por ejemplo, el esquema 2.1). A continuación se profundiza en estos retos y recomendaciones, a la luz de los últimos datos disponibles, de los trabajos analíticos más recientes y de los desarrollos que han tenido lugar en materia de políticas públicas durante los últimos meses.

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

Entre los mayores retos a los que se enfrenta la economía española figuran estimular la creación de empleo y reducir su precariedad. 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, de manera particularmente acusada en el caso de los jóvenes (véanse gráficos 2.1.1 y 2.1.2). Este colectivo, además, se ha visto sensiblemente afectado por tasas de parcialidad en el empleo que, desde la crisis financiera global, han crecido de forma considerable y han superado a las observadas en la Unión Económica y Monetaria (UEM) (véase gráfico 2.1.3).

La elevada precariedad tiene efectos económicos adversos en múltiples dimensiones. Por ejemplo, la precariedad en el empleo afecta al proceso de acumulación de capital humano de los trabajadores y, por esa vía, puede generar efectos muy persistentes sobre su carrera laboral. En particular, [García-Louzao, Hospido y Ruggieri](#) (2022) encuentran que la estabilidad laboral que ofrece un

² Véanse, por ejemplo, Banco de España (2020 y 2021a).



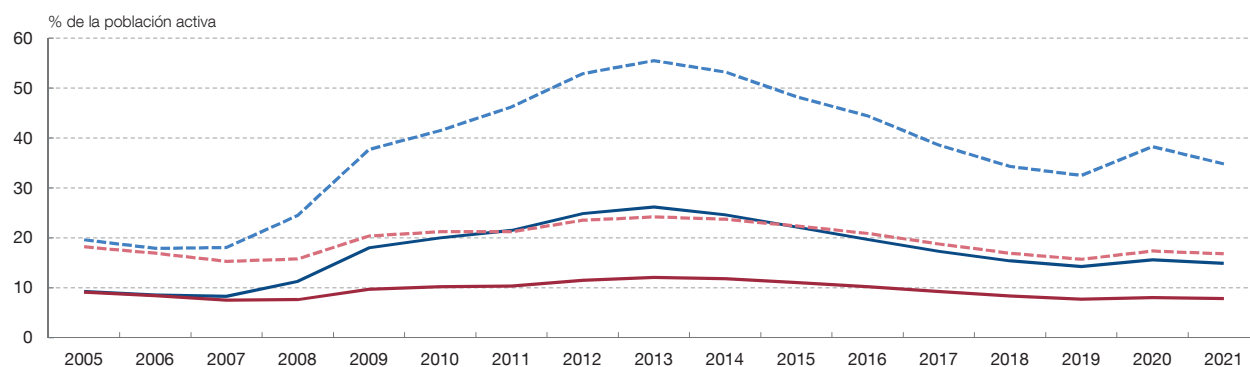
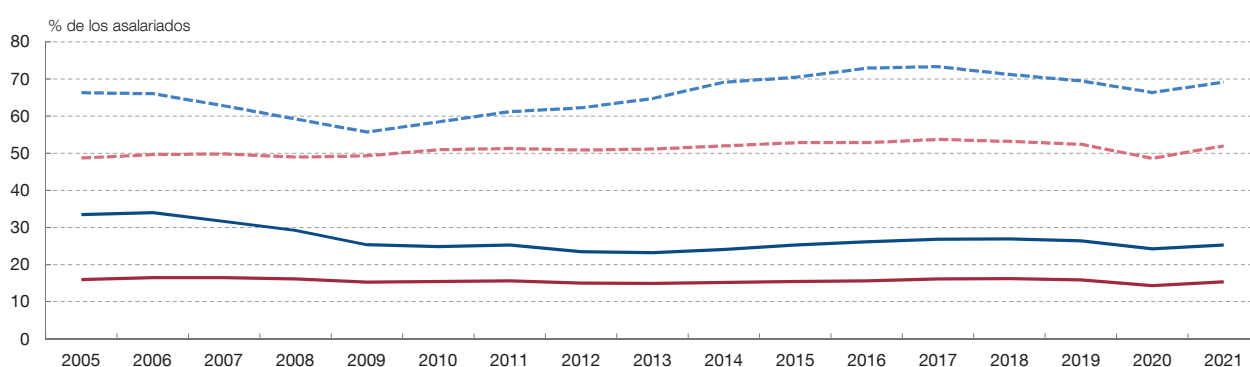
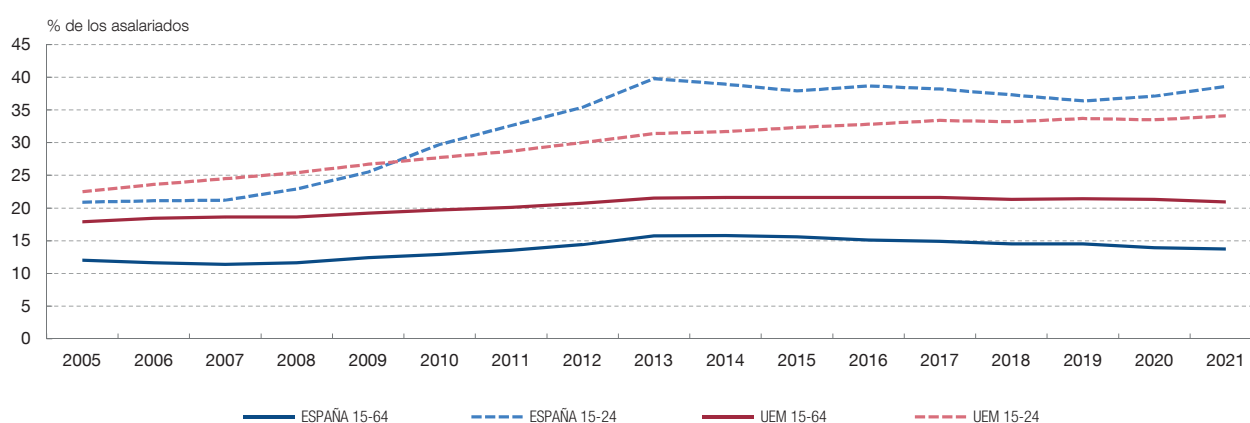
FUENTE: Banco de España.

contrato indefinido en España puede dar lugar a diferencias salariales de hasta 16 puntos porcentuales (pp) —acumulados a lo largo de quince años de vida laboral— entre un trabajador que disponga de este tipo de contrato y otro que tenga un contrato temporal (véase gráfico 2.2.1). Los efectos nocivos de la inestabilidad laboral se dejan sentir no solo en el proceso de acumulación de capital humano de los trabajadores afectados, sino también en el de sus familias. En particular, Ruiz-Valenzuela (2020) apunta a que los escolares españoles cuyos padres se enfrentan

Gráfico 2.1

DESEMPLEO, TEMPORALIDAD Y PARCIALIDAD

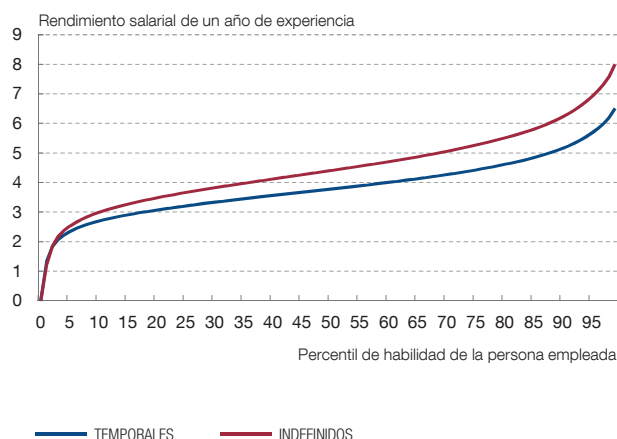
España ha presentado tradicionalmente tasas de desempleo y de temporalidad significativamente más elevadas que las del promedio de las economías del área del euro. Así, en 2021 la tasa de desempleo en España para la población de entre 15 y 64 años fue del 14,9 %, 7 pp más que la del área del euro, mientras que la tasa de temporalidad fue del 25,2 %, 10 pp más que la del área del euro. Estas diferencias se incrementan en el caso de los jóvenes. Este colectivo, además, también se ha visto sensiblemente afectado por tasas de parcialidad en el empleo que, desde la crisis financiera global, han crecido de forma considerable y han superado a las observadas en el conjunto de la UEM. En particular, la tasa de parcialidad de los jóvenes en España se situó en 2021 en el 38,7 %, 4,5 pp más que en la zona del euro.

1 TASA DE PARO**2 TASA DE TEMPORALIDAD****3 TASA DE PARCIALIDAD**FUENTE: Eurostat (*Labour Force Survey*).

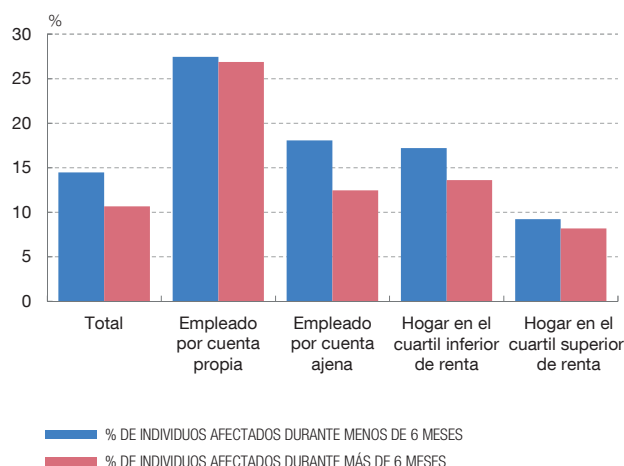
ALGUNOS EFECTOS ECONÓMICOS ADVERSOS DE LA PRECARIEDAD

Con datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales correspondientes al período 2005-2018, se observa que la estabilidad laboral que ofrece un contrato indefinido en España da lugar a diferencias salariales elevadas al cabo de los años. Asimismo, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias 2020 se observa que, en el período comprendido entre noviembre de 2020 y junio de 2021, un gran número de españoles experimentaron pérdidas de empleo, reducciones del número de horas o el cierre de sus negocios. De la encuesta se desprende que quienes quedaron afectados por suspensiones prolongadas de su actividad laboral declaran una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de sus rentas y un menor bienestar emocional.

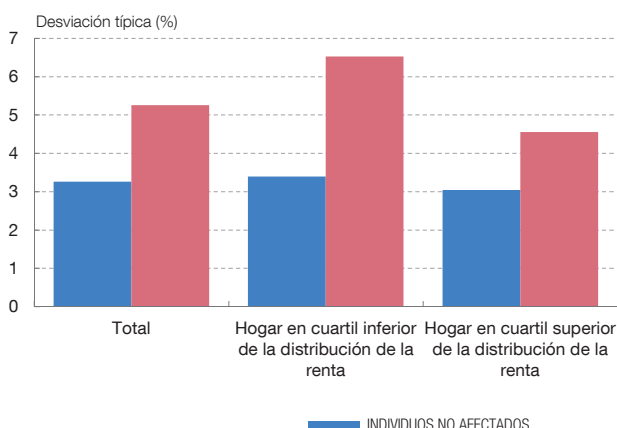
1 RENDIMIENTOS SALARIALES DE LA EXPERIENCIA, POR TIPO DE CONTRATO Y NIVEL DE CUALIFICACIÓN



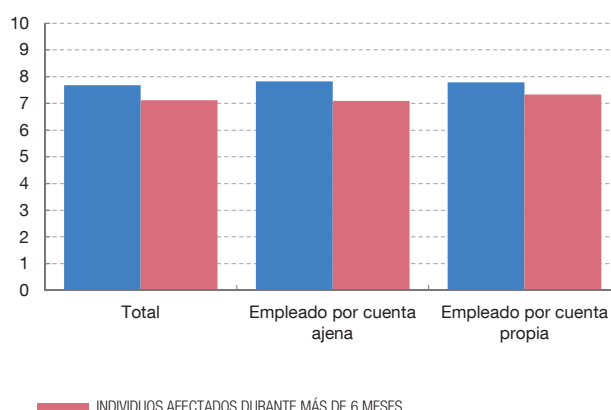
2 PORCENTAJE DE INDIVIDUOS AFECTADOS Y DURACIÓN



3 INCERTIDUMBRE RESPECTO A LOS INGRESOS FUTUROS



4 SATISFACCIÓN MEDIA: TOTAL Y POR ESTADO LABORAL EN 2019 (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (Muestra Continua de Vidas Laborales) y Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias 2020).

a La satisfacción media se mide a partir de una pregunta de la Encuesta Financiera de las Familias sobre «el grado de satisfacción con la vida de la persona informante considerando todos los aspectos conjuntamente». Un valor de 10 indicaría «totalmente satisfecho» y un valor de 0 indicaría «nada satisfecho». El gráfico muestra el valor medio para cada grupo.



a mayor inestabilidad en el empleo, por tener un contrato temporal, tienen una probabilidad 7,8 pp inferior a la del resto de acabar los estudios obligatorios a los 16 años. Al margen de estos canales, en la medida en que la precariedad del empleo afecta de forma particularmente intensa a los jóvenes, este fenómeno condiciona decisiones tan relevantes como las relativas a la emancipación, la formación de

nuevos hogares y la natalidad, y supone un factor clave para explicar la elevada desigualdad de ingresos per cápita en España³.

La precariedad en el empleo afecta no solo a las rentas de los hogares, sino también al grado de incertidumbre sobre su evolución futura. [Arellano et al.](#) (2021) apuntan a la existencia de una relación positiva entre precariedad laboral e incertidumbre. Esta relación fue evidente durante las fases iniciales de la pandemia. Si se analiza la última ola de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), se observa que, entre noviembre de 2020 y junio de 2021, el 25 % de los españoles de entre 18 y 64 años experimentaron episodios de pérdida de empleo, de reducción en el número de horas trabajadas o de cierre de sus negocios (véase gráfico 2.2.2). Dentro de este colectivo, más del 50 % recibieron ayudas públicas, ya fuera en forma de subsidios de desempleo o a través de los mecanismos específicos que se desplegaron para los trabajadores en expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) y para los autónomos en cese de actividad. Pues bien, a pesar del efecto amortiguador de estas ayudas públicas, se aprecia que, para aquellos trabajadores que estuvieron afectados durante más de seis meses por este tipo de episodios de reducción de la actividad laboral, las expectativas sobre la evolución futura de su renta mostraron un mayor grado de incertidumbre (véase gráfico 2.2.3).

Esta mayor incertidumbre tiene consecuencias directas sobre las decisiones de gasto, pero también sobre el bienestar emocional. De nuevo, tomando como referencia la reciente crisis sanitaria, la última EFF muestra que quienes quedaron afectados por suspensiones prolongadas de su actividad laboral durante la fase inicial de la pandemia —y experimentaron una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de su renta— declararon, meses después, niveles de satisfacción con su vida inferiores a los de los no afectados (véase gráfico 2.2.4)⁴.

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. En los últimos años, la creciente digitalización de la actividad económica ha dado lugar a nuevas formas de interacción entre la oferta y la demanda de trabajo. Algunos de estos desarrollos habrían permitido que las empresas no necesiten establecer —tanto como en el pasado— relaciones estables con determinados trabajadores, lo que habría favorecido la reducción de la duración de los contratos y el incremento de la parcialidad⁵. No obstante, esta mayor parcialidad también podría estar relacionada con que algunos trabajadores pudieran estar

3 Véase [Anghel et al.](#) (2018).

4 En el mismo sentido, [Martínez-Bravo y Sanz](#) (2021), haciendo uso de dos encuestas realizadas en nuestro país en mayo y en noviembre de 2020, apuntan a que una de las principales razones por las que los españoles con menores niveles de renta declararon haber experimentado una pérdida de bienestar emocional durante este período fue la pérdida de renta y de empleo.

5 Véanse, por ejemplo, [Acemoglu y Autor](#) (2011), [Feenstra y Hanson](#) (1999) y [Comin, Danieli y Mestieri](#) (2020).

interesados en utilizar este tipo de contratos para complementar los ingresos que obtienen de otros trabajos a tiempo parcial⁶.

A pesar del desarrollo —relativamente acelerado— de estas nuevas formas de empleo, aún se sabe muy poco sobre su importancia relativa y sus implicaciones.

En la práctica, es difícil obtener mediciones precisas en cuanto a la relevancia cuantitativa de estos nuevos modos de trabajo, ya que, por el momento, las estadísticas oficiales no están bien diseñadas para recogerlos. No obstante, a partir de las fuentes actuales —en concreto, de la Encuesta de Economía Colaborativa y Empleo de la Comisión Europea—, [Gómez y Hospido](#) (2022) encuentran que, en 2018, un 18,5 % de los trabajadores españoles habrían trabajado al menos de manera esporádica para las plataformas de comercio digital en nuestro país, el porcentaje más alto de los 16 países europeos incluidos en la encuesta, y muy por encima de los registrados, por ejemplo, en Alemania (un 12,1 %) o en Francia (un 8,4 %). Asimismo, este estudio señala que los trabajadores de estas plataformas digitales conforman un grupo muy particular, que no es directamente asimilable ni al colectivo de asalariados ni al de empleados por cuenta propia.

En este contexto, la reforma laboral aprobada en 2022 tiene como uno de sus principales objetivos la lucha contra la elevada temporalidad en el mercado de trabajo español⁷. Para conseguir este propósito, se han acordado un conjunto de medidas que, fundamentalmente, introducen límites más estrictos a la utilización de la contratación temporal, restringen la duración máxima de los contratos formativos y eliminan el contrato de obra y servicio —muy utilizado por las empresas antes de la entrada en vigor de la norma—. Asimismo, se permite a las subcontratas y a las empresas de trabajo temporal (ETT) la utilización del contrato fijo-discontinuo. En el marco de esta reforma, no se han contemplado, sin embargo, medidas que hagan más atractiva la contratación indefinida⁸.

En los últimos meses, la contratación indefinida se ha acelerado significativamente y la contratación temporal se ha reducido. Desde el verano de 2021, el ritmo de avance interanual de la contratación indefinida ha venido aumentando, al tiempo que se reducía el crecimiento de la contratación temporal (véase gráfico 2.3.1). Estas dinámicas se han intensificado desde comienzos de este año y han conducido a una marcada reducción de la tasa de temporalidad (véase gráfico 2.3.2).

⁶ Véase, por ejemplo, [Hall y Krueger](#) (2018).

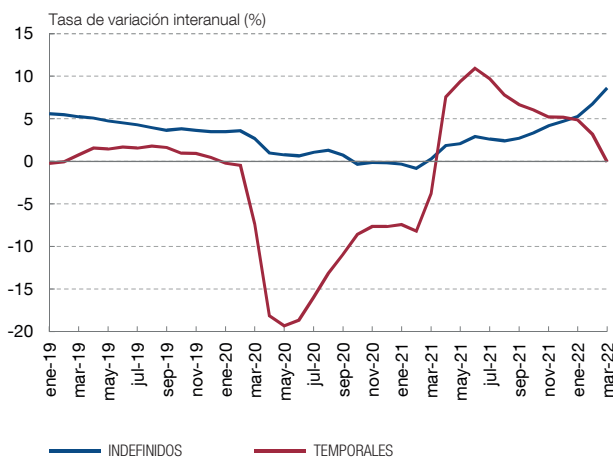
⁷ La reforma laboral entró en vigor el 28 de diciembre de 2021, con la publicación del [RDL 32/2021](#), de medidas urgentes para la reforma laboral, la garantía de la estabilidad en el empleo y la transformación del mercado de trabajo. Posteriormente, el 3 de febrero de 2022, fue convalidada en el Congreso sin modificaciones. Algunos elementos de esta reforma tienen una moratoria de tres meses en su aplicación.

⁸ La única excepción es el sector de la construcción, donde, para el personal adscrito a obras, la nueva reforma laboral introduce una razón adicional de finalización del contrato indefinido, bajo ciertos supuestos de inexistencia de vacantes para el trabajador en otras obras de la misma empresa, con un coste de despido del 7 % —que equivaldría a unos 25 días por año trabajado y que, por tanto, se situaría en un punto intermedio entre la protección del empleo temporal (12 días por año) y la del indefinido (33 días en el caso de despidos improcedentes)—.

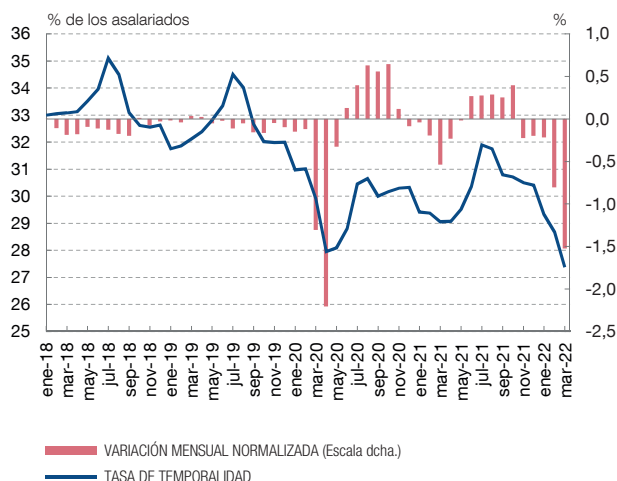
EVOLUCIÓN DE LA TEMPORALIDAD TRAS LA REFORMA LABORAL

Con datos de afiliación hasta marzo, los afiliados indefinidos intensificaron su crecimiento en términos interanuales, hasta un avance del 8,6 %, tras crecer un 4,7 % en diciembre, mientras que los temporales descendieron un 0,1 %, frente a un incremento interanual del 5,2 % en diciembre. La ratio de temporalidad descendió 3 pp respecto a diciembre.

1 AFILIADOS, POR TIPO DE CONTRATO



2 TASA DE TEMPORALIDAD



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.



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. En cualquier caso, algunos estudios para otros países que han aprobado reformas similares en el pasado apuntan a que habrían tenido un cierto coste en términos de menor creación neta de empleo⁹. Además, en la medida en que la reforma laboral ha facilitado la estabilidad contractual en las empresas de trabajo temporal, habrá que analizar qué tipo de desarrollo profesional presentan aquellos trabajadores que inicien su carrera en este tipo de empresas. Asimismo, será preciso determinar si la reforma induce una mayor o una menor rotación en el empleo y, como resultado, cómo se ven afectadas la acumulación de capital humano y la carrera laboral de los trabajadores¹⁰. Por otra parte, la regulación laboral también puede afectar al tipo de puestos de trabajo disponibles y, en definitiva, al tipo de empresas que se crean y a su productividad¹¹.

⁹ Véanse, por ejemplo, Palladino y Sartori (2022), para Italia, y Cahuc *et al.* (2022), para Portugal.

¹⁰ Véanse, por ejemplo, García-Pérez, Marinescu y Vall Castello (2018) y Garcia-Louzao, Hospido y Ruggieri (2022).

¹¹ Véase Blanchard y Tirole (2022).

En particular, existe literatura que apunta a que una mayor limitación de la temporalidad incrementaría la productividad empresarial, pero a costa de un mayor desempleo¹². Son, todas ellas, cuestiones extraordinariamente relevantes, que deberían ser objeto de un análisis riguroso en los próximos años.

Disponer de un diagnóstico en estas dimensiones es crucial para recalibrar, si fuera necesario, las características de los contratos. En este sentido, cabe remarcar que el Banco de España ha planteado en diversos informes^{13, 14} diferentes alternativas contractuales que permiten un reparto más equitativo de la protección del empleo de los trabajadores en función de su experiencia laboral, manteniendo una cierta flexibilidad en la contratación por parte de las empresas.

La reforma laboral también ha introducido cambios en la negociación colectiva. La nueva norma mantiene algunos de los mecanismos de flexibilidad interna —por ejemplo, los descuelgues y las modificaciones unilaterales de las condiciones de trabajo por parte del empresario— diseñados para empresas en dificultades, que fueron muy utilizados durante el anterior episodio recesivo de la economía española y, en menor medida, en la reciente crisis sanitaria. No obstante, la reforma generaliza la vigencia de los convenios tras su expiración hasta la firma de uno nuevo —aspecto conocido como «ultraactividad»— y elimina la posibilidad de que los convenios de empresa fijen salarios inferiores a los establecidos en el correspondiente convenio sectorial. Si bien estos cambios parecen de una importancia menor en comparación con el resto de la reforma¹⁵, será necesario analizar en qué medida pueden afectar a medio plazo al proceso de negociación colectiva, a los incrementos salariales pactados y al empleo, especialmente en aquellas empresas con menores niveles de productividad dentro de cada sector.

Además, la reforma ha facilitado los ERTE y ha creado un nuevo mecanismo para procesos de reestructuración sectorial. Tras el uso intenso y eficaz que se ha hecho de los ERTE durante la pandemia de COVID-19, la reforma ha introducido algunas modificaciones en la definición y en los procedimientos asociados a estos instrumentos para agilizar su uso en el futuro. Asimismo, se ha creado el Mecanismo RED, con dos modalidades. La modalidad cíclica está pensada para cuando exista una coyuntura macroeconómica desfavorable. La modalidad sectorial contempla situaciones en las que se aprecien cambios permanentes que generen necesidades

12 Véanse Pijoan-Mas y Roldan-Blanco (2022), de próxima publicación, para España; Hirsch y Mueller (2012), para Alemania, y Cappellari, Dell'Aringa y Leonardi (2012), para Italia.

13 Véase, por ejemplo, Banco de España (2021b).

14 Véase Banco de España (2021c), «Dualidad y costes de despido: un modelo basado en la acumulación de derechos en fondos individuales de los trabajadores», recuadro 2.4, *Informe Anual 2020*.

15 La eliminación de la ultraactividad en la reforma laboral de 2012 tuvo limitadas implicaciones prácticas, ya que se permitía que los convenios pactasen el mantenimiento de las condiciones anteriores hasta la firma de un nuevo convenio. Por otro lado, el peso de los convenios de empresa no aumentó tras la aprobación de dicha reforma, e incluso disminuyó.

de recualificación profesional en alguna rama de actividad. Se aprueban exenciones en las cuotas a la Seguridad Social de los trabajadores afectados según la modalidad y la duración del procedimiento, y en el caso del mecanismo sectorial estos deberán seguir un plan de recualificación que incluya formación. Estos esquemas han sido efectivos durante una perturbación, eminentemente temporal, como la crisis sanitaria, lo que hace suponer que podrían ser igual de valiosos ante situaciones macroeconómicas coyunturales. Sin embargo, no necesariamente tendrían por qué ser igual de oportunos en otro tipo de procesos más estructurales —como los que previsiblemente tendrá que abordar la economía española en los próximos años (véase el epígrafe 2.4)—, que son los que activarían la modalidad sectorial del Mecanismo RED. Por tanto, de cara al futuro, sería conveniente evaluar la efectividad de esta modalidad del Mecanismo RED —en términos de impulsar la empleabilidad y el mantenimiento del capital humano de los trabajadores afectados, pero también de facilitar la necesaria reasignación de recursos entre empresas y sectores— en relación con la de otros mecanismos que actualmente están pensados para reestructuraciones permanentes, como los expedientes de regulación de empleo.

2.2 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 paro estructural, impulsar la productividad y favorecer la creación de puestos de trabajo de mayor calidad¹⁶. En las últimas décadas se ha producido una importante mejora del nivel educativo de la población española. No obstante, España aún se encuentra, en esta dimensión, por detrás de otras economías de nuestro entorno. A modo de ilustración, en 2020 la tasa de abandono escolar en nuestro país era la mayor de la UE (véase gráfico 2.4.1).

Abordar este desafío es especialmente relevante en la coyuntura actual, en la que confluyen un intenso proceso de digitalización de la actividad económica, un acusado envejecimiento poblacional y distintos factores que pueden exigir una profunda reasignación sectorial de la actividad. Como se analiza en el epígrafe 2.4, existen en nuestro país notables diferencias en cuanto al posicionamiento relativo de los distintos sectores de actividad ante los principales retos que la economía y la sociedad deberán abordar en el medio y largo plazo¹⁷. Estas diferencias sugieren que, en los próximos años, podrían producirse importantes procesos de reasignación sectorial. En este contexto, resulta fundamental una política integral de formación que no solo incremente el nivel de capital humano de

16 Según los datos de Eurostat, referidos a 2021, en España el 36% de los autónomos, el 32,7% de los empleadores y el 26,5% de los trabajadores por cuenta ajena tienen un nivel de estudios bajo. Estos porcentajes son muy superiores a los que se observan en el conjunto del área del euro (21,3%, 19,1% y 17,9%, respectivamente). Véase [Hernández de Cos \(2020\)](#) para más detalles sobre estas diferencias.

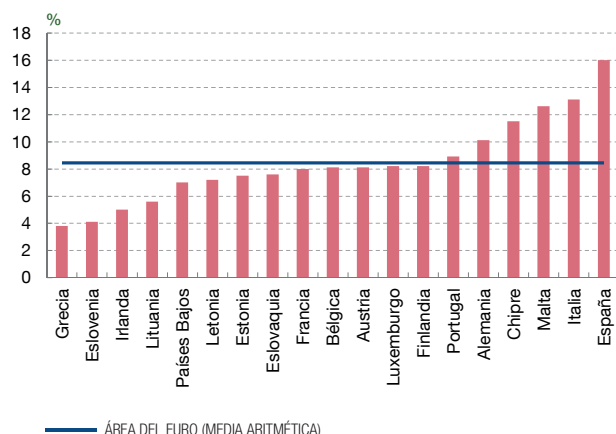
17 Véase [Fernández-Cerezo y Montero \(2021\)](#).

Gráfico 2.4

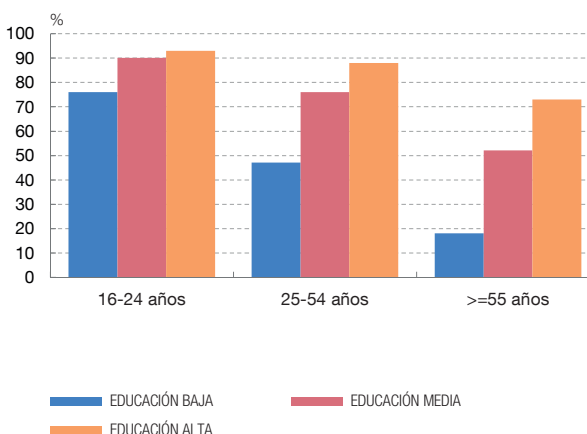
ESPAÑA PRESENTA AÚN UN IMPORTANTE RETO RELATIVO AL ABANDONO ESCOLAR ANTES DE LOS 25 AÑOS Y A LAS BAJAS COMPETENCIAS DIGITALES EN ALGUNOS COLECTIVOS

Si bien en las últimas décadas se ha producido una importante mejora en el nivel educativo de la población española, el 13,7 % de la población de entre 18 y 24 años abandonó prematuramente el sistema escolar en 2021, y fue el país peor posicionado de la zona del euro en 2020. Asimismo, en un contexto de transformación digital de muchos procesos productivos y de envejecimiento, es importante mejorar los conocimientos digitales de la población mayor de 55 años con baja formación. La Encuesta Financiera de las Familias muestra que desde 2002 se ha producido un aumento importante en el uso de la banca *online* por parte de los hogares, impulsado por el fenómeno de la digitalización. Sin embargo, este uso apenas ha mejorado y sigue estando en niveles muy reducidos para determinados grupos, como los de mayor edad y de menor renta, lo que genera diferencias sustanciales y en aumento con respecto al resto de la población.

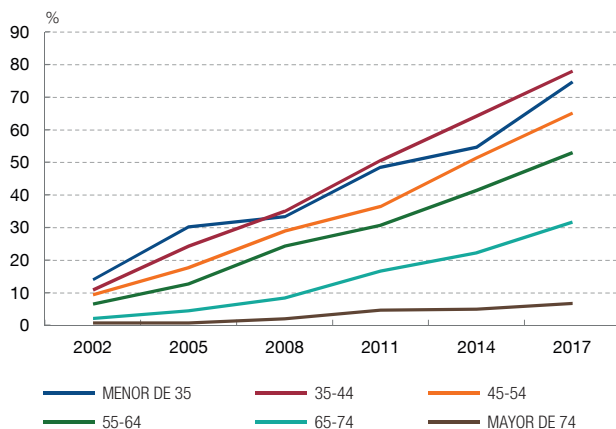
1 PORCENTAJE DE POBLACIÓN DE 18-24 AÑOS QUE HA ABANDONADO EL SISTEMA EDUCATIVO PREMATURAMENTE (2020)



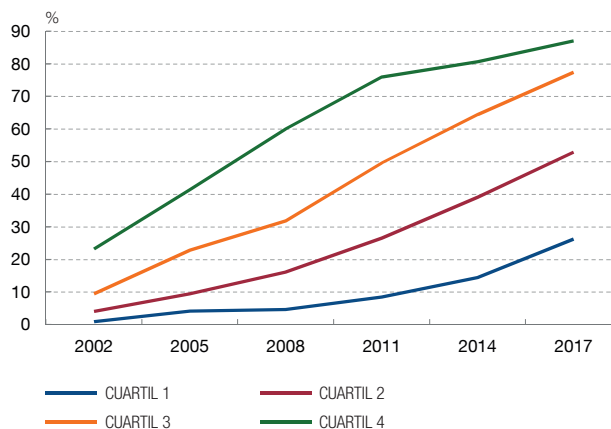
2 PORCENTAJE DE INDIVIDUOS CON HABILIDADES DIGITALES BÁSICAS O SUPERIORES, SEGÚN CARACTERÍSTICAS



3 USO DE BANCA ONLINE, POR EDAD



4 USO DE BANCA ONLINE, POR CUARTIL DE RENTA



FUENTES: Eurostat (*Labour Force Survey* y *EU survey on the use of ICT in households and by individuals*) y Banco de España (*Encuesta Financiera de las Familias*).



la población, sino que también lo adecúe a la demanda de habilidades requeridas en el mercado laboral, con objeto de favorecer la movilidad tanto dentro de un mismo sector como entre sectores¹⁸.

18 Véanse Anghel y Lacuesta (2020) y Anghel, Lacuesta y Regil (2020).

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. En las próximas décadas, más de un millón de trabajadores al año podrían ver cómo sus competencias quedan obsoletas¹⁹. En este sentido, es crucial que el sistema educativo formal —en especial, en sus ciclos superiores, mucho más especializados— adapte de forma rápida y flexible la oferta educativa a los cambios que tengan lugar en la economía. En este sentido, para absorber el aumento de la demanda de formación profesional, el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) español pretende incrementar en 200.000 plazas la oferta de los ciclos de Formación Profesional (FP) en los próximos años, lo que implicará la inversión de unos 254 millones de euros. Por otra parte, la [Ley Orgánica de Ordenación e Integración de la Formación Profesional](#) favorece la acreditación de competencias —no solo para estudiantes, sino también para adultos— e impulsa herramientas para incrementar la colaboración entre centros de formación, universidades y empresas. De cara al futuro, sería conveniente mejorar la información granular en cuanto a las condiciones de acceso y a las oportunidades profesionales que presentan las diferentes titulaciones de la FP, lo que permitiría que los estudiantes pudieran adoptar decisiones mejor informadas y que las autoridades identificasen posibles problemas de entrada.

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. De acuerdo con los datos de Eurostat, las habilidades digitales de estos colectivos están sensiblemente por debajo de las del resto de la población (véase gráfico 2.4.2)²⁰. Por su parte, los datos de la EFF ponen de manifiesto que el uso de la banca *online* entre estos colectivos es también muy reducido (véanse gráficos 2.4.3 y 2.4.4)²¹. En una coyuntura en la que se están produciendo continuos avances en la digitalización de los servicios financieros, esta evidencia apuntaría a la posibilidad de un mayor riesgo de exclusión financiera de estos grupos poblacionales.

Una estrategia integral de reciclaje 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. Existe evidencia de que, a medida que envejecen, las personas van perdiendo gradualmente algunas de las habilidades que son necesarias en el mercado laboral (para el caso español, véase

19 Véase [Estrategia España 2050](#).

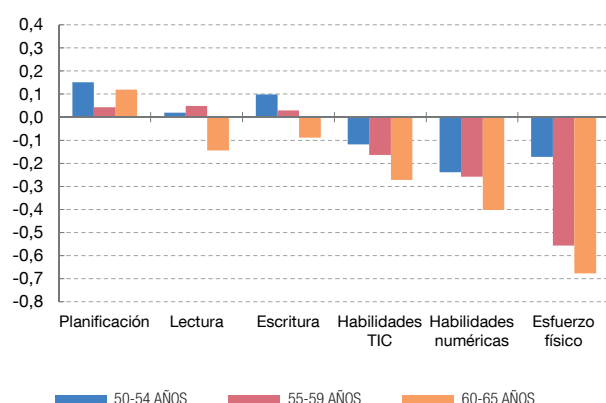
20 Cabe señalar, además, que las habilidades digitales de las mujeres de más de 55 años son particularmente bajas en comparación con las de los hombres. Así, el porcentaje de mujeres de entre 55 y 74 años con habilidades digitales básicas o superiores es del 36 %, muy por debajo del 46 % que presentan los hombres. Por el contrario, en los demás grupos de edad las mujeres igualan o superan a los hombres en estas habilidades.

21 Véase Crespo *et al.* (2022), de próxima publicación.

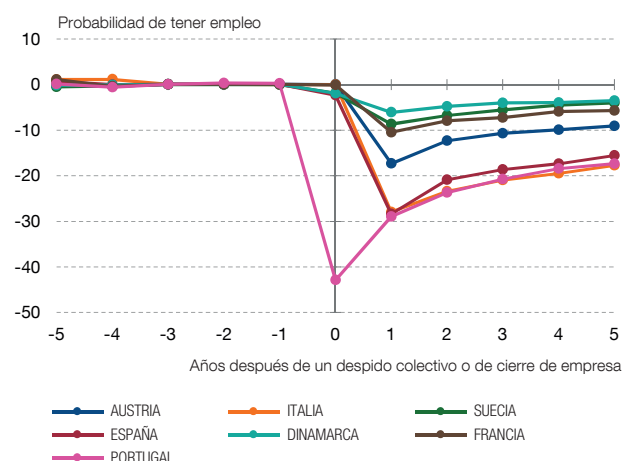
LAS PÉRDIDAS DE EMPLEO Y EL ENVEJECIMIENTO GENERAN PÉRDIDAS DE CAPITAL HUMANO EN LA POBLACIÓN

Existe un deterioro de ciertas habilidades a lo largo de la vida, algo importante dadas la rápida transformación tecnológica que sufren muchas ramas de actividad y la necesidad de avanzar en medidas que logren extender los años profesionalmente activos de los trabajadores. Asimismo, los empleados que pierden su empleo en despidos colectivos tienen en España una probabilidad de estar empleados, cinco años después del despido, 16 pp menor, una magnitud mayor que la observada en otros países de nuestro entorno. Esta mayor pérdida se explica, en parte, por el menor gasto en políticas activas en nuestro país.

1 CAMBIO EN LOS ÍNDICES DE USO DE HABILIDADES CON RESPECTO AL GRUPO DE EDAD DE 30-34 AÑOS (a)



2 EFECTO DE LA PÉRDIDA DE EMPLEO EN EL CAMBIO EN LA PROBABILIDAD DE TENER UN EMPLEO EN VARIOS PAÍSES DE LA UE (b)



FUENTES: OCDE (PIAAC) (2013), AMDB datos administrativos de la seguridad social de Austria (1984-2019), IDA base de datos de Dinamarca (1980-2018), DADS base de datos de Francia (1991-2018), INPS registros de la seguridad social italiana (1998-2005), QP base de datos de Portugal (1987-2018), Muestra Continua de Vidas Laborales para España (2005-2019), RAMS base de datos de la agencia tributaria sueca y LOUISE base de datos de Suecia (1994-2016).

- a Las barras representan los coeficientes estimados de un indicador para cada uno de los grupos de edad (50-54, 55-59 y 60-65) de una regresión que incluye sexo, nivel educativo y variables ficticias para el sector de actividad, para la ocupación y para cada grupo de edad. La variable dependiente es el índice de uso de las habilidades en el trabajo.
- b Cambio en la probabilidad de tener un empleo en relación con la probabilidad media de tenerlo en los cinco años anteriores al despido colectivo.



gráfico 2.5.1)²². Por tanto, conseguir que estos trabajadores puedan extender su vida laboral —como requiere el retraso de la edad de jubilación que España y otros países de nuestro entorno han venido aplicando en los últimos años para reducir la presión que el envejecimiento poblacional ejerce sobre el gasto de los sistemas públicos de pensiones (véase el epígrafe 3.1.1)— hace imprescindible avanzar en políticas de formación que frenen este deterioro de habilidades. Frente a esta necesidad, sin embargo, el porcentaje de personas activas que siguen cursos de formación no reglada en nuestro país disminuye de forma muy acusada —y más intensa que en otros países del área del euro— después de los 45 años. En cualquier caso, para que sea exitosa, una eventual estrategia de incremento de la formación de los trabajadores mayores debería estar acompañada de esquemas de movilidad funcional, así como de otras modificaciones contractuales dentro de la propia empresa, que permitan aprovechar de forma adecuada las habilidades que el trabajador ha adquirido con su experiencia y formación.

²² Véase Anghel y Lacuesta (2020).

Las políticas activas de empleo también resultan imprescindibles para limitar la pérdida de capital humano que se deriva de episodios de pérdida del empleo. Un estudio reciente²³ pone de relieve que, cinco años después de perder su puesto de trabajo en un despido colectivo, la empleabilidad de los trabajadores españoles se reduce significativamente (en 16 pp) respecto de la que mostraban antes de ser despedidos (véase gráfico 2.5.2). Este deterioro en la empleabilidad es mayor que el que sufren, por ejemplo, los trabajadores de Austria, Dinamarca, Francia o Suecia, y no viene explicado por diferencias en la composición de los trabajadores o de los empleos entre países. Se encuentra, además, que la variable que aumenta en mayor medida la empleabilidad en esas situaciones es el gasto destinado a políticas activas.

Es importante diseñar un sistema de políticas activas de empleo eficiente y eficaz. El Gobierno español se ha comprometido a aprobar antes de final de año una ley de empleo que aumente la eficacia del sistema estatal de empleo. Entre otros aspectos, se pretende mejorar la gestión interna de los datos que dan soporte a las prestaciones de desempleo y a las políticas activas —con vistas a permitir su evaluación—, digitalizar la atención al ciudadano, así como luchar contra el fraude. La experiencia internacional muestra que las técnicas de perfilado estadístico pueden ayudar a identificar a los desempleados más vulnerables y, así, a reducir los recursos en acciones dirigidas a otros desempleados que hubieran encontrado empleo sin necesidad de ningún tipo de ayuda pública²⁴. En este sentido, cada vez existe más investigación que utiliza técnicas de aleatorización controlada para evaluar la efectividad de diversas políticas activas en diferentes contextos y entre distintos colectivos²⁵. Así, sería deseable impulsar la colaboración entre la comunidad investigadora y las Administraciones Públicas (AAPP) para tratar de entender, a partir de estas técnicas, cuál sería el mejor diseño de los programas de subsidios al empleo, y de orientación y formación a los desempleados²⁶.

2.3 El reto de hacer frente a la desigualdad

Los niveles de desigualdad en la economía española ya eran elevados antes del estallido de la pandemia. Tomando como referencia la ratio entre el percentil 90 y el percentil 10 (P90/P10) de la distribución de la renta neta del hogar per cápita²⁷,

23 Véase Bertheau *et al.* (2022).

24 Véase Felgueroso, García-Pérez y Jiménez-Martín (2018).

25 Véase, por ejemplo, Card, Kluve y Weber (2018).

26 Por ejemplo, Levy-Yeyati, Montané y Sartorio (2019) encuentran que los programas de formación tienen mejores resultados, en promedio, si se destinan a formación específica de una industria en particular y se acompañan de incentivos monetarios.

27 La desigualdad en una economía puede aproximarse a través de distintos enfoques, que no tienen por qué ofrecer resultados similares. Por ejemplo, para determinadas cuestiones es posible que la medida más relevante de desigualdad sea una en la que se estima la dispersión en los salarios por hora que reciben los trabajadores. Sin embargo, en otros casos puede ser más relevante considerar medidas de desigualdad relativas al total de la

el gráfico 2.6.1 pone de manifiesto que, a pesar de que la desigualdad en España se redujo de forma significativa durante la última fase expansiva de nuestra economía, en 2019 permanecía considerablemente por encima de los registros alcanzados en 2007.

Probablemente esos niveles de desigualdad habrán aumentado como consecuencia de la crisis sanitaria, a pesar del importante papel mitigador que han desempeñado las políticas públicas. Aunque todavía no se dispone de estadísticas oficiales que permitan construir indicadores de desigualdad para el conjunto de la población española posteriores a 2019²⁸, distintas fuentes de información alternativas apuntan a que la pandemia habría dado lugar a un repunte de la desigualdad. Así, por ejemplo, [Aspachs et al.](#) (2022), utilizando datos anonimizados de más de tres millones de titulares de cuentas bancarias del período comprendido entre febrero de 2020 y julio de 2021, encuentran que en los primeros meses de la pandemia se produjo un fuerte aumento de la desigualdad, que no se revirtió por completo con posterioridad, en la medida en que algunos de los colectivos más vulnerables —por ejemplo, los trabajadores con menores ingresos, los jóvenes, los inmigrantes y las mujeres— seguían estando especialmente afectados por la crisis sanitaria. En el mismo sentido apuntan la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV), que muestra un notable incremento en 2020 del porcentaje de población en situación de carencia material severa (véase gráfico 2.6.2), y la Encuesta de Población Activa (EPA), que recoge un aumento en 2020 de la ratio P90/P10 de la distribución del salario mensual medio de los trabajadores cuyo empleo principal es por cuenta ajena (véase gráfico 2.6.3).

Para mitigar los efectos adversos —económicos y sociales— que implican unos elevados niveles de desigualdad, son necesarios el despliegue y la evaluación continua de actuaciones públicas en dimensiones muy diversas. Esto ocurre, por ejemplo, en los ámbitos de la regulación del mercado laboral (véase el epígrafe 2.1) y de las políticas educativas (véase el epígrafe 2.2), pero también en materia de las políticas de rentas y de las políticas de vivienda.

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. Existe una amplia literatura que estima los rendimientos privados de la educación —en términos de empleo y de ingresos—, que encuentra que estos son comparativamente elevados en relación con los de otras inversiones alternativas²⁹. También se ha documentado que el nivel educativo de los padres desempeña un papel determinante en la transmisión de conocimientos entre padres e hijos, por lo

renta —de las personas o de los hogares—, a la riqueza o al consumo, entre otras alternativas. Para más detalles sobre estas medidas de desigualdad en la economía española, véase [Anghel et al.](#) (2018).

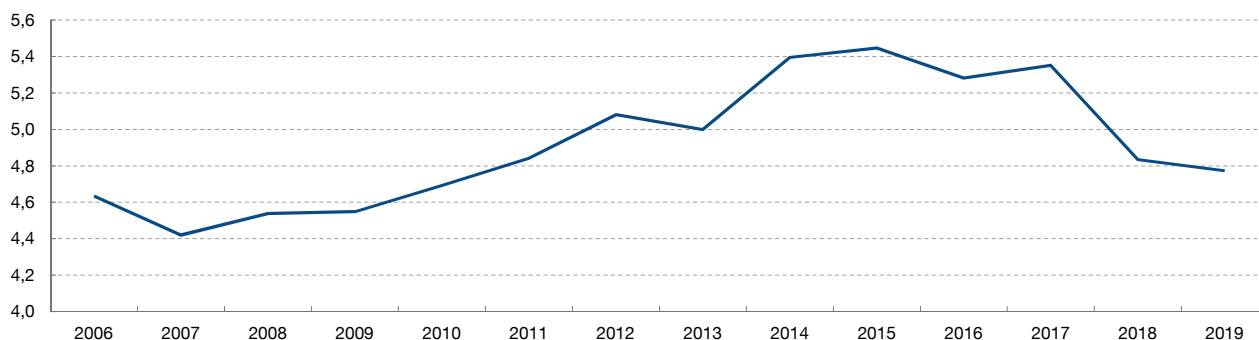
28 En los próximos meses, los microdatos de la EFF 2020 y de la ECV 2021 permitirán analizar con detalle la evolución de la desigualdad para una muestra representativa de hogares españoles.

29 Véase, por ejemplo, [Harmon, Oosterbeek y Walker](#) (2003).

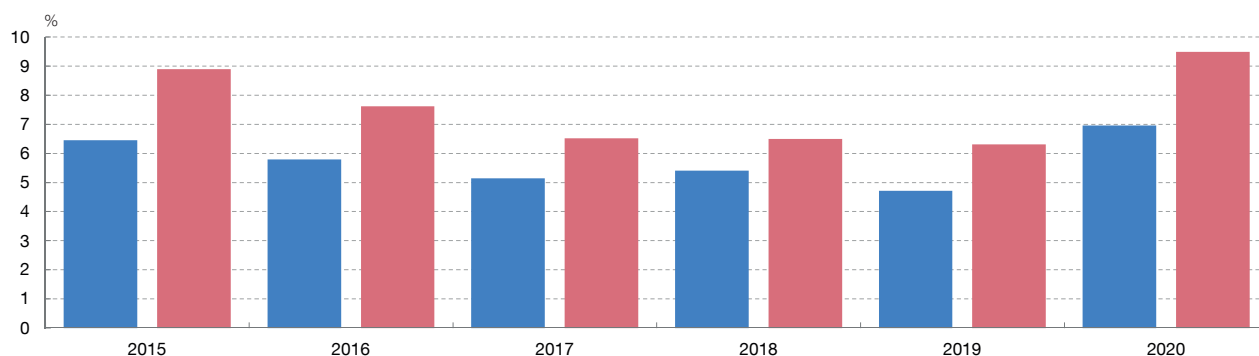
INDICADORES DE DESIGUALDAD

A pesar de que la desigualdad de la renta neta del hogar per cápita en España se redujo de forma significativa durante la última fase expansiva de nuestra economía, en 2019 permanecía considerablemente por encima de los registros alcanzados en 2007. Además, el porcentaje de la población en situación de carencia material severa en 2020 se situó en el 7 %, frente al 4,7 % de 2019. Entre los jóvenes, el aumento fue del 6,3 % al 9,5 %. La información sobre la distribución del salario mensual medio de los trabajadores cuyo empleo principal es por cuenta ajena muestra que la ratio P90/P10, que en 2019 era de 4,3, aumentó hasta 4,5 en 2020 para toda la muestra y hasta 4,6 para los jóvenes.

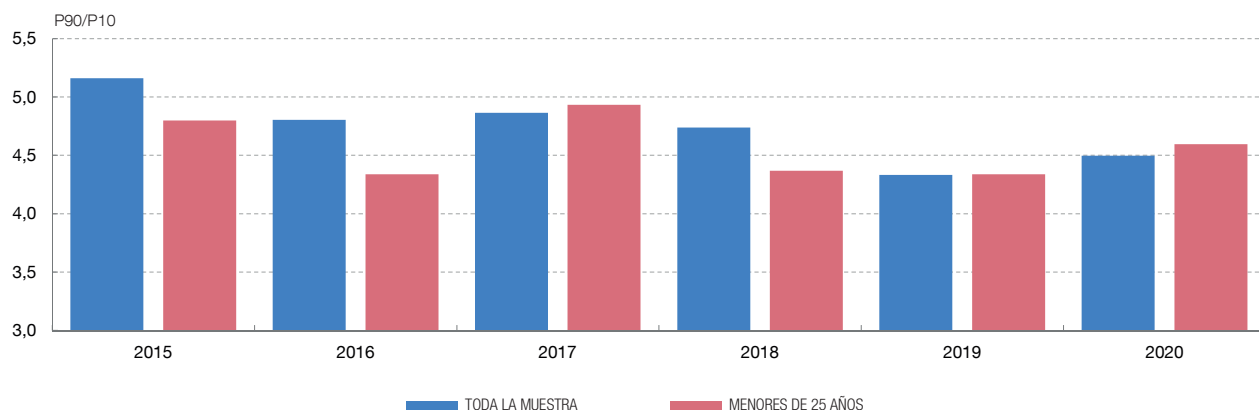
1 EVOLUCIÓN DE LA RATIO P90/P10 DE LA RENTA NETA DEL HOGAR PER CÁPITA (a)



2 PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN EN SITUACIÓN DE CARENCIA MATERIAL SEVERA



3 DESIGUALDAD DEL SALARIO MENSUAL



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Condiciones de Vida y Encuesta de Población Activa).

a La renta neta del hogar per cápita es la renta neta del hogar ajustada con la escala de equivalencia de la OCDE.



que incrementar el capital humano de una generación puede tener efectos beneficiosos no solo en el corto plazo, sino también de forma más persistente³⁰.

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. Tras casi dos años de experiencia del IMV, se han concedido 362.000 prestaciones a unos 824.000 beneficiarios, aún lejos del universo potencial de este instrumento —unos 2,3 millones de beneficiarios, correspondientes a unos 850.000 hogares—. Con el objetivo de llegar a más hogares, desde el establecimiento del IMV se han flexibilizado algunas de sus condiciones de acceso —como el tiempo de constitución de la unidad de convivencia, el requisito de vida independiente para menores de 30 años y los límites de renta—. De cara al futuro, sería deseable que la calibración precisa de estos requisitos se beneficie de las conclusiones que se extraigan de posibles evaluaciones periódicas de este instrumento, a las que la ley de creación del IMV obliga, como la que la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) espera publicar en el segundo trimestre de 2022.

Más allá de la prestación monetaria que supone el IMV, la inclusión social y laboral de las personas más vulnerables requiere de un conjunto de políticas dirigidas a dotar de una atención integral a este colectivo. La enorme casuística existente detrás de las situaciones socioeconómicas de estas personas incrementa el valor de realizar una evaluación continua de las distintas actuaciones públicas que están orientadas a este colectivo, de forma que se pueda asegurar su eficacia³¹. De acuerdo con este enfoque, la Seguridad Social ha firmado recientemente convenios con varias instituciones de investigación independientes y de reconocido prestigio para evaluar itinerarios de inclusión social ligados al IMV³².

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. Unos precios del alquiler elevados, en comparación con las rentas del trabajo, aumentan la proporción de población en riesgo de exclusión social y de hogares con capacidad de gasto restringida en otros bienes y servicios³³. De acuerdo con los datos de Eurostat, un 48,7 % de los españoles que vivían en alquiler a precios de mercado en 2020 estaban en riesgo de pobreza o de exclusión social —el porcentaje más elevado de la Unión Europea (UE), donde la tasa media se sitúa en un 32,3 %—, mientras que un 35,9 % de ellos dedicaban más del 40 % de su renta disponible a la vivienda —frente a un 25,8 % en el promedio de la UE— (véase gráfico 2.7).

30 Véase Björklund y Salvanes (2011).

31 Véase Duflo, Glennerster y Kremer (2007).

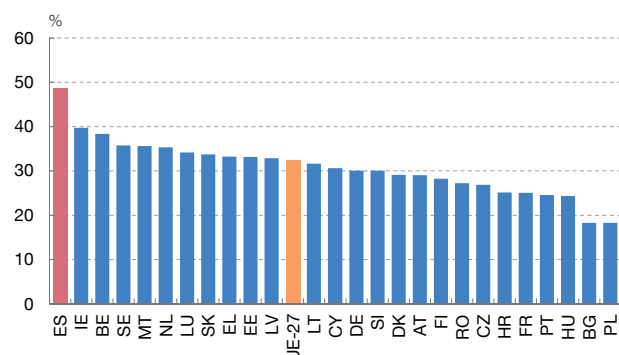
32 Véase Banco de España (2022b).

33 Véase Dirección General de Economía y Estadística (2020).

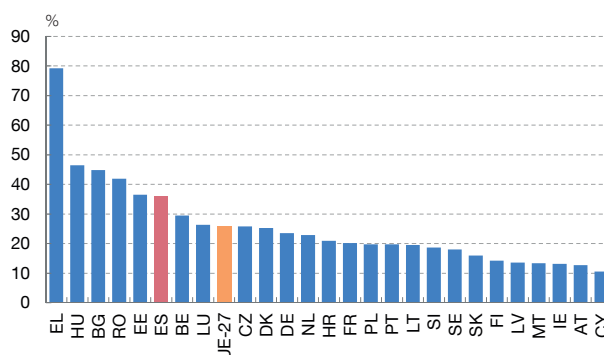
POBLACIÓN EN ALQUILER EN ESPAÑA EN COMPARACIÓN CON LA UNIÓN EUROPEA (2020)

Casi la mitad de los españoles que viven de alquiler a precios de mercado están en riesgo de pobreza o de exclusión social, lo que supone el récord de la UE, y algo más de un tercio de los españoles dedican más del 40 % de su renta disponible a vivienda, porcentaje también superior a la media de la UE.

1 EN RIESGO DE POBREZA O DE EXCLUSIÓN SOCIAL



2 DEDICA MÁS DEL 40 % DE SU RENTA DISPONIBLE A VIVIENDA



FUENTE: Eurostat.

a AT: Austria, BE: Bélgica, BG: Bulgaria, CY: Chipre, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HR: Croacia, HU: Hungría, IE: Irlanda, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PL: Polonia, PT: Portugal, RO: Rumanía, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia, UE-27: Unión Europea. No se dispone de información para Italia.



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. Entre las principales medidas de esta normativa, destacan las que se podrán aplicar en las áreas que las Comunidades Autónomas —que tienen la competencia en materia de vivienda— declaren como tensionadas; en particular, el control de rentas y la prórroga del contrato durante tres años si así lo desea el inquilino. Adicionalmente, se modifica la bonificación fiscal por ingresos por alquiler en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) —y se reduce en el impuesto sobre sociedades—, se establece la posibilidad de aplicar un recargo en el impuesto sobre bienes inmuebles a las viviendas deshabitadas, se reserva el 30 % del suelo urbanizado en las nuevas promociones para vivienda protegida —y se destina la mitad de este suelo al alquiler a precio limitado—, se prohíbe la privatización de las viviendas públicas para alquiler y se incrementan los plazos de ejecución de desahucios en el caso de viviendas habituales de hogares vulnerables.

Algunas de las medidas que contempla el proyecto de ley, como el control de rentas³⁴, podrían no tener el efecto deseado. La evidencia reciente muestra que,

34 En las áreas tensionadas, a los grandes tenedores con personalidad jurídica se les limita el precio máximo de los alquileres por el contrato anterior o conforme al sistema de índices de precios de referencia, mientras que a los pequeños propietarios y a los grandes tenedores sin personalidad jurídica se les congela el precio de alquiler, si bien estos propietarios podrán subir el alquiler hasta en un 10 % si firman un contrato con una duración de 10 años o si realizan ciertas obras de mejora.

en general, las políticas de control de rentas pueden ser efectivas para moderar a corto plazo el precio de los alquileres en los segmentos regulados, pero, al mismo tiempo, pueden causar aumentos de los precios del alquiler de vivienda en los segmentos no regulados del mercado³⁵. A medio plazo, especialmente cuando este tipo de medidas se mantienen durante períodos prolongados, también pueden aparecer otros efectos adversos potencialmente significativos, como una contracción de la oferta o una falta de mantenimiento de los inmuebles. En cualquier caso, para poder aplicar eficazmente este tipo de medidas es imprescindible disponer de estadísticas que identifiquen adecuadamente las zonas tensionadas.

También existen dudas sobre la efectividad de otras medidas incluidas en el proyecto de ley, como las ayudas a los jóvenes o las modificaciones de los beneficios fiscales. Respecto a las ayudas a los jóvenes³⁶, la evidencia empírica sugiere que, en un mercado con una oferta relativamente inelástica, se corre el riesgo de que se produzca una transferencia de renta del sector público a los propietarios de las viviendas en alquiler, con subidas de precios que sufren también los inquilinos que no reciben el subsidio³⁷. Por otro lado, si bien ha habido un aumento de los beneficios fiscales para aquellos propietarios que alquilan a jóvenes de hasta 35 años —en caso de que las rentas no sobrepasen unos topes máximos—, también se ha reducido la deducción general del 60 % al 50 %.

El proyecto de ley no contempla algunas actuaciones que podrían suponer un impulso estructural significativo de la oferta de vivienda en régimen de alquiler. En particular, la nueva norma no considera medidas que doten de una mayor seguridad jurídica efectiva a los propietarios de vivienda en régimen de alquiler. Tampoco revisa ciertas regulaciones que impiden, dificultan o demoran la construcción de vivienda nueva o que restringen el uso residencial de los inmuebles, cuya modificación podría reducir las tensiones en los precios inmobiliarios en mercados locales que experimentan episodios de insuficiencia relativa de vivienda.

2.4 El reto de incrementar el tamaño empresarial, facilitar la reasignación sectorial y fomentar la innovación

Las empresas españolas presentan un tamaño muy reducido en comparación internacional, un fenómeno que no viene explicado por la estructura sectorial de nuestra economía. Según los datos de demografía empresarial de Eurostat, en 2019

35 Véase [López-Rodríguez y Matea \(2020\)](#).

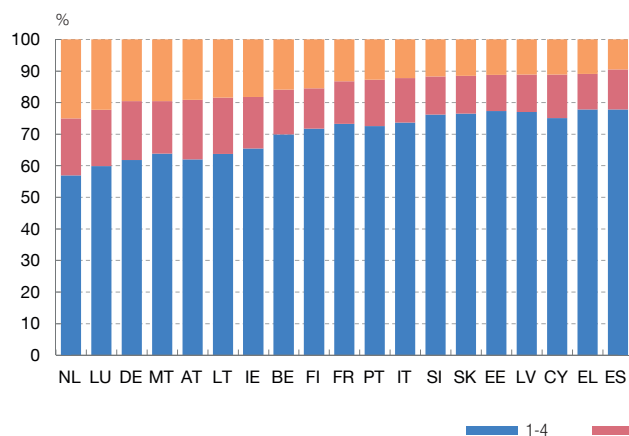
36 Desde el 1 de enero de 2022, las personas de entre 18 y 35 años que viven de alquiler con una renta arrendaticia máxima de 600 euros mensuales y que tienen unas rentas del trabajo por ejercicio inferiores a tres veces el indicador público de renta de efectos múltiples (IPREM) pueden acceder al bono de alquiler joven de 250 euros mensuales durante dos ejercicios. Los límites en cuanto a la cuantía del alquiler y de las rentas del trabajo podrán ser mayores (hasta 900 euros mensuales el primero y hasta cuatro veces el IPREM el segundo) si la oferta de vivienda en alquiler lo justifica. Para más detalles, véase el [RD 42/2022](#).

37 Véase [López-Rodríguez y Matea \(2020\)](#).

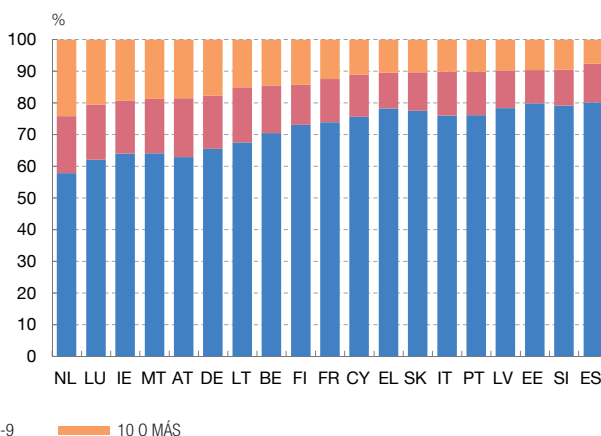
LA DEMOGRAFÍA EMPRESARIAL ESPAÑOLA DESTACA POR EL PESO ELEVADO DE LAS EMPRESAS DE REDUCIDO TAMAÑO, INDEPENDIENTEMENTE DEL SECTOR

Según los datos de demografía empresarial de Eurostat, España seguía siendo en 2019 el país con mayor porcentaje de empresas con menos de cinco empleados, independientemente del sector que se analice. Esto supone un reto para el crecimiento de la productividad y la resiliencia del tejido empresarial español.

1 PORCENTAJE DE EMPRESAS SEGÚN EL NÚMERO DE TRABAJADORES, POR PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (a)



2 PORCENTAJE DE EMPRESAS SEGÚN EL NÚMERO DE TRABAJADORES, POR PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO. SECTOR SERVICIOS (b)



FUENTE: Eurostat (*Structural Business Statistics*).

NOTA: AT: Austria, BE: Bélgica, CY: Chipre, DE: Alemania, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, IE: Irlanda, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PT: Portugal, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia.

a Último dato disponible: 2019. Los datos de Irlanda corresponden a 2018 y los de Bélgica a 2017.

b Último dato disponible: 2019. Los datos de Irlanda corresponden a 2018.



(último año disponible) España era el país de la UE con un mayor porcentaje de empresas con menos de cinco empleados (véase gráfico 2.8.1). Este reducido tamaño empresarial, que viene caracterizando a nuestro tejido productivo de forma persistente en las últimas décadas, no puede achacarse a la particular composición sectorial de la economía española, pues es un fenómeno que también se aprecia cuando el tamaño de las empresas se compara internacionalmente dentro de ramas de actividad específicas, como los servicios (véase gráfico 2.8.2), las manufacturas o la construcción.

El reducido tamaño del tejido empresarial español es uno de los factores que inciden en la baja productividad agregada en nuestro país. Esto se debe no solo a que la productividad tiende a aumentar con el tamaño empresarial, sino también a que es precisamente en las compañías españolas de menor tamaño donde se observa un diferencial de productividad más negativo con respecto a sus equivalentes europeas, incluso cuando se tiene en cuenta la distinta composición sectorial de estas economías. Además, en la medida en que las compañías más pequeñas tienen mayores dificultades o una menor propensión a invertir en innovación, el limitado tamaño de nuestras empresas también explicaría, en parte, que las actividades innovadoras en España muestren una menor relevancia con respecto a las de otros países europeos, aspecto que volvería a repercutir en un menor dinamismo de la productividad. En efecto, de forma persistente en el tiempo,

se aprecia que el esfuerzo innovador en nuestro país es menor que en el conjunto de la UE-27 —por ejemplo, en el promedio de 2015-2020 la inversión empresarial en I+D+i en España se situó en el 0,7 % del producto interior bruto (PIB), mientras que en la UE esta partida supuso el 1,4 % del PIB—. Esta brecha se debe, en buena medida, al menor porcentaje de empresas innovadoras en la economía española —un 31 % en España, frente a un 50 % en la UE³⁸—. Por otra parte, un peso relativo muy elevado en el tejido productivo de las compañías de menor tamaño también supone una mayor vulnerabilidad para el conjunto de la economía ante perturbaciones macrofinancieras adversas o ante procesos de transformación estructural, puesto que estas empresas suelen presentar una menor capacidad de adaptación y un acceso más limitado a la financiación externa³⁹.

Como ilustración, la pequeña empresa española no se está beneficiando de forma generalizada de los cambios en los procesos de comercialización que se han abierto con la digitalización. En efecto, los datos de la Encuesta de Competencias Financieras en las pequeñas empresas, elaborada por el Banco de España, correspondientes a 2021 apuntan a que solo el 51 % de las empresas de menos de 10 trabajadores disponen de un sitio web específico para presentar sus productos o servicios (véase gráfico 2.9.1). Asimismo, menos de un 30 % de las pequeñas empresas señalan que las ventas de sus productos o servicios a través del sitio web de su empresa tienen una importancia elevada, porcentaje que es incluso más reducido en el caso de las ventas *online* a través de plataformas digitales (véase gráfico 2.9.2). En un contexto en el que existe una clara tendencia al alza en el uso del comercio electrónico por parte de los hogares⁴⁰, esta evidencia permite ilustrar alguna de las implicaciones negativas para la resiliencia y el grado de dinamismo de la actividad que se derivan del reducido tamaño empresarial en nuestro país.

Es imprescindible analizar con profundidad los diferentes motivos que están sesgando el tejido productivo español hacia compañías pequeñas de baja productividad, así como mitigar sus efectos⁴¹. Como se analiza a continuación, estos motivos tienen que ver con aspectos muy diversos, entre los que destacan, por ejemplo, la cantidad y la calidad de la regulación, y los mecanismos que condicionan la creación, el crecimiento y la disolución de las empresas. Además, como parte de una estrategia favorecedora del crecimiento empresarial, sería conveniente fomentar que las compañías de menor tamaño pudieran acceder a una mayor diversidad de

38 Véase [Community Innovation Survey](#), de Eurostat.

39 Esta mayor vulnerabilidad asociada a un menor tamaño empresarial ha resultado evidente ante las últimas perturbaciones negativas sufridas por la economía española. Véase, por ejemplo, [Blanco et al. \(2020\)](#). Por otra parte, el capítulo 4 de este Informe apunta a que la pequeña empresa española también parece estar poco preparada, en términos relativos, ante los notables desafíos climáticos que será necesario enfrentar en los próximos años.

40 Según la encuesta del Instituto Nacional de Estadística (INE) sobre el equipamiento y el uso de tecnologías de información y comunicación en los hogares, el 55,2 % de la población española de entre 16 y 74 años había comprado por Internet en 2021, 8,3 pp más que en 2019.

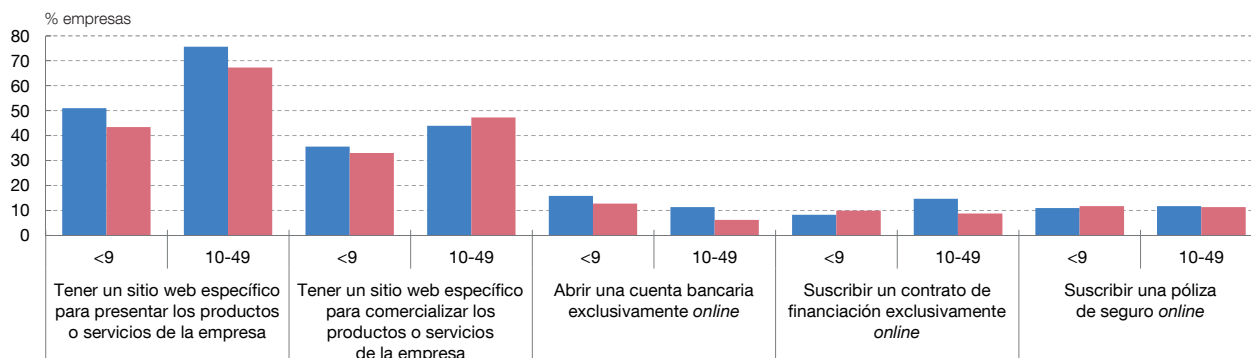
41 Véase [Banco de España \(2016\)](#) para un análisis detallado de los diferentes factores que afectan la demografía empresarial.

Gráfico 2.9

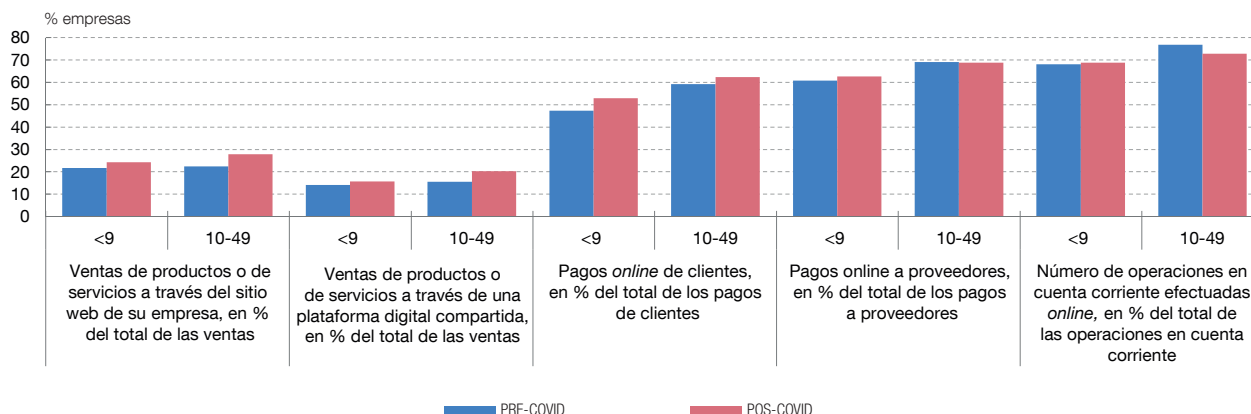
LAS PEQUEÑAS EMPRESAS ESPAÑOLAS HACEN UN USO REDUCIDO DE LOS MEDIOS DIGITALES PARA REALIZAR SUS VENTAS

La digitalización es un medio importante para las empresas pequeñas españolas, sobre todo con el objetivo de presentar sus productos. En general, las empresas pequeñas usan los medios digitales para recibir o enviar pagos, pero solo una fracción muy reducida se beneficia de medios digitales para realizar una parte importante de sus ventas.

1 ALGUNOS USOS DE MEDIOS DIGITALES PARA LA OPERATIVA EMPRESARIAL, SEGÚN EL TAMAÑO DE LA EMPRESA



2 ALGUNAS OPERACIONES A TRÁVES DE MEDIOS DIGITALES, SEGÚN EL TAMAÑO DE LA EMPRESA



FUENTE: Banco de España (Encuesta de Competencias Financieras en las pequeñas empresas 2021).



fuentes de financiación externa en condiciones más favorables y reforzar las políticas de apoyo a la innovación empresarial —lo que exigiría un impulso de las sinergias entre las distintas instituciones públicas y privadas que realizan innovación, así como una revisión y un diseño riguroso de los incentivos fiscales y de los subsidios directos a proyectos de I+D+i en nuestro país—^{42, 43}. De hecho, estos dos objetivos estarían relacionados en cierta medida, en particular a través del impulso del acceso

42 El PRTR otorga una importancia significativa al impulso de la inversión en actividades de I+D+i, a las que se destina el 18 % del total de los recursos del programa NGEU que podría recibir nuestro país.

43 En su evaluación de los incentivos fiscales a la I+D+i en España, la *Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal* (2020b) señaló las dificultades que tenían las empresas innovadoras de menor dimensión para obtener apoyo a través de la financiación pública, debido tanto a los requisitos administrativos de acceso como a las regulaciones que limitaban la aplicación de las deducciones o la obtención de su monetización en el impuesto sobre sociedades.

de las compañías pequeñas a las empresas de capital riesgo, que, en términos relativos, están especializadas en la financiación de empresas en sus etapas iniciales y de actividades innovadoras.

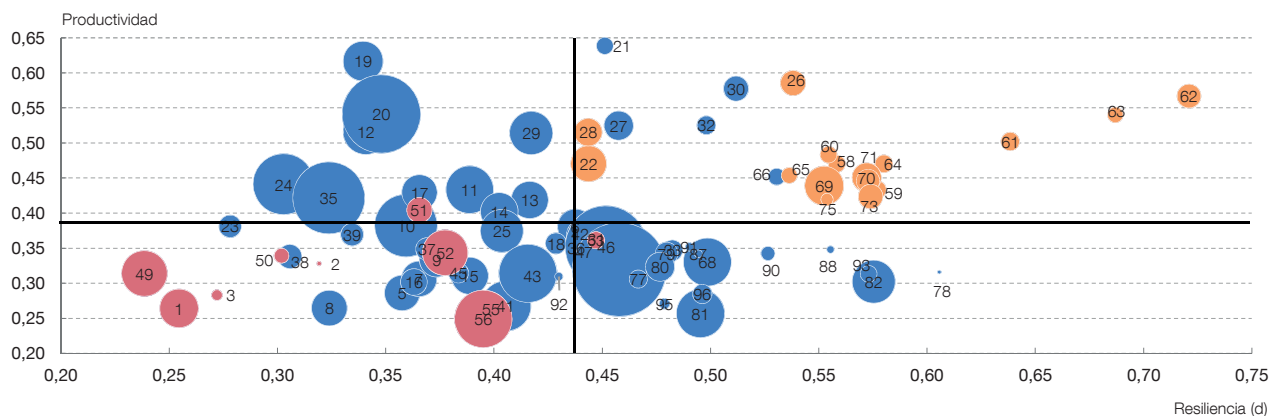
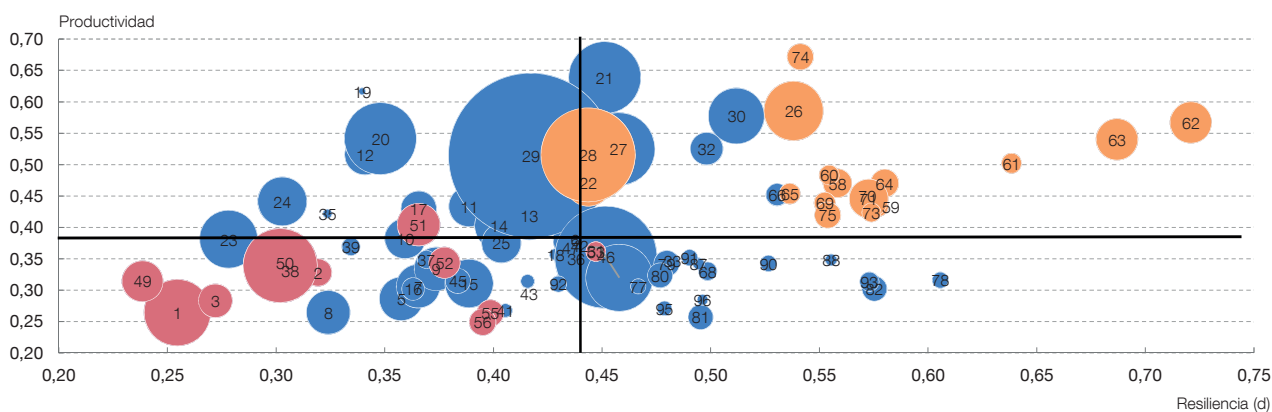
Muchas de las iniciativas que podrían desplegarse para favorecer el crecimiento empresarial también facilitarían los procesos de reasignación de la actividad entre sectores y empresas que la economía española deberá afrontar, previsiblemente, en los próximos años. En este sentido, conviene resaltar que un trabajo reciente del Banco de España⁴⁴ aprecia una notable heterogeneidad en cuanto al posicionamiento de las distintas ramas de actividad en la economía española ante un entorno más digital, en el que también se están produciendo otras profundas transformaciones estructurales, como las inducidas por la transición ecológica y el envejecimiento poblacional. Este trabajo identifica que los servicios de actividades profesionales, científicas y técnicas, los servicios de información y comunicaciones, las actividades financieras y de seguros, así como la fabricación de maquinaria, de productos informáticos, electrónicos y ópticos, y la de productos farmacéuticos, son los sectores de nuestra economía que están mejor preparados para hacer frente a los retos que, en los próximos años, entrañará la transición digital, ecológica y demográfica. Por el contrario, se observa que la hostelería, el sector primario y los servicios de transporte se encuentran en una situación de mayor vulnerabilidad a la hora de enfrentarse a dichos desafíos. Este posicionamiento tan heterogéneo de las empresas y de las ramas de actividad españolas ante los retos estructurales que condicionarán el devenir de la economía en el futuro más inmediato sugiere que, para aprovechar las oportunidades que se derivan de estos desafíos, será necesario acometer un profundo proceso de reasignación sectorial y empresarial de la actividad. De hecho, el estudio mencionado señala que los sectores de nuestro país que están mejor posicionados para abordar los desafíos que implicará la transición digital, ecológica y demográfica presentan, precisamente, un tamaño reducido en nuestra economía, tanto en comparación con otros sectores nacionales peor preparados como en relación con las ramas de actividad equivalentes en otras economías de nuestro entorno (véase gráfico 2.10).

Una de las dimensiones en las que sería necesario actuar es la de 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. Esta evolución de la regulación española —es decir, del conjunto de normas aprobadas por las distintas AAPP— ha tenido que ver tanto con un aumento en el volumen de las normas aprobadas como con una menor legibilidad de ellas y una mayor complejidad de sus interrelaciones. En particular, en 2021 las administraciones españolas publicaron más de 12.700 normas nuevas, una cantidad cuatro veces mayor que la que se observó en los primeros años de la democracia. La evidencia empírica reciente

44 Véase [Fernández-Cerezo y Montero \(2021\)](#).

POSICIONAMIENTO DE LOS SECTORES ESPAÑOLES ANTE LOS PRINCIPALES RETOS ECONÓMICOS (a)

Los servicios de actividades profesionales, científicas y técnicas (69-75), información y comunicaciones (58-63), y actividades financieras y de seguros (64-65), así como la fabricación de maquinaria (28), productos informáticos, electrónicos y ópticos (26), y la de productos farmacéuticos (22), se encuentran bien posicionados en términos tanto de productividad como de resiliencia, pero, en general, son sectores con una reducida dimensión en la economía española (burbujas naranjas). Por el contrario, la hostelería (55-56), el sector primario (1-3) y los servicios de transporte (49-53) presentan las mayores vulnerabilidades en las dimensiones analizadas (burbujas rojas).

1 CENTRALIDAD INTERNA (b)**2 CENTRALIDAD EXTERNA (c)**

FUENTE: Banco de España.

- a El tamaño de las burbujas indica el grado de centralidad.
- b La centralidad interna refleja la importancia de cada sector como cliente y proveedor de la cadena de producción, así como su peso en el conjunto de la economía en términos de empleo, número de empresas o exportaciones, entre otros.
- c La centralidad externa tiene en cuenta el peso de las exportaciones del sector sobre el total de las exportaciones del país y la diferencia entre la proporción de la producción que se destina a la exportación y la proporción de los materiales importados para fabricar una unidad de producto en cada sector.
- d La resiliencia agrupa un número de indicadores sectoriales para hacer frente a las transformaciones tecnológica y digital, la transición energética y el envejecimiento poblacional [véase Fernández-Cerezo y Montero (2021)].



señala que este mayor volumen y la complejidad de la regulación podrían tener un impacto negativo tanto en la dinámica empresarial como en la productividad de la economía española⁴⁵. Así, por ejemplo, se ha estimado que un incremento del 1 % en

⁴⁵ Véanse, por ejemplo, Mora-Sanguinetti y Soler (2022), Mora-Sanguinetti y Pérez-Valls (2021) y De Lucio y Mora-Sanguinetti (2022).

la legibilidad de la normativa podría elevar la productividad por hora trabajada un 0,07 %.

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. Entre otras medidas, este proyecto de ley reduce el coste y los trámites de constitución de las sociedades mercantiles⁴⁶ y refuerza los órganos que velan por la unidad de mercado regulatoria. De cara al futuro, sería conveniente abordar, además, otras cuestiones, como la revisión de los umbrales regulatorios en el ámbito laboral y tributario —asociados a niveles arbitrarios de tamaño empresarial—, que desincentivan el crecimiento de las empresas⁴⁷, y la mitigación de la morosidad de las AAPP, que dificulta la financiación empresarial, especialmente en el caso de las pequeñas empresas.

Por su parte, la reforma de la Ley Concursal introduce cambios significativos en el ámbito concursal y preconcursal⁴⁸. Entre sus novedades, destaca la introducción de la reestructuración de las deudas empresariales en una fase temprana mediante un nuevo mecanismo preconcursal denominado «plan de reestructuración». Además, se mejora el mecanismo de segunda oportunidad —tanto para consumidores como para empresarios— y se introduce la posibilidad de exoneración sin liquidación previa del patrimonio del deudor y mediante un plan de pagos, extendiendo la exoneración del pasivo insatisfecho al crédito público —si bien todavía en una cantidad relativamente limitada—. Por último, se introduce un procedimiento específico para microempresas⁴⁹, caracterizado por una simplificación procesal máxima y por el recurso a las nuevas tecnologías, para que resulte menos costoso y más rápido que el concurso de acreedores general. En este procedimiento, la intervención del juez solo se producirá para adoptar las decisiones más relevantes o cuando exista una cuestión litigiosa que las partes eleven al juzgado.

Esta reforma concursal podría contribuir a corregir parte de las ineficiencias que presentan los mecanismos de insolvencia actuales, si bien no está claro hasta qué punto serán eficaces algunos de los nuevos procedimientos⁵⁰. En

46 Por ejemplo, se reduce de 3.000 euros a 1 euro el capital social mínimo para constituir una sociedad de responsabilidad limitada y se promueve su creación telemática, con la consiguiente reducción de plazos y de costes notariales y registrales.

47 Véase [Almunia y López-Rodríguez](#) (2018).

48 Este proyecto normativo incluye la transposición de la Directiva europea de reestructuración e insolvencia, e introduce otras reformas en el ámbito concursal y preconcursal. Para una descripción y evaluación de la anterior Ley Concursal, véase [García-Posada](#) (2020).

49 Se entiende por microempresas aquellas que tienen menos de 10 trabajadores y unos ingresos anuales inferiores a 2 millones de euros.

50 Según [García-Posada y Vegas](#) (2018), la duración media de los concursos en España es de alrededor de 40 meses, muy por encima de la que presentan los procedimientos de insolvencia en otros países de nuestro entorno, como Francia (12 meses) y el Reino Unido (14 meses).

principio, la reestructuración temprana de las empresas debería favorecer el descenso de la alta tasa de liquidación de las empresas concursadas en España. Asimismo, los cambios introducidos podrían contribuir a reducir la duración de los procedimientos concursales —lo que redundaría en una menor congestión de los juzgados— y el coste de estos procedimientos, especialmente en el caso de las microempresas. Además, en términos generales, esta reforma podría tener efectos positivos sobre el emprendimiento empresarial, al proporcionar una cobertura a los empresarios en caso de que se produzca su insolvencia de forma sobrevenida. En cambio, existe cierta incertidumbre sobre la eficiencia del procedimiento especial para microempresas. En concreto, prescindir del administrador concursal en la mayoría de estos procedimientos, dejando su control en manos del deudor, podría conllevar riesgos de comportamientos oportunistas y problemas de riesgo moral, debido a la falta de supervisión por parte de un profesional independiente. En este sentido, será preciso valorar, en los próximos meses, en qué medida estos posibles efectos de la nueva normativa se materializan y con qué intensidad.

2.5 El reto de sacar el máximo provecho a la ejecución del programa *Next Generation EU*

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. La selección de los proyectos dentro del programa NGEU debería estar inspirada por las mejores prácticas internacionales y la evidencia analítica disponible. Así, por ejemplo, esta evidencia sugiere que las políticas de inversión pública más exitosas son habitualmente aquellas que complementan a la inversión privada —mediante la formación de los empleados o el fomento de la modernización del capital—, mientras que aquellas políticas que buscan el desarrollo regional o sectorial parecen tener efectos ambiguos sobre la productividad agregada⁵¹. Además, la literatura sugiere que las acciones conducentes a aumentar el stock de capital público estarían asociadas a un mayor efecto multiplicador (especialmente, en el medio y largo plazo) que las destinadas a incrementar otros capítulos de gasto, como el consumo público⁵².

El Banco de España (2021b) propone 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 plantea 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

51 Véanse [Howell \(2017\)](#) y [Woodward, Figueiredo y Guimarães \(2006\)](#).

52 Véase [Deleidi \(2022\)](#).

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.

mayor efecto multiplicador⁵³. En este sentido, la contratación pública podría constituir una poderosa herramienta de política económica para ayudar a las pequeñas empresas a superar las fricciones financieras existentes. De hecho, esta es una práctica habitual en Estados Unidos, donde la denominada *Small Business Act* tiene como objetivo garantizar que una proporción de los contratos federales se otorgue a las pequeñas empresas⁵⁴.

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. Algunos estudios recientes elaborados por el Banco de España ponen de manifiesto que el potencial transformador del programa NGEU se maximizaría si este se viera acompañado de diversas medidas estructurales que facilitaran la reasignación de recursos entre empresas y sectores⁵⁵, y si se impulsaran actuaciones que favorecieran las sinergias entre la inversión pública y la privada⁵⁶. En este sentido, el PRTR español, vinculado a la ejecución del programa NGEU, contempla un total de 102 posibles reformas (véase esquema 2.2), que sería deseable diseñar con rigor y desplegar con prontitud en los próximos meses.

⁵³ Véase Di Giovanni *et al.* (2022).

⁵⁴ Véase Congressional Research Service (2022).

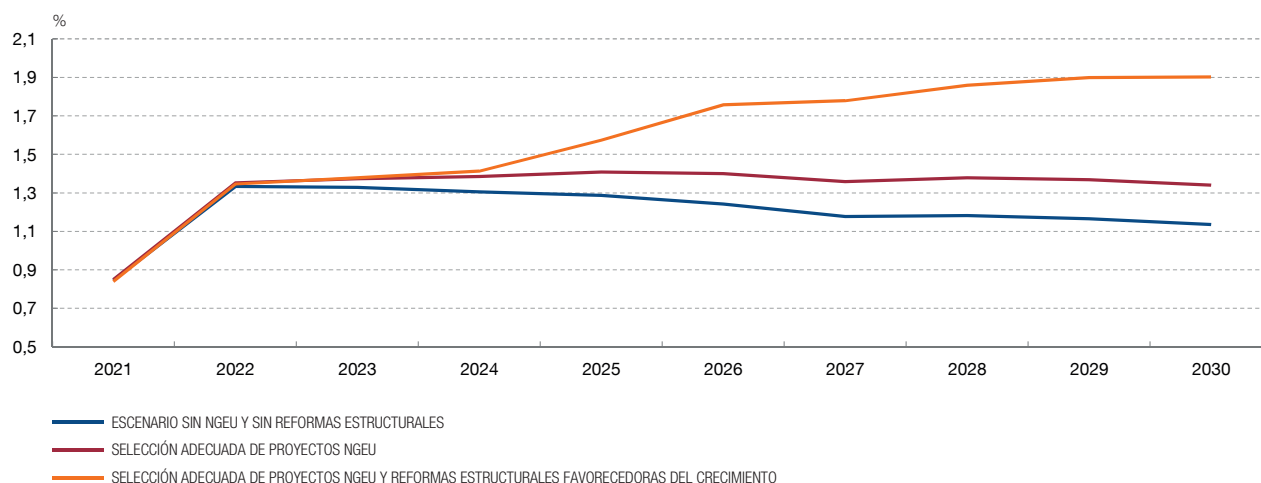
⁵⁵ Véase Albrizio y Geli (2021).

⁵⁶ Véase Alloza, Leiva-León y Urtasun (2022), de próxima publicación.

Gráfico 2.11

ESTIMACIONES DEL CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Tras la pandemia, el crecimiento potencial de la economía española sería muy similar al estimado antes de la crisis sanitaria. Sin embargo, podría situarse en torno al 2 % si se combinan una buena selección de proyectos de inversión financiados con los fondos europeos y un conjunto de reformas estructurales favorecedoras del crecimiento económico.



FUENTE: Banco de España.



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. En particular, Cuadrado *et al.* (2022) señalan que, si en el marco del programa NGEU se seleccionasen proyectos con un elevado grado de complementariedad entre la inversión pública y la privada —de tal forma que se generasen externalidades positivas sobre la productividad privada, esto es, «efectos de arrastre»—, la tasa de crecimiento potencial anual de la economía española en 2030 podría elevarse hasta el entorno del 1,3 %, unos 0,2 pp por encima de la tasa de crecimiento que habría en un escenario alternativo sin dichos efectos de arrastre (véase gráfico 2.11). Si esta adecuada selección de los proyectos se viera acompañada, además, de diversas reformas estructurales que redujeran las rigideces existentes en los mercados de productos y de trabajo —contribuyendo, de esta forma, a disminuir la tasa de paro estructural y a impulsar el avance de la productividad—, la tasa de crecimiento potencial de la economía española al final de esta década podría llegar a situarse en el entorno del 2 %.

3 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 conjunto de las medidas aprobadas para combatir la crisis sanitaria, así como el deterioro económico asociado a esta, propiciaron que el déficit de las AAPP se incrementase notablemente en 2020, hasta el 10,3 % del PIB, desde el 3,1 % del PIB en 2019. El déficit estructural primario, una medida que descuenta el efecto del ciclo económico, también aumentó en consecuencia y se situó cerca del 1,8 % del producto potencial. Por su parte, la deuda pública se elevó desde el 98,3 % del PIB a finales de 2019 hasta el 120 % al cierre de 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. En efecto, en 2021 el déficit público se redujo hasta el 6,9 % del PIB y la ratio de deuda pública retrocedió ligeramente, hasta el 118,4 % del PIB. No obstante, el saldo estructural primario de las AAPP siguió siendo deficitario y, a pesar de su descenso, la ratio de endeudamiento público permaneció en niveles muy elevados, desde una perspectiva tanto histórica como internacional. Esta situación —relativamente persistente— de las cuentas públicas españolas constituye una considerable fuente de vulnerabilidad para nuestra economía y supone unos menores márgenes de actuación fiscal ante posibles perturbaciones macrofinancieras adversas que pudieran llegar a producirse en el futuro. En la coyuntura actual, estas perturbaciones podrían estar asociadas, por ejemplo, a un deterioro de las perspectivas de crecimiento económico como consecuencia de un eventual agravamiento del conflicto bélico en Ucrania o a la posible aparición de tensiones en los mercados financieros, en un contexto en el que la política monetaria ha iniciado un proceso de endurecimiento de las condiciones financieras.

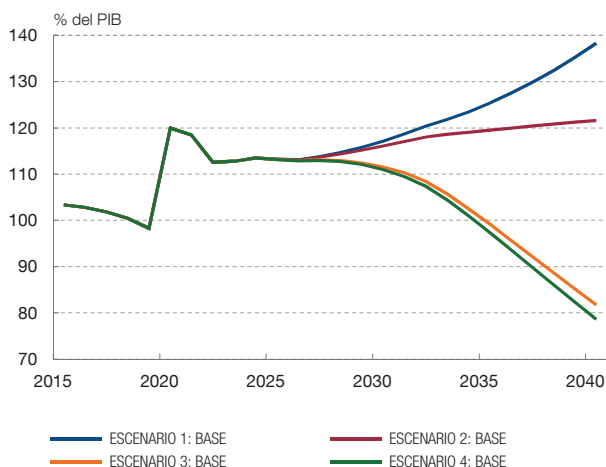
En los próximos años, el endeudamiento público permanecerá en niveles muy cercanos a los actuales, o incluso superiores, salvo que se implemente un plan de ajuste fiscal ambicioso. De acuerdo con los ejercicios de simulación elaborados por el Banco de España⁵⁷, si en los próximos años no se acometiera ningún ajuste fiscal en nuestro país (escenario 1), las presiones que supondrá el proceso de envejecimiento poblacional para el gasto público —si se mantienen los parámetros actuales del sistema de pensiones vigente (véase el epígrafe 3.1.1)— implicarían un aumento de la ratio de deuda pública sobre el PIB (véase gráfico 2.12.1). En cambio, en un escenario alternativo en el que se llevara a cabo un esfuerzo de consolidación que fuera coherente con el mantenimiento del saldo estructural primario que las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España prevén para 2024 (escenario 2), la ratio de deuda pública se situaría en niveles cercanos al 120 % del PIB en las próximas décadas. En caso de un ajuste fiscal

57 El Banco de España ha desarrollado un modelo —basado en la metodología del análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA, por sus siglas en inglés)— que permite determinar la senda futura de la ratio de endeudamiento público bajo distintos supuestos respecto a la evolución de la política fiscal y del entorno macrofinanciero. Para más detalles, véase Alloza *et al.* (2022), de próxima publicación.

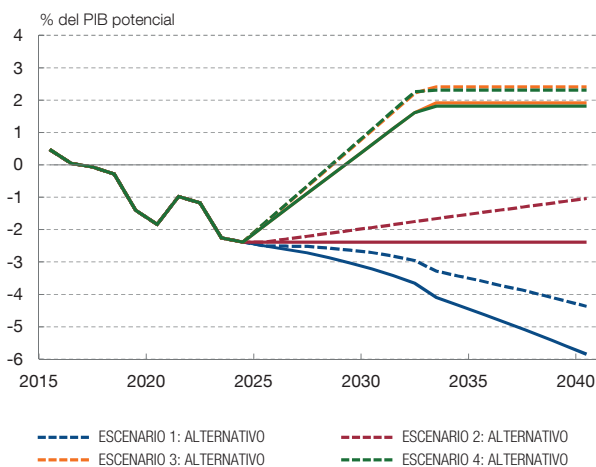
SENDAS SIMULADAS DE LA DEUDA PÚBLICA BAJO ESCENARIOS ALTERNATIVOS (a)

La estabilidad de la deuda pública en el largo plazo requiere un esfuerzo fiscal que por lo menos compense los gastos asociados a las tendencias demográficas bajo los parámetros vigentes del sistema de pensiones. Además, un deterioro en los mercados financieros resultante, por ejemplo, de un aumento de la tasa de interés libre de riesgo hasta valores cercanos al 2 % en el largo plazo elevaría el esfuerzo fiscal requerido para mantener una senda de deuda determinada.

1 SIMULACIÓN DE SENDAS DE DEUDA PÚBLICA BAJO DISTINTOS ESCENARIOS (b)



2 SIMULACIÓN DE SENDAS DE SALDO ESTRUCTURAL PRIMARIO BAJO DISTINTOS ESCENARIOS (c)



FUENTE: Banco de España, con datos del Instituto Nacional de Estadística y de la Intervención General de la Administración del Estado.

- a Basado en "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)", recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- b Todos los escenarios incluyen un deterioro del saldo estructural primario hasta 2040 debido a los costes de envejecimiento (pensiones, sanidad y cuidados de largo plazo). El escenario 1 asume una política fiscal que no corrige dicho deterioro. El escenario 2 se refiere a una política fiscal que realiza un esfuerzo de consolidación coherente con el mantenimiento del saldo estructural primario que las últimas previsiones macroeconómicas del Banco de España prevén para 2024. Alternativamente, el escenario 3 asume una política fiscal que realiza un ajuste adicional del saldo estructural primario de 0,3 pp del PIB potencial cada año hasta llegar a equilibrar el saldo estructural total. El escenario 4 modifica el escenario 3 con un crecimiento del PIB potencial a largo plazo del 1,9 % (en vez del 1,3 % asumido en el resto de los escenarios).
- c Para cada simulación, las líneas sólidas indican el saldo estructural primario asociado a las sendas de deuda pública del panel izquierdo, en un escenario base determinado por una evolución futura de los tipos de interés coherente con las previsiones del consenso de los analistas de política monetaria (SMA). Las líneas punteadas indican el esfuerzo estructural primario necesario para conseguir esas mismas sendas de deuda pública en un escenario alternativo, en el que los tipos de interés aumentan casi 1 pp en el largo plazo (hasta el 2 % al final del horizonte considerado).



mayor —por ejemplo, si el saldo estructural primario mejorase en 0,5 pp del PIB potencial cada año, hasta alcanzar un equilibrio en el saldo estructural total (escenario 3), senda más acorde con las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)—, la deuda pública podría descender hasta el 82 % del PIB en 2040. Si el ajuste descrito en este último escenario se acompañase, además, de la aprobación de un paquete ambicioso de reformas estructurales que elevase la capacidad de crecimiento de la economía española (escenario 4), la ratio de deuda podría situarse en torno al 79 % del PIB en 2040.

Este eventual ajuste fiscal tendría que ser más intenso si los tipos de interés futuros fueran mayores que los previstos. Las simulaciones descritas anteriormente incorporan, entre otros supuestos, una senda futura de los tipos de interés que es coherente con las previsiones actuales del consenso de los analistas

de política monetaria. Estas previsiones, no obstante, están sujetas a una considerable incertidumbre, por lo que conviene interpretar los resultados obtenidos con cautela. En particular, como ilustra el gráfico 2.12.2, si los tipos de interés futuros fueran mayores que los previstos —por ejemplo, si los tipos de interés libres de riesgo aumentasen casi 1 pp en el largo plazo (hasta el 2 % al final del horizonte considerado)—, el ajuste estructural primario necesario para mantener las sendas de deuda pública descritas anteriormente también sería mayor.

Por tanto, reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas exigirá implementar con rigor un plan de consolidación fiscal plurianual, una vez que se hayan superado la pandemia y los efectos económicos adversos del conflicto en Ucrania. Para amortiguar el impacto económico adverso asociado a la guerra en Ucrania, podría ser necesario desplegar, en los próximos meses, nuevas medidas contracíclicas de política fiscal, que deberían ser temporales y centrarse en los colectivos más afectados por esta perturbación. No obstante, la posible implementación de estas medidas en el corto plazo no resulta incompatible con la definición y la comunicación temprana de un plan integral de saneamiento de las cuentas públicas —en el que deben participar todas las AAPP—, que se debe ejecutar de forma gradual, una vez consolidada la senda de recuperación en curso de la economía española. El diseño y el anuncio de dicho plan (enfocado a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas con actuaciones tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos) permitirán, además, incrementar la confianza y la certidumbre en torno a las políticas económicas de nuestro país. A continuación se presentan algunas consideraciones relativas a los gastos y a los ingresos públicos que podrían servir de guía en el diseño de semejante estrategia de consolidación.

3.1 Aspectos relevantes por el lado del gasto público

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. En primer lugar, en un contexto en el que el espacio de actuación fiscal es relativamente reducido, resulta imprescindible identificar aquellos capítulos presupuestarios en los que es posible aumentar la eficiencia del gasto. En este sentido, sería conveniente incorporar explícitamente en la política presupuestaria algunas de las recomendaciones extraídas de los estudios que la AIReF ha realizado en los últimos años. En particular, dichos estudios apuntan a la posibilidad de mejorar la eficiencia en algunos capítulos de gasto muy relevantes, como las políticas activas de empleo, las subvenciones, los beneficios fiscales, el gasto hospitalario y los incentivos a la contratación⁵⁸. En segundo lugar, sería

58 Véase [Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal \(2020a\)](#).

deseable evaluar qué distribución del gasto público podría resultar más adecuada para impulsar el crecimiento a medio plazo de nuestra economía, sin descuidar diversas consideraciones de equidad muy relevantes. En este sentido, cabe destacar que, en los próximos años, la economía española deberá acometer un volumen muy considerable de inversiones para adaptarse, entre otros retos estructurales, a la transición ecológica y digital, en un contexto en el que el proceso de envejecimiento poblacional también va a suponer importantes presiones al alza sobre el gasto público.

El gasto en educación y en inversión pública —partidas fundamentales tanto para impulsar el crecimiento económico como para reducir la desigualdad— tiene un peso en las cuentas de las AAPP españolas menor que en el conjunto de la UE⁵⁹. En efecto, en el promedio del período 2015-2019, el gasto público en educación y la inversión pública supusieron en España el 4 % y el 2,9 % del PIB, respectivamente, cifras que se encuentran 0,9 pp y 1,5 pp por debajo de las observadas en la UE⁶⁰ (véase gráfico 2.13). Existe un amplio consenso en la literatura académica respecto a la importancia de estas partidas para impulsar el crecimiento económico y mitigar la desigualdad. Por un lado, una abundante evidencia empírica ha puesto de manifiesto el impacto positivo que el gasto en educación y la inversión pública tienen sobre la acumulación de capital físico y humano, y, por tanto, sobre el crecimiento económico⁶¹. Por otro, la evidencia disponible también sugiere que la menor desigualdad en Europa frente a Estados Unidos se debe, sobre todo, al papel de las políticas denominadas «predistributivas», como, por ejemplo, la educación pública⁶². Así, el hecho de que las políticas públicas faciliten el acceso a una educación de calidad de forma generalizada favorecería una distribución más igualitaria de los ingresos antes de impuestos y transferencias. En este sentido, esta evidencia apuntaría a que las políticas predistributivas —como la educación— podrían ser tanto o más efectivas para reducir la desigualdad que otras políticas redistributivas posmercado —por ejemplo, las prestaciones sociales dirigidas a evitar la exclusión social (para más detalles sobre estas políticas, véase el epígrafe 2.3)—.

3.1.1 El sistema de pensiones

Las tendencias demográficas que se esperan en los próximos años generarán una presión sobre el gasto público muy significativa asociada al sistema de pensiones, lo que hace indispensable un análisis específico de los principales

59 Las cifras de la UE que se detallan en este epígrafe se corresponden con las que se observan en la media aritmética de los 27 países que conforman actualmente la UE más el Reino Unido. Asimismo, se toman como base las cifras previas a la crisis, referidas a 2019.

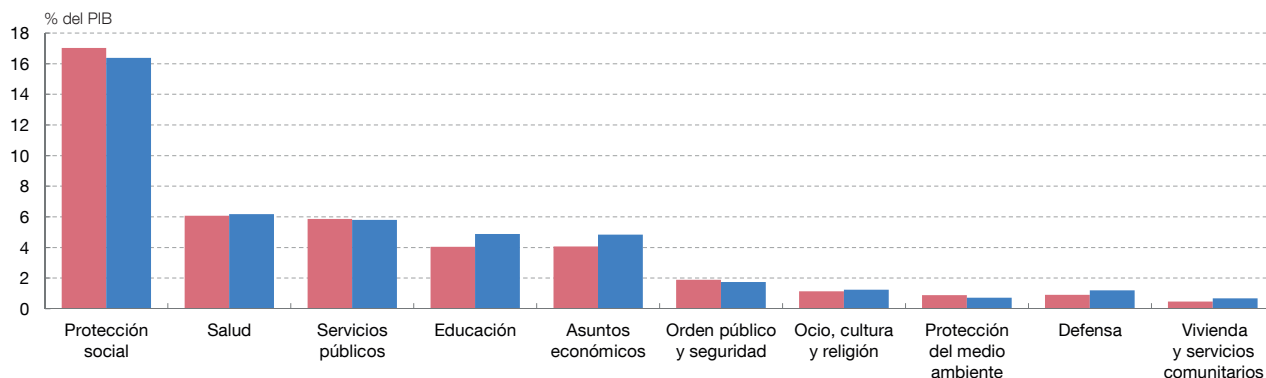
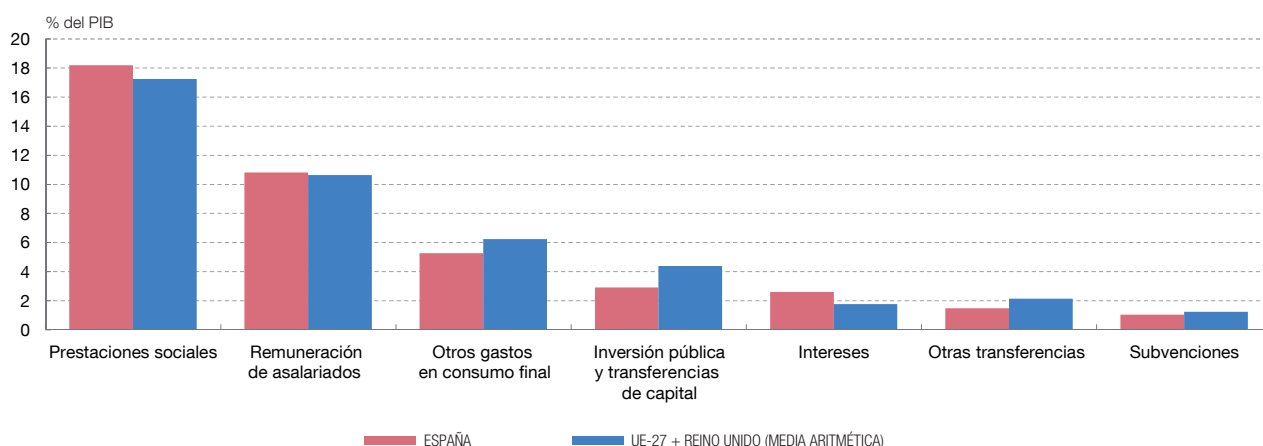
60 Véase Alloza *et al.* (2022), de próxima publicación.

61 Véanse, por ejemplo, Ramey (2020), Deleidi (2022) y Barro (2001).

62 Véase Blanchet, Chancel y Gethin (2021).

GASTO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, POR FUNCIONES (PROMEDIO 2015-2019)

España dedica un menor gasto (en porcentaje del PIB) que la UE-27 más el Reino Unido a educación y a inversión pública, dos partidas relacionadas con el crecimiento de la productividad en el largo plazo. Por otro lado, España presenta un mayor gasto en partidas relacionadas con el pago de intereses y protección social (que incluye el coste de las pensiones).

1 GASTO FUNCIONAL (a)**2 GASTO POR CATEGORÍAS ECONÓMICAS (b)**

FUENTE: Eurostat.

a La clasificación funcional cataloga el gasto público según la finalidad que persiguen los fondos.

b La clasificación por categorías económicas cataloga el gasto público atendiendo a la forma en que se materializa dicho gasto, utilizando las definiciones establecidas en el Sistema Europeo de Cuentas.



aspectos y reformas de dicho sistema⁶³. Como punto de partida de este análisis, cabe destacar que la reforma del sistema de pensiones aprobada en 2013 buscaba afrontar este incremento del gasto a través de una fórmula que vinculaba la revalorización de las pensiones con los ingresos y los gastos del sistema —el índice de revalorización de las pensiones—, y mediante un mecanismo que reducía el

63 Abordar los numerosos retos que plantea el cambio demográfico exige, al margen de ajustes en el sistema de pensiones, una actuación decidida en múltiples ámbitos. En particular, sería conveniente analizar las razones de la baja tasa de natalidad en España, reforzar el apoyo a las familias y las oportunidades en el mercado de trabajo para las mujeres jóvenes con hijos, y adecuar la política migratoria en nuestro país a las necesidades cambiantes del mercado de trabajo.

importe de la pensión inicial en función del aumento de la esperanza de vida —el llamado «factor de sostenibilidad»—. Dichos elementos permitirían aliviar de forma significativa la situación financiera del sistema de pensiones, si bien a costa de una notable reducción de la cuantía de las prestaciones en relación con el salario medio⁶⁴.

Los dos elementos centrales de contención del gasto en pensiones establecidos en la reforma de 2013 se han derogado recientemente. A finales del año pasado se aprobó la primera parte de una nueva reforma del sistema de pensiones⁶⁵. Entre otras medidas, esta reforma estableció la revalorización de las pensiones en función de la inflación y derogó el factor de sostenibilidad. De acuerdo con las proyecciones de la AIReF y del *Informe sobre el envejecimiento* de la Comisión Europea, ambas medidas implican que el gasto en pensiones crecerá entre 4,1 pp y 4,3 pp del PIB en el período 2019-2050. De dicho incremento, en torno al 55 %-65 % se debería a la recuperación de la revalorización de las pensiones con el índice de precios de consumo (IPC)⁶⁶, mientras que un 20 % correspondería a la eliminación del factor de sostenibilidad. El resto —un 15 %-25 %— estaría asociado al hecho de que, incluso con la reforma de 2013, el gasto en pensiones aumentaría entre 0,7 pp y 1 pp del PIB entre 2019 y 2050, bajo los escenarios demográficos y macroeconómicos considerados (véase gráfico 2.14.1)⁶⁷.

El factor de sostenibilidad derogado será sustituido por un nuevo mecanismo, llamado «mecanismo de equidad intergeneracional». Este mecanismo consta de dos partes. En primer lugar, un aumento de 0,6 pp de las cotizaciones sociales —0,5 pp a cuenta de los empleadores y 0,1 pp a cargo de los trabajadores—, que se implementará durante 10 años a partir de 2023. Dicho incremento podría permitir que el Fondo de Reserva de la Seguridad Social llegase a acumular un capital de en torno al 2,5 % del PIB en 2032⁶⁸. En segundo lugar, este mecanismo prevé la adopción de nuevas medidas a partir de 2032, en función de la evolución del gasto en pensiones. Estas posibles medidas adicionales deberán ser negociadas y aprobadas en su momento, aspecto que contrasta con la automaticidad de los ajustes que implicaba el factor de sostenibilidad.

Al mismo tiempo, se han aprobado distintas medidas con objeto de acercar la edad efectiva de jubilación a la edad legal. Estas medidas incluyen, en particular, un aumento de los coeficientes reductores, sobre todo para las jubilaciones

64 Véase [Hernández de Cos \(2021\)](#).

65 Véase la [Ley 21/2021, de 28 de diciembre, de garantía del poder adquisitivo de las pensiones y de otras medidas de refuerzo de la sostenibilidad financiera y social del sistema público de pensiones](#).

66 La contribución de este factor se calcula con respecto al índice de revalorización vigente con anterioridad a la Ley 21/2021, que, bajo ciertas condiciones, situaba la actualización de las pensiones en el 0,25 %.

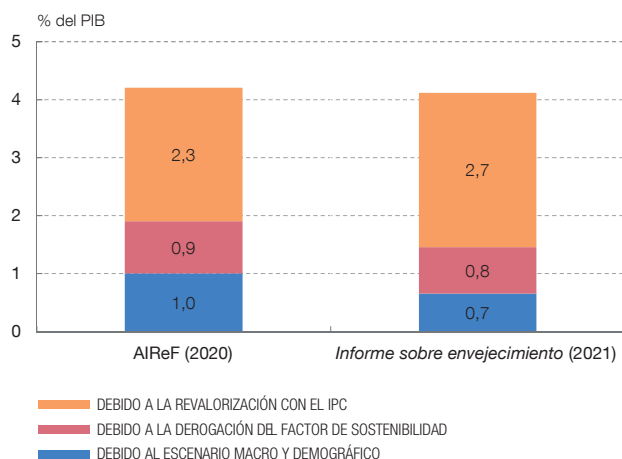
67 Véanse [Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal \(2020c\)](#) y [Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital \(2021\)](#).

68 De acuerdo con el último [Informe a las Cortes Generales](#), a 31 de diciembre de 2020 el Fondo de Reserva tenía un valor de 2.138 millones de euros, equivalente al 0,2 % del PIB. La estimación del valor del Fondo de Reserva en 2032 incluye el efecto del incremento de las cotizaciones sociales, así como la capitalización de la dotación existente al final de 2020.

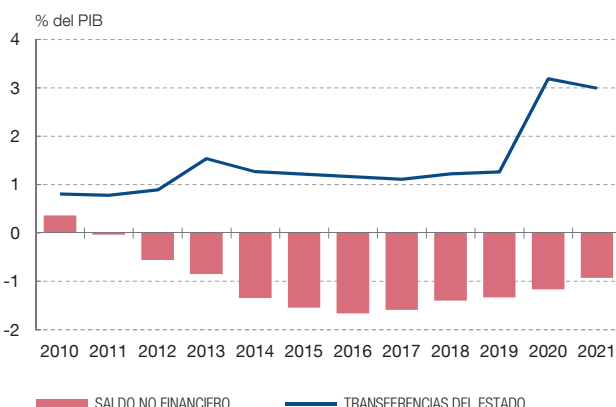
IMPACTO EN EL SISTEMA DE PENSIONES DE LA DEROGACIÓN DEL FACTOR DE SOSTENIBILIDAD Y DE LA REVALORIZACIÓN CON EL ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

De acuerdo con la AIReF y con el *Informe sobre envejecimiento* de la Comisión Europea, el gasto en pensiones crecería, entre 2019 y 2050, entre 4,1 pp y 4,3 pp del PIB en un escenario de vuelta a la revalorización de las pensiones con el IPC y de derogación del factor de sostenibilidad (sin tener en cuenta el nuevo mecanismo de equidad intergeneracional). El incremento de las transferencias del Estado a la Seguridad Social, aprobado recientemente, implica una considerable mejora del saldo presupuestario de esta última, si bien tiene un efecto nulo en el agregado de las AAPP.

1 PROYECCIONES DEL INCREMENTO DEL GASTO EN PENSIONES ENTRE 2019 Y 2050



2 SALDO DEL SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL Y TRANSFERENCIAS DEL ESTADO A LA SEGURIDAD SOCIAL



FUENTE: Banco de España.

anticipadas cuya base reguladora se sitúa por encima de la pensión máxima, si bien se ha establecido un período transitorio que diluye parcialmente dicho incremento. Asimismo, se han establecido nuevos incentivos para retrasar la edad de jubilación más allá de la edad legal. De acuerdo con las estimaciones oficiales, estos nuevos incentivos podrían suponer un ahorro para el sistema de pensiones de entre 1,1 pp y 1,6 pp del PIB en 2050. En todo caso, sería deseable que, con objeto de valorar su eficacia, estas medidas estuviesen sujetas a una evaluación *ex post*. Por último, también se ha establecido un incremento sustancial de las transferencias del Estado a la Seguridad Social, que implica una considerable mejora del saldo presupuestario de esta última, si bien su efecto es nulo desde el punto de vista del agregado de las AAPP (véase gráfico 2.14.2).

La segunda parte de la reforma del sistema de pensiones contempla una serie de actuaciones adicionales, que deberán concretarse a lo largo de este año. Entre ellas, destacan medidas como el desarrollo de los planes de pensiones de empleo, la revisión de las bases máximas de cotización y de la pensión máxima, un nuevo sistema de cotización para los trabajadores autónomos y una revisión del período considerado para calcular la base reguladora de la pensión.

El ahorro privado puede desempeñar un papel relevante como complemento de las prestaciones ofrecidas por el sistema público de reparto. En este sentido,

la reciente propuesta legal para impulsar los planes de pensiones colectivos —que, en general, están menos desarrollados en nuestro país que en otros países de la UE— tiene como objetivo principal aumentar la población cubierta por dichos planes⁶⁹. Para ello, la reforma establece la creación de fondos de pensiones de empleo de promoción pública y facilita la creación de planes de empleo en el marco de la negociación colectiva. Además, se contemplan beneficios fiscales para fomentar los planes de empleo, en línea con la tendencia observada en los últimos años, según la cual los incentivos fiscales se han focalizado en los planes de empleo, en detrimento de los planes individuales⁷⁰.

Un trabajo reciente del Banco de España sugiere que realizar aportaciones a planes de pensiones de empleo puede ser un instrumento útil para generar nuevo ahorro destinado a la jubilación. En particular, basándose en información de la EFF 2017, este trabajo estima que el ahorro total podría aumentar en 31 céntimos por cada euro aportado a dichos planes, una vez descontado el subsidio fiscal asociado a ellos⁷¹.

En todo caso, cabe destacar que, en 2021, las aportaciones totales a los planes de previsión social (individuales, de empleo y asociados) en nuestro país cayeron más de un 30 %. Esta evolución refleja, sobre todo, el fuerte descenso (de casi un 40 %) que las contribuciones a los planes de pensiones del sistema individual experimentaron —como consecuencia, principalmente, de la disminución de los incentivos fiscales concedidos a estos planes—, en un contexto en el que las aportaciones a los planes de empleo apenas variaron. En este sentido, de cara al futuro, será fundamental evaluar en qué medida la nueva regulación de los planes de empleo puede impulsar un mayor desarrollo de estos que compense las menores aportaciones efectuadas en los planes individuales.

En conjunto, de acuerdo con las estimaciones disponibles, que incorporan las medidas recientemente adoptadas, hacer frente a los incrementos del gasto en pensiones que se derivarán del envejecimiento poblacional requerirá de nuevas actuaciones en el futuro por el lado de los ingresos, de los gastos o de ambos. En este sentido, el Banco de España ha venido señalando durante los últimos años la conveniencia de reforzar el vínculo entre las contribuciones realizadas y las prestaciones recibidas —asegurando un nivel suficiente para los hogares más vulnerables—, así como de iniciar un debate riguroso que aborde el nivel de prestaciones que el sistema debe proveer y la estrategia de captación de los ingresos necesarios para financiarlas. Además, se deberían analizar

69 Véase [Proyecto de Ley de Regulación para el Impulso de los Planes de Pensiones de Empleo](#).

70 Véase, por ejemplo, [Ley 22/2021, de 28 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2022](#).

71 Véase [Gómez y Villanueva \(2022\)](#). Asimismo, [Ayuso, Jimeno y Villanueva \(2019\)](#) encuentran que los incentivos fiscales a los planes de pensiones privados en España generarían un aumento del ahorro de 19 céntimos por cada euro de aportación. Por su parte, [Carrasco y Villanueva \(2022\)](#), de próxima publicación, muestran que los incentivos fiscales a los planes de pensiones privados son un instrumento que ayuda a que los hogares suavicen el consumo durante su ciclo vital.

las consecuencias redistributivas y en términos de equidad intergeneracional de las distintas reformas planteadas, de modo que los eventuales ajustes en el sistema no recaigan desproporcionadamente en grupos de población concretos, como la población jubilada o las futuras cohortes de trabajadores. Asimismo, es deseable que se dote al sistema de una mayor transparencia y previsibilidad, con objeto de ofrecer certidumbre a los ciudadanos y de facilitar la toma de decisiones en los ámbitos del ahorro, el trabajo y la jubilación. En este sentido, podría ser conveniente valorar la introducción de mecanismos automáticos de ajuste que adapten algunos parámetros del sistema a los cambios que se produzcan en las dinámicas demográficas y económicas.

3.2 Aspectos relevantes 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. Un punto de partida útil para este análisis consiste en comparar la estructura tributaria de España con la de otras economías de nuestro entorno. En este sentido, la comparación con la media de la UE-27 en el promedio del período 2015-2020 apunta a que tanto la recaudación en el ámbito de la imposición indirecta como la tributación efectiva del consumo son menores en nuestro país (véase gráfico 2.15.1). En cuanto a la imposición directa, también se observa una menor recaudación en España a través de la tributación societaria, mientras que la recaudación por la vía de la imposición sobre la renta de las personas físicas se encuentra en línea con la media de la UE-27. Por otra parte, nuestro sistema tributario obtiene una mayor recaudación relativa de la imposición sobre el capital no societario, así como unos ingresos públicos más elevados derivados de las cotizaciones sociales⁷². Cuando la cesta tributaria de España se compara, no con la UE, sino con el promedio de las economías del área del euro, durante el período 2015-2020 también se aprecia un diferencial recaudatorio negativo en nuestro país en relación con la imposición indirecta y con la societaria, y una mayor recaudación en el resto de los impuestos directos y en las cotizaciones sociales.

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 que grava la renta⁷³. Las ganancias de eficiencia asociadas a esta estrategia de reasignación impositiva se derivarían de la reducción de las distorsiones introducidas en la tributación sobre la

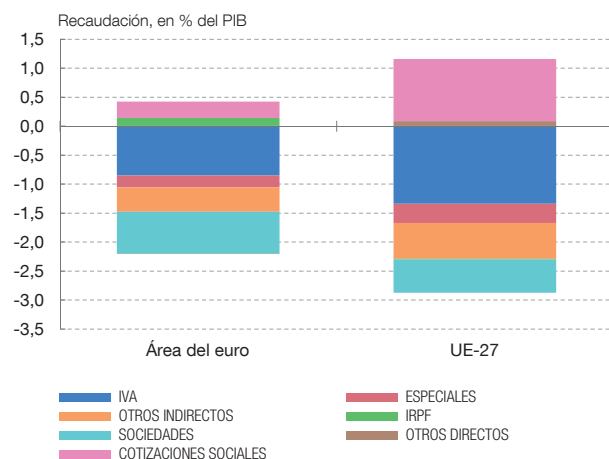
72 Véase López-Rodríguez y García Ciria (2018) para un análisis descriptivo más detallado de la estructura tributaria de España en relación con la de las economías de la UE-27.

73 El papel redistributivo y de aseguramiento social de la imposición sobre el consumo y sus efectos positivos sobre el bienestar se han examinado en Correia (2010) y en Macnamara, Pidkuyko y Rossi (2022), de próxima publicación. El potencial efecto expansivo sobre la actividad económica que supondría desplazar la carga tributaria de la imposición sobre la renta al consumo se examina, por ejemplo, en Nguyen, Onnis y Rossi (2021).

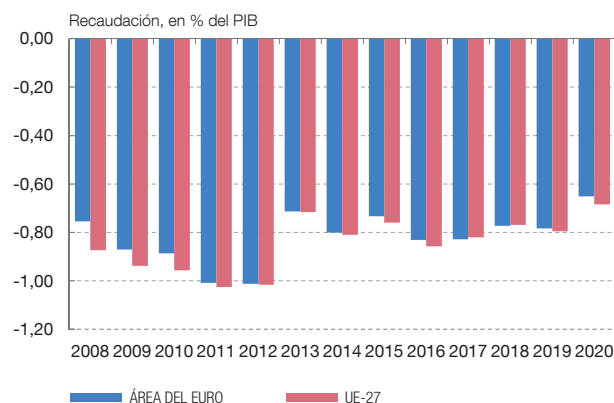
ESTRUCTURA TRIBUTARIA DE ESPAÑA EN EL CONTEXTO DE LA UNIÓN EUROPEA

Un ejercicio de comparación de la composición de la estructura tributaria de España con la media de las economías europeas durante el promedio del período 2015-2020 señala el menor peso relativo en la recaudación que tiene la imposición indirecta, con una menor tributación efectiva sobre el consumo y un diferencial recaudatorio significativo en el ámbito de la fiscalidad medioambiental. La menor recaudación en términos de PIB de España frente a la media de la UE-27 se observa en el impuesto sobre el valor añadido y en la imposición societaria, frente a los mayores ingresos públicos por cotizaciones sociales y los derivados de la imposición sobre el capital no societario. La fiscalidad medioambiental en España es inferior en relación con el promedio de las economías de la UE-27.

1 DIFERENCIAL RECAUDATORIO, POR FIGURAS IMPOSITIVAS, EN 2015-2020



2 DIFERENCIAL RECAUDATORIO EN FISCALIDAD MEDIOAMBIENTAL



FUENTE: Eurostat (2022).



renta societaria y personal en los precios relativos de los factores productivos y de los rendimientos de los activos. En relación con los efectos distributivos de esta estrategia, cabe señalar que los ingresos adicionales asociados a las ganancias de eficiencia de la recomposición de la cesta tributaria podrían destinarse a neutralizar sus efectos regresivos —sobre todo, como consecuencia de la mayor imposición al consumo—. Esta compensación podría articularse tanto a través de ajustes en la imposición sobre la renta personal como mediante distintos esquemas de transferencias a los hogares con menor renta⁷⁴. La cuantía y el alcance de estas medidas compensatorias se deberían establecer en función de las preferencias distributivas de la sociedad.

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. De acuerdo con la información disponible⁷⁵, este gasto es el principal componente de los beneficios fiscales en nuestro país. En este sentido, es

74 La *Spending Review* de la AIREF y el *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria* han señalado la ineficiencia y el elevado coste que supone aplicar una política redistributiva a través de un uso profuso de tipos reducidos y superreducidos en el impuesto sobre el valor añadido (IVA). En este sentido, un IVA de tipo único, combinado con transferencias o impuestos negativos en el IRPF a los hogares con menor renta, permitiría alcanzar los mismos objetivos distributivos de manera más eficiente.

75 Véase, por ejemplo, la *Memoria de Beneficios Fiscales* que acompaña a los Presupuestos Generales del Estado de 2022.

necesario continuar con la revisión —rigurosa e independiente— del conjunto de los beneficios fiscales existentes en las distintas figuras tributarias españolas, para determinar si estos cumplen de manera eficaz y eficiente los objetivos que justificaron su introducción y para eliminar aquellos que no lo hagan.

La fiscalidad medioambiental, coordinada a nivel internacional, es un instrumento eficiente para reducir los efectos negativos asociados al cambio climático e incentivar la transición ecológica (para más detalles, véase el capítulo 4 de este Informe). Los ambiciosos compromisos que España ha asumido en materia medioambiental en los últimos años contrastan con los escasos desarrollo y articulación de la fiscalidad medioambiental en nuestro país. En particular, el diferencial recaudatorio persistentemente negativo entre España y la media de las economías de la UE-27 en el ámbito de la tributación medioambiental ilustra el amplio margen de actuación y de mejora en esta área (véase gráfico 2.15.2).

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. La aplicación conjunta de reformas ambiciosas en estos ámbitos tendría, sin considerar medidas adicionales, un efecto distributivo relevante sobre los hogares y afectaría negativamente a la actividad de aquellos sectores con mayor impacto medioambiental. No obstante, estos efectos podrían mitigarse con la articulación de diversos paquetes compensatorios que trataran de neutralizar los impactos regresivos de las medidas aplicadas a los hogares más vulnerables. Asimismo, podrían atenuarse mediante la introducción de distintas iniciativas que facilitaran la adopción de nuevo equipamiento y de tecnologías verdes por parte de empresas y de profesionales. En términos agregados, un eventual mayor peso de la tributación medioambiental también podría permitir un ajuste en la composición de la cesta tributaria que redujera los impuestos directos —y, por tanto, las distorsiones que estos producen en las decisiones de los agentes—⁷⁶.

Las crecientes digitalización y globalización de la actividad económica requieren incrementar la coordinación y la armonización del sistema tributario a escala internacional. Los procesos de digitalización y de globalización de la actividad brindan una oportunidad para impulsar el crecimiento de la economía española, pero, al mismo tiempo, plantean un reto para el diseño y la suficiencia del sistema tributario. Este reto se debe a la creciente dificultad para identificar, de forma precisa, la jurisdicción en la que se crea o se transmite el valor sujeto a gravamen, se realiza una actividad económica o se generan rentas gravables. Al mismo tiempo, la tributación efectiva de las bases imponibles puede verse erosionada ante la aparición de actividades económicas basadas en nuevos modelos de negocio cuya valoración, e incluso localización, es difícil de determinar. Asimismo, la mayor facilidad para la

76 Véase Estrada y Santabárbara (2021).

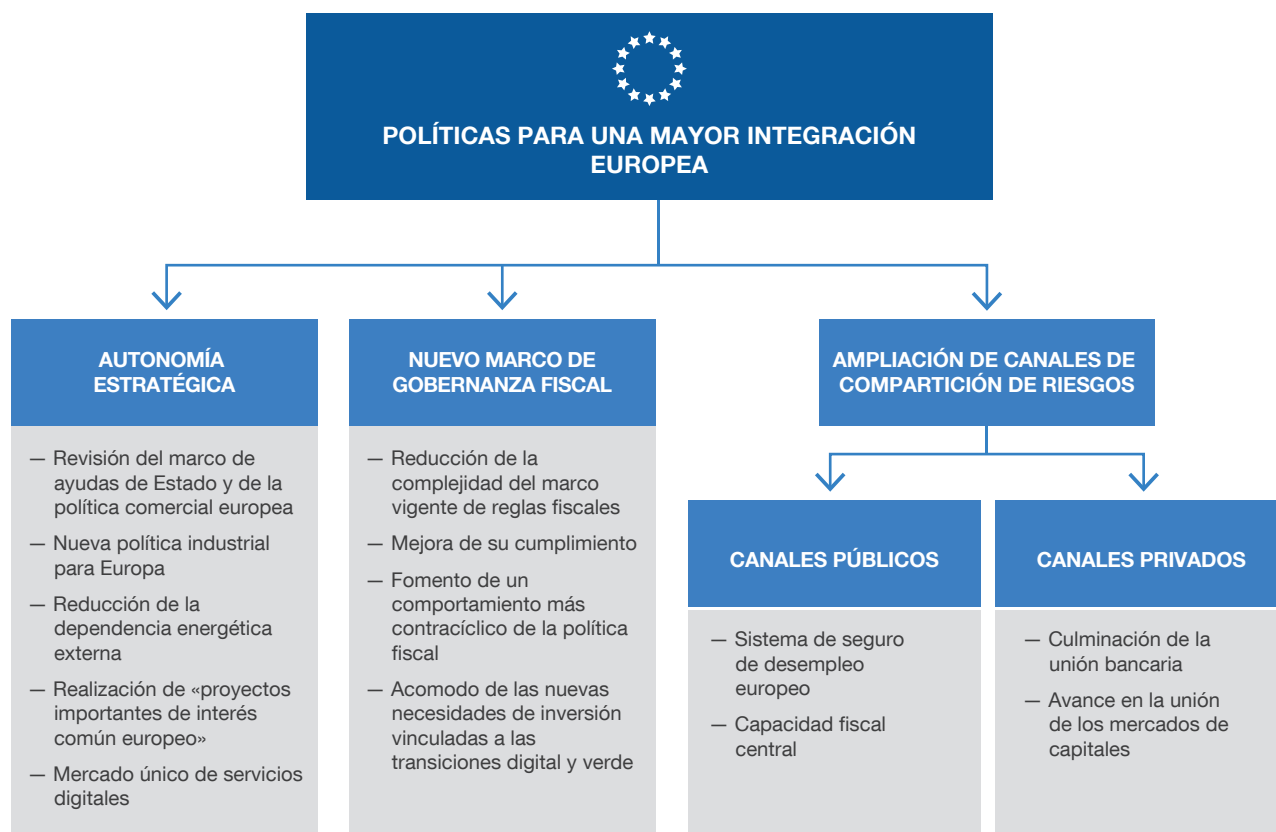
movilidad internacional de las bases impositivas asociadas al capital no societario, los beneficios empresariales o las rentas del trabajo de mayor cualificación limitan la capacidad tributaria de los Estados. En este contexto, deben valorarse muy positivamente los recientes acuerdos de tributación internacional alcanzados en el marco de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)-G-20, así como las diferentes iniciativas de la UE para avanzar en la coordinación y en la integración de la imposición societaria y de la tributación de las actividades digitales. El sistema tributario español debe adaptarse a esta nueva realidad, ya que profundizar en los procesos de coordinación internacional y de armonización tributaria impulsados a nivel de la UE-27 es la mejor garantía para evitar que se erosionen las bases fiscales y la competitividad de nuestra economía.

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. En abril de 2021, el Gobierno creó un comité de expertos con el objetivo de elaborar un libro blanco que sirviera como fundamento para una futura reforma fiscal. El libro blanco, que fue presentado en marzo de este año, realiza un diagnóstico a partir del cual se articulan los fundamentos y los objetivos de una eventual reforma fiscal. En este ejercicio, se destaca la conveniencia de acometer una profunda reforma del sistema que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas —de acuerdo con los principios de eficiencia y de equidad— y de anunciar, de forma temprana, las distintas medidas tributarias que se incluirán en el necesario programa de consolidación fiscal.

El libro blanco señala, como alternativa preferente en esta posible reforma tributaria, la ampliación de las bases fiscales, tanto en la imposición directa como en la indirecta. También destaca la conveniencia de reforzar la evaluación permanente de las medidas introducidas y de los incentivos fiscales, con el objetivo de lograr continuas mejoras en el proceso de elaboración de las políticas públicas. Asimismo, el libro blanco plantea la necesidad de diseñar la reforma tributaria de manera conjunta con la elección del nivel de gasto público y su evolución futura. No obstante, en la articulación de sus propuestas, el libro blanco no realiza una valoración cuantitativa de las distintas medidas tributarias consideradas en función de escenarios macroeconómicos alternativos y de diversas sendas esperadas de gasto público, aspecto que es fundamental en el diseño de una estrategia de consolidación fiscal creíble.

4 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. Esto se puso claramente de manifiesto con el estallido de la pandemia de COVID-19, cuando, entre otras medidas desplegadas a escala europea, se introdujo el programa



FUENTE: Banco de España.

NGEU, que ponía a disposición de los EEMM un volumen muy cuantioso de recursos⁷⁷. Más recientemente, la relevancia de las políticas europeas también ha quedado patente con motivo de la invasión rusa de Ucrania, a la que, por ejemplo, la UE ha respondido de forma colectiva con la imposición de sanciones económicas a Rusia de una gran envergadura.

La creciente trascendencia de las políticas europeas —como un factor crucial en la evolución de la actividad económica de los EEMM— hace más importante, si cabe, seguir avanzando de forma decidida en el desarrollo del marco institucional europeo (véase esquema 2.3). Este epígrafe presenta algunas de las principales iniciativas que, en los últimos meses, están despertando un creciente interés en el debate institucional europeo. En particular, destacan la propuesta de aumentar la autonomía de decisión y de acción de la UE en ámbitos como el energético, el tecnológico o el digital (véase el epígrafe 4.1) y la reforma del marco de reglas fiscales de la UE (véase el epígrafe 4.2). También se profundiza en la

⁷⁷ Para más detalles, véase Banco de España (2021d), «La respuesta de la Unión Europea a la crisis económica del COVID-19 y los nuevos retos en el ámbito de su gobernanza», recuadro 1.2, *Informe Anual 2020*.

necesidad de ampliar los canales —públicos y privados— de compartición de riesgos en la UE, lo que, entre otras actuaciones, exigiría seguir progresando hacia la unión bancaria y la unión de los mercados de capitales (véase el epígrafe 4.3).

4.1 La autonomía estratégica

En las últimas décadas, la integración de las economías europeas (incluida la española) en las cadenas de producción globales ha mejorado la asignación de los recursos y la eficiencia económica, pero, al mismo tiempo, ha incrementado la exposición de la UE a las tensiones en las cadenas de suministro. En términos generales, en las últimas décadas el proceso de globalización de los flujos comerciales y financieros internacionales se ha venido desarrollando en un contexto geopolítico favorable para el avance del multilateralismo⁷⁸. Sin embargo, más recientemente, diversos acontecimientos de carácter geopolítico —como la invasión rusa de Ucrania, el *Brexit* y la guerra comercial entre China y Estados Unidos— han supuesto un fuerte cuestionamiento del multilateralismo y han evidenciado los importantes riesgos a los que la economía europea se encuentra expuesta en el contexto global.

La elevada apertura comercial de la economía europea la expone, a través de diferentes canales, a las disrupciones en el comercio y en los flujos financieros internacionales. En particular, la acusada dependencia de la UE de las importaciones de productos energéticos y de materias primas la hacen especialmente vulnerable a las perturbaciones que afecten a los principales países que suministran estos productos. En este sentido, cabe destacar que Rusia es el principal proveedor de gas natural y de petróleo de la UE (véase gráfico 2.16.1), si bien con notables disparidades en cuanto al grado de dependencia de los distintos EEMM⁷⁹. La UE también depende críticamente de la importación de otras materias primas que son fundamentales para diversos procesos industriales. Por ejemplo, China produce cerca del 90 % de las tierras raras y del magnesio, insumos imprescindibles para el sector electrónico y el de la automoción⁸⁰. Por su parte, Rusia, además de ser uno de los principales proveedores a escala global de ciertas materias primas críticas —como el paladio o el escandio—, es prácticamente el único suministrador de la UE de otros productos muy relevantes, como el níquel o la antracita (véase gráfico 2.16.2). En todo caso, al margen de estas exposiciones, la economía de la UE también es muy vulnerable a otras disrupciones en las cadenas globales de valor, como las observadas en los productos médicos en la

78 Véase [Kataryniuk, Pérez y Viani \(2021\)](#).

79 Por ejemplo, en el caso de España, el suministro de gas está mucho menos expuesto a Rusia que el de la mayoría de los países de la UE, como consecuencia de la notable capacidad de regasificación de gas licuado de España —la mayor de los países de la UE— y de los gasoductos que nuestra economía mantiene con el norte de África.

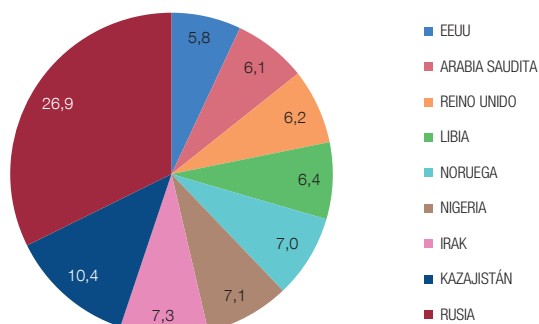
80 Véase [Comisión Europea \(2020a\)](#).

LA ELEVADA EXPOSICIÓN COMERCIAL EUROPEA A RUSIA EN ALGUNAS MATERIAS PRIMAS

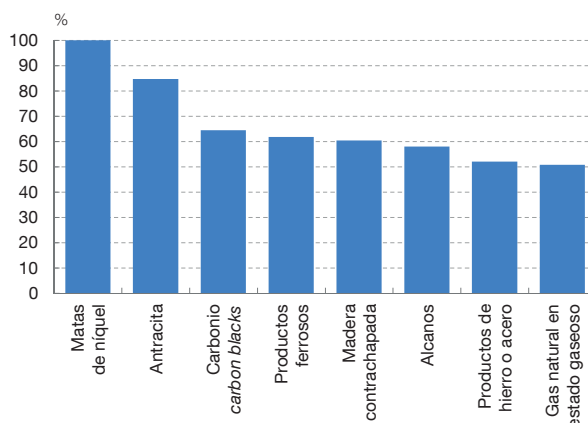
Rusia es el principal proveedor de petróleo a la UE. Además, las importaciones de la UE de algunos productos concretos, como níquel y antracita, están muy concentradas en Rusia y serían en principio difíciles de sustituir, debido tanto a las escasas exportaciones europeas de aquellos como a la relevancia de Rusia como productor a nivel global.

1 IMPORTACIONES DE PÉTROLEO PROCEDENTES DE PAÍSES DE FUERA DE LA UE EN 2019

% del total de las importaciones de petróleo de fuera de la UE



2 CUOTA DE RUSIA EN LAS IMPORTACIONES EXTERNAS DE LA UE DE PRODUCTOS NO FÁCILMENTE SUSTITUIBLES EN 2019 (a)



FUENTES: Banco de Finlandia y CEPIL.

a La identificación de los bienes de baja sustituibilidad se basa en la ratio de las importaciones provenientes de Rusia sobre las exportaciones europeas y en la cuota de producción de Rusia a nivel mundial.



primera fase de la pandemia⁸¹ o las que todavía perduran en el comercio internacional de semiconductores y en el transporte marítimo⁸².

Los desarrollos comerciales y geopolíticos recientes han reforzado la relevancia de la agenda de Autonomía Estratégica Abierta (AEA) de la UE, presentada a finales de septiembre de 2020. Esta iniciativa tiene como fin aumentar la autonomía de decisión y de acción de la UE, reforzando la resiliencia de su economía sin menoscabar su vocación abierta y multilateral en el marco de un orden mundial basado en reglas y en la cooperación⁸³. Así, desde 2020 la UE ha puesto en marcha una agenda ambiciosa de actuaciones en ámbitos como el financiero, el tecnológico o el digital, que suponen acelerar la integración europea. Entre estas actuaciones, destacan las que buscan asegurar unas condiciones de competencia equitativas para las empresas de la UE —como el mecanismo de control de las inversiones extranjeras en la UE y la revisión de los marcos de ayudas de Estado—, las medidas para reforzar la resiliencia del sistema financiero y de pagos, la revisión de la política comercial europea y la propuesta de una nueva política industrial para Europa⁸⁴.

81 Véase García, Martín-Machuca y Viani (2020).

82 Véanse Kataryniuk, Del Río Lopezosa y Sánchez Carretero (2021) y el capítulo 3 de este Informe.

83 Véase L'Hotellerie-Fallois, Manrique y Millaruelo (2021).

84 Véase Comisión Europea (2021a).

Un ejemplo de las iniciativas planteadas en el ámbito de la AEA es la utilización de fondos nacionales y supranacionales para «proyectos importantes de interés común europeo» (IPCEI, por sus siglas en inglés) en el campo de la microelectrónica y las baterías. El objetivo de estas actuaciones es asegurar el suministro, la resiliencia y el liderazgo de Europa en estas tecnologías, lo que incluye alcanzar una cuota mundial en la producción de chips del 20 % en 2030⁸⁵. Además, en el ámbito digital, se han presentado una propuesta de reglamento de un mercado único de servicios digitales (*Digital Services Act*⁸⁶ en inglés) y otra de mercados disputables y equitativos (*Digital Markets Act*⁸⁷ en inglés), con el objetivo de crear un espacio digital más seguro y de establecer unas condiciones equitativas para promover la innovación, el crecimiento y la competitividad en el Mercado Único y en el contexto global.

Es preciso que las políticas de la AEA se diseñen y se implementen de forma que se minimice el riesgo de fragmentación en la UE y de distorsiones indeseadas. Por ejemplo, una política industrial más ambiciosa en la UE podría promover efectos de red y economías de escala que impulsaran la eficiencia y el desarrollo de industrias específicas orientadas a una mayor resiliencia. No obstante, esta política también podría intensificar la especialización productiva dentro de la UE, generando fuertes asimetrías entre países. En este sentido, sería fundamental complementar estas políticas con otras iniciativas que mejorasen la integración económica en la región y que permitieran un mejor reparto de los beneficios y de los costes (véase el epígrafe 4.3).

4.2 La reforma del marco de reglas fiscales

Al comienzo de la pandemia de COVID-19, el Consejo de la Unión Europea activó la cláusula de salvaguarda del PEC. Esto supuso la suspensión temporal de los requerimientos de déficit y de deuda contemplados en las reglas fiscales europeas, lo que facilitó una respuesta decidida de las políticas fiscales nacionales ante la crisis sanitaria, que mitigó sensiblemente los efectos adversos de la pandemia en las economías de la UE.

En principio, cuando esta cláusula se desactive, el PEC volverá a aplicarse, lo que, en un contexto de mayores niveles de deuda pública, podría exigir un esfuerzo importante de consolidación fiscal en algunos EEMM. Antes del comienzo del conflicto bélico en Ucrania, la Comisión Europea había indicado que la cláusula de escape se desactivaría en 2023, porque se consideraba que en ese año la recuperación económica en la UE habría alcanzado un nivel suficiente para proceder a la normalización de la política fiscal. No obstante, teniendo en cuenta el deterioro que la guerra ya ha causado en las dinámicas de actividad europeas, es probable que la desactivación de esta cláusula se retrase un año.

⁸⁵ Véase [Comisión Europea \(2022\)](#).

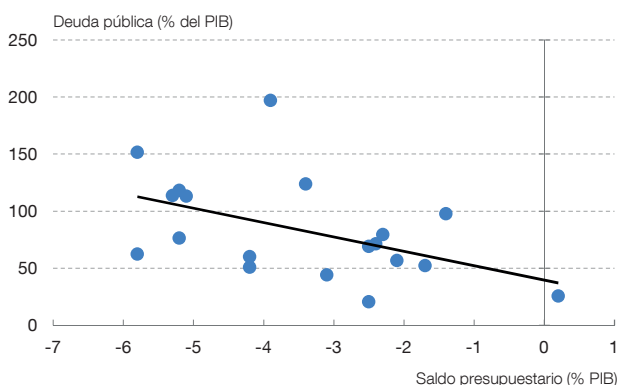
⁸⁶ Véase [Comisión Europea \(2020b\)](#).

⁸⁷ Véase [Comisión Europea \(2020c\)](#).

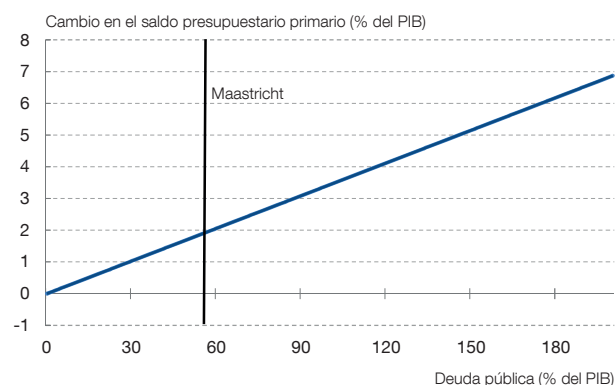
LA POSICIÓN FISCAL DE LOS ESTADOS MIEMBROS Y LA ARITMÉTICA DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

El descenso del diferencial entre tipo de interés y crecimiento permite estabilizar la deuda en un nivel más alto para un déficit primario dado. Sin embargo, un nivel de deuda pública más alto supone una mayor exposición a reversiones de este diferencial, lo que aumenta el riesgo fiscal en un entorno de elevada deuda pública.

1 DEUDA PÚBLICA Y SALDO PRESUPUESTARIO PREVISTOS EN EL ÁREA DEL EURO EN 2022



2 CAMBIO EN EL SALDO PRESUPUESTARIO NECESARIO PARA ESTABILIZAR LA DEUDA ANTE UNA REVERSIÓN DE R-G (a)



FUENTE: Comisión Europea.

a Se muestra el cambio en el saldo presupuestario primario que sería necesario para volver a estabilizar la deuda en el nivel marcado por el eje horizontal ante un aumento de 4 pp (aproximadamente, la reversión del cambio entre 1995-1999 y 2015-2019) del diferencial entre el tipo de interés real y el crecimiento potencial del PIB.



En todo caso, actualmente la Comisión Europea está llevando a cabo una revisión del marco vigente de reglas fiscales europeas. Dadas las importantes deficiencias en este marco en las últimas décadas, la Comisión Europea comenzó a revisarlo en octubre de 2021. Entre los objetivos de esta revisión, destacan: reducir su complejidad, mejorar su cumplimiento, promover un comportamiento más contracíclico de la política fiscal y acomodar las nuevas necesidades de inversión vinculadas a las transiciones digital y verde⁸⁸.

Entre otros aspectos, esta reforma de las reglas fiscales debería tener en cuenta la magnitud y la disparidad de los desequilibrios presupuestarios actuales en los EEMM (véase gráfico 2.17.1), 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. En este sentido, cabe destacar que las condiciones económicas bajo las que se fijaron esos niveles de referencia han cambiado. En particular, uno de los principales determinantes de la sostenibilidad de la deuda (el diferencial entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento potencial de la economía —la llamada «brecha r-g»—) ha pasado de ser claramente positivo en el período de creación del área del euro a registrar valores negativos durante el último quinquenio, aunque con una elevada heterogeneidad entre países.

⁸⁸ Véase [Comisión Europea \(2021b\)](#).

Esto implica que, de mantenerse el entorno de tipos de interés reducidos observado en los últimos años, el saldo primario necesario para estabilizar la ratio de deuda pública en relación con el PIB en un nivel determinado sería ahora inferior al requerido por el PEC, para una tasa de inflación dada⁸⁹. En sentido contrario, sin embargo, también es importante tener en cuenta que el actual diferencial negativo entre el tipo de interés real y el crecimiento potencial podría revertirse en el medio plazo, en cuyo caso estabilizar los elevados niveles de deuda pública actuales supondría un considerable ajuste fiscal (véase gráfico 2.17.2).

Además, existe consenso entre los expertos acerca de la necesidad de revisar el marco de reglas fiscales para dotarlo de mayor transparencia y predictibilidad, y de mejorar su cumplimiento por parte de los países. Este marco de reglas fiscales se articula en torno a una multiplicidad de objetivos y a una gobernanza compleja, lo que ha dificultado su aplicación práctica. Una posibilidad que se ha propuesto en la literatura especializada es organizar el marco en torno a un único objetivo de medio plazo de nivel de deuda pública —que podría ser distinto para cada país— y a un único instrumento de política fiscal, la fijación del gasto público con una perspectiva de medio plazo —esto es, vinculando su crecimiento al aumento potencial de la actividad económica—. Esta aproximación mejoraría la predictibilidad de la senda de política presupuestaria al introducir elementos que exceden el ciclo presupuestario habitual, con una mayor automaticidad, y por tanto contribuiría a mitigar las presiones procíclicas de la política fiscal⁹⁰ y facilitaría la labor de evaluación de las autoridades independientes de control —como la AIReF en el caso español—. Debería también mejorarse la hasta ahora escasa capacidad para lograr que los países acumulen colchones fiscales en épocas de bonanza que puedan utilizarse en los períodos de crisis. Este objetivo requeriría un mejor diseño del esquema de incentivos que rige el cumplimiento de las reglas, así como, probablemente, un reforzamiento del papel que desempeñan las autoridades independientes de responsabilidad fiscal.

El nuevo marco europeo de gobernanza fiscal debería completarse con una serie de elementos que amplíen los canales de compartición de riesgos en la UE. Esto implicaría, por ejemplo, la creación de un sistema de seguro de desempleo europeo y de una capacidad fiscal central. En este sentido, cabe señalar que el actual marco de reglas fiscales no permite asegurar que el tono agregado de las políticas fiscales nacionales sea, en cada momento, el adecuado para la UE en su conjunto, aspecto que dificulta la consecución de un *policy mix* equilibrado entre la política fiscal y la política monetaria.

También resulta imprescindible desarrollar nuevas herramientas que permitan reducir el riesgo de fragmentación financiera y financiar las nuevas necesidades

89 Véase [Alloza et al. \(2021\)](#).

90 Véase [Benalal et al. \(2022\)](#).

de inversión común. En este contexto, se deberían ampliar algunas de las iniciativas aprobadas durante la pandemia, como, por ejemplo, el instrumento de apoyo temporal para mitigar los riesgos de desempleo en una emergencia (SURE, por sus siglas en inglés), lanzado en abril de 2020, que ha puesto de manifiesto cómo el acceso a préstamos de la UE genera un importante ahorro en intereses para la mayoría de EEMM y les protege, además, ante situaciones de estrés en los mercados financieros⁹¹. También sería conveniente revisar el marco temporal del programa NGEU para limitar el riesgo de que puedan interrumpirse algunas de las inversiones necesarias para avanzar en la digitalización, la lucha contra el cambio climático o la autonomía estratégica de la UE. Un paso en este sentido sería, por ejemplo, reconsiderar el período contemplado para la petición de préstamos dentro de este programa, que expira a mediados de 2023.

4.3 La ampliación de los canales de compartición de riesgos

Además de ampliar los canales públicos de compartición de riesgos (véase el epígrafe 4.2), **es necesario potenciar el aseguramiento mutuo entre agentes privados.** En este sentido, diversos trabajos analíticos han puesto ya de relieve que los mecanismos de compartición de riesgos privados que operan actualmente entre las economías europeas son mucho menos potentes que los que actúan, por ejemplo, en Estados Unidos⁹².

Para avanzar en la compartición de riesgos privados, es fundamental completar la arquitectura financiera de la UE. En particular, es preciso progresar en la agenda de la unión de los mercados de capitales, para lograr una mayor integración de los mercados financieros en la UE e intensificar los flujos de financiación entre los EEMM. El Plan de Acción 2020 de la Comisión Europea contiene una amplia batería de propuestas para avanzar en esta dirección, que han sido bien recibidas por los EEMM. Así, por ejemplo, en noviembre de 2021 la Comisión propuso un paquete de medidas orientadas a mejorar la difusión de la información de los mercados de acciones y a favorecer el acceso de los inversores a los datos empresariales —en particular, de las pymes—. En 2022 se espera que la Comisión Europea siga planteando iniciativas para facilitar el acceso de las pymes a los mercados cotizados y el intercambio de información. Esta institución también abordará la armonización de ciertos aspectos de los marcos nacionales de insolvencia de empresas, factor que resulta determinante para reducir la fragmentación en los mercados financieros europeos y para incentivar la inversión transfronteriza. El tratamiento fiscal de estas inversiones transfronterizas —en particular, la desgravación de la retención fiscal en origen— y la convergencia supervisora son otros aspectos que se tratarán más adelante en el contexto del Plan de Acción 2020.

91 Véase Burriel, Kataryniuk y Pérez (2022), de próxima publicación.

92 Véase, por ejemplo, Burriel *et al.* (2020).

También es indispensable culminar la unión bancaria. Para ello ha de establecerse un sistema europeo de garantía de depósitos con un componente de mutualización de riesgos lo más amplio posible. Un compromiso político creíble en este ámbito supondría una contribución decisiva para garantizar la estabilidad financiera en el área del euro a corto y a medio plazo.

BIBLIOGRAFÍA

- Acemoglu, D., y D. Autor (2011). «Skills, tasks and technologies: Implications for employment and earnings», *Handbook of Labor Economics*, vol. 4, pp. 1043-1171.
- Albrizio, S., y J. F. Geli (2021). «Un análisis empírico de los factores que pueden potenciar la efectividad del programa *Next Generation EU*», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Alloza, M., J. Andrés, P. Burriel, I. Kataryniuk, J. J. Pérez y J. L. Vega (2021). *La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico*, Documentos Ocasionales, n.º 2121, Banco de España.
- Alloza, M., J. Brunet, V. Forte-Campos, E. Moral-Benito y J. Pérez (2022). *El gasto público en España desde una perspectiva europea*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Alloza, M., V. Forte-Campos, J. Martínez-Pagés, E. Moral-Benito y J. A. Rojas (2022). *La sostenibilidad de la deuda pública en España en el largo plazo*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Alloza, M., D. Leiva-León y A. Urtasun (2022). *La respuesta de la inversión privada a un incremento de la inversión pública*, de próxima publicación.
- Almunia, M., y D. López-Rodríguez (2018). «Under the radar: The effects of monitoring firms on tax compliance», *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 10, n.º 1, pp. 1-38.
- Anghel, B., H. Basso, O. Bover, J. M. Casado, L. Hospido, M. Izquierdo, I. A. Kataryniuk, A. Lacuesta, J. M. Montero y E. Vozmediano (2018). «Income, consumption and wealth inequality in Spain», *SERIEs*, 9(4), pp. 351-387.
- Anghel, B., y A. Lacuesta (2020). «Envejecimiento, productividad y situación laboral», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.
- Anghel, B., A. Lacuesta y A. Regil (2020). «Transferibilidad de habilidades de los trabajadores en los sectores potencialmente afectados tras el COVID-19», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Arellano, M., S. Bonhomme, M. de Vera, L. Hospido y S. Wei (2021). *Income risk inequality: Evidence from Spanish administrative records*, Documentos de Trabajo, n.º 2136, Banco de España.
- Aspachs, O., R. Durante, A. Graziano, J. Mestres, J. G. Montalvo y M. Reynal-Querol (2022). «Seguimiento de la desigualdad en tiempo real en España durante la crisis de la Covid-19», *ICE, Revista de Economía*, n.º 923, pp. 163-179.
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2020a). *Spending Review, Fase II*.
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2020b). «Beneficio fiscal: Deducción por I+D+i en el impuesto sobre sociedades», *Spending Review, Fase II, Estudio de Beneficios Fiscales*.
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2020c). *Actualización de previsiones demográficas y de gasto en pensiones*, Documento Técnico 1/20.
- Ayuso, J., J. F. Jimeno y E. Villanueva (2019). «The effects of the introduction of tax incentives on retirement saving», *SERIEs*, 10, pp. 211-249.
- Banco de España (2016). «La dinámica empresarial en España: características, determinantes e implicaciones», capítulo 4, *Informe Anual 2015*.
- Banco de España (2020). *Informe Anual 2019*.
- Banco de España (2021a). *Informe Anual 2020*.
- Banco de España (2021b). «Los retos estructurales de la economía española tras el COVID-19 y las políticas para abordarlos», capítulo 2, *Informe Anual 2020*.
- Banco de España (2021c). «Dualidad y costes de despido: un modelo basado en la acumulación de derechos en fondos individuales de los trabajadores», recuadro 2.4, *Informe Anual 2020*.
- Banco de España (2021d). «La respuesta de la Unión Europea a la crisis económica del COVID-19 y los nuevos retos en el ámbito de su gobernanza», recuadro 1.2, *Informe Anual 2020*.
- Banco de España (2022a). *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera.
- Banco de España (2022b). «El Ministerio de Inclusión y el CEMFI firman un convenio para la evaluación de los proyectos de itinerarios de inclusión social», nota de prensa de 18 de enero de 2022, Departamento de Comunicación.

- Barro, R. J. (2001). «[Human Capital and Growth](#)», *American Economic Review*, vol. 91, n.º 2, pp. 12-17.
- Benalal, N., M. Freier, W. Melyn, S. van Parys y L. Reiss (2022). [Towards a single performance indicator in the EU's fiscal governance framework: An assessment of the expenditure and structural balance rules in the European fiscal governance framework](#), ECB Working Paper Series, n.º 288.
- Bertheau, A., E. M. Accabi, C. Barceló, A. Gulyas, S. Lombardi y R. Saggio (2022). [The unequal cost of job loss across countries](#), Working Paper, n.º 29727, NBER.
- Björklund, A., y K. G. Salvanes (2011). «[Education and family background: Mechanisms and policies](#)», en S. Machin, E. A. Hanushek y L. Woessmann (eds.), *Handbook of the Economics of Education*, vol. 3, pp. 201-247.
- Blanchard, O., y J. Tirole (2022). «[Major future economic challenges](#)», *VoxEU*, CEPR Policy Portal, 21 de marzo.
- Blanchet, T., L. Chancel y A. Gethin (2021). «[Why is Europe more equal than the United States?](#)», *American Economic Journal: Applied Economics*, de próxima publicación.
- Blanco, R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020). [Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del COVID-19](#), Documentos Ocasionales, n.º 2020, Banco de España.
- Burriel, P., P. Chronis, M. Freier, S. Hauptmeier, L. Reiss y D. Stegarescu (2020). [A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems](#), Documentos Ocasionales, n.º 2009, Banco de España.
- Burriel, P., I. Kataryniuk y J. J. Pérez (2022). [Computing EU's SURE interest saving with an extended debt sustainability assessment tool](#), Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Cahuc, P., P. Carry, F. Malherbet y P. Martins (2022). [Employment effects of restricting fixed-term contracts: theory and evidence](#), CEPR Discussion Paper, DP16875, Centre for Economic Policy Research.
- Cappellari, L., C. Dell'Ara y M. Leonardi (2012). «[Temporary Employment, Job Flows and Productivity: A Tale of Two Reforms](#)», *The Economic Journal*, vol. 122, n.º 562, pp. F188-F215.
- Card, D., J. Kluve y A. Weber (2018). «[What works? A meta-analysis of recent active labor market program evaluations](#)», *Journal of the European Economic Association*, vol. 16, pp. 894-931.
- Carrasco, R., y E. Villanueva (2022). «Tax incentives to retirement saving and intertemporal income smoothing», mimeo.
- Comin, D. A., A. Danieli y M. Mestieri (2020). [Income-driven labor-market polarization](#), Working Paper, n.º 27455, NBER.
- Comisión Europea (2020a). «[Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: Resiliencia de las materias primas fundamentales: trazando el camino hacia un mayor grado de seguridad y sostenibilidad](#)», Bruselas, 3.9.2020, COM(2020) 474 final.
- Comisión Europea (2020b). «[Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a un mercado único de servicios digitales \(Ley de Servicios Digitales\) y por el que se modifica la Directiva 2000/31/CE](#)», Bruselas, 15.12.2020, COM(2020) 825 final.
- Comisión Europea (2020c). «[Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados disputables y equitativos en el sector digital \(Ley de Mercados Digitales\)](#)», Bruselas, 15.12.2020, COM(2020) 842 final.
- Comisión Europea (2021a). «[Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones - Actualización del nuevo modelo de industria de 2020: Creación de un mercado único más sólido para la recuperación de Europa](#)», Bruselas, 5.5.2021, COM(2021) 350 final.
- Comisión Europea (2021b). «[Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones - Coordinación de las políticas económicas en 2021: superar la COVID-19, apoyar la recuperación y modernizar nuestra economía](#)», Bruselas, 2.6.2021, COM(2021) 500 final.
- Comisión Europea (2022). «[Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - A Chips Act for Europe](#)», Bruselas, 8.2.2022, COM(2022) 45 final.
- Comité de Personas Expertas (2022). [Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria](#), Ministerio de Hacienda.
- [Community Access to Cash Pilots](#).
- Congressional Research Service (2022). [An overview of small business contracting](#).

- Correia, I. (2010). «[Consumption taxes and redistribution](#)», *American Economic Review*, vol. 100, n.º 4, pp. 1673-1694.
- Crespo, L., C. Gento, N. El Amrani y E. Villanueva (2022). *El uso en los hogares españoles de los medios de pago entre 2002 y 2020: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Cuadrado, P., M. Izquierdo, J. M. Montero, E. Moral-Benito y J. Quintana (2022). *El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia*, Documentos Ocasionales, n.º 2208, Banco de España.
- Deleidi, M. (2022). «[Quantifying multipliers in Italy: does fiscal policy composition matter?](#)», *Oxford Economic Papers*, vol. 74, n.º 2, pp. 359-381.
- Di Giovanni, J., M. García-Santana, P. Jeenas, E. Moral-Benito y J. Pijoan-Mas (2022). *Government procurement and access to credit: firm dynamics and aggregate implications*, CEPR Discussion Paper, DP17023, Centre for Economic Policy Research.
- Dirección General de Economía y Estadística (2020). *El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019*, Documentos Ocasionales, n.º 2013, Banco de España.
- Duflo, E., R. Glennerster y M. Kremer (2007). «[Using randomization in development economics research: a toolkit](#)», en T. Paul Schultz y John A. Strauss, *Handbook of Development Economics*, Elsevier, vol. 4, pp. 3895-3962.
- Estrada, Á., y D. Santabárbara (2021). *Recycling carbon tax revenues in Spain. Environmental and economic assessment of selected Green reforms*, Documentos de Trabajo, n.º 2119, Banco de España.
- Feenstra, R. C., y G. H. Hanson (1999). «[The impact of outsourcing and high-technology capital on wages: Estimates for the United States, 1979-1990](#)», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, n.º 3, pp. 907-940.
- Felgueroso, F., J. I. García-Pérez y S. Jiménez-Martín (2018). *Perfilado estadístico: un método para diseñar políticas activas de empleo*, Ed. Ramón Areces.
- Fernández-Cerezo, A., y J. M. Montero (2021). *Un análisis sectorial de los retos futuros de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 2133, Banco de España.
- García, C., C. Martín-Machuca y F. Viani (2020). «[El comercio internacional de productos médicos durante la pandemia de COVID-19](#)», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- García-Louzao, J., L. Hospido y A. Ruggieri (2022). *Dual returns to experience*, Documentos de Trabajo, n.º 2211, Banco de España.
- García-Pérez, J. I., I. Marinescu y J. Vall Castello (2018). «[Can fixed-term contracts put low skilled youth on a better career path? Evidence from Spain](#)», *The Economic Journal*, vol. 129, pp. 1693-1730.
- García-Posada, M. (2020). *Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del COVID-19: Los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal*, Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.
- García-Posada, M., y R. Vegas (2018). «[Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: The Spanish experience](#)», *International Review of Law and Economics*, vol. 55, pp. 71-95.
- Gómez, M., y L. Hospido (2022). «[El reto de la medición del trabajo en plataformas digitales](#)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Gómez, M., y E. Villanueva (2022). «[El efecto de los planes de pensiones de empresa sobre el ahorro privado de los hogares](#)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.
- Hall, J. V., y A. B. Krueger (2018). «[An analysis of the labor market for Uber's Driver-Partners in the United States](#)», *ILR Review*, vol. 71, n.º 3.
- Harmon, C., H. Oosterbeek y I. Walker (2003). «[The returns to education: microeconomics](#)», *Journal of Economic Surveys*, vol. 17, n.º 2, pp. 115-156.
- Hernández de Cos, P. (2020). *Los principales retos de la economía española tras el Covid-19. Comparecencia en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 / Congreso de los Diputados, el 23 de junio de 2020*, Documentos Ocasionales, n.º 2024, Banco de España.
- Hernández de Cos, P. (2021). *El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia. Contribución del Banco de España a los trabajos de la Comisión de Seguimiento y Evaluación de los Acuerdos del Pacto de Toledo. 2 de septiembre de 2020*, Documentos Ocasionales, n.º 2106, Banco de España.

- Hirsch, B., y S. Mueller (2012). «The Productivity Effect of Temporary Agency Work: Evidence from German Panel Data», *The Economic Journal*, vol. 122, n.º 562, pp. F216-F235.
- Howell, S. T. (2017). «Financing innovation: evidence from R&D grants», *American Economic Review*, vol. 107, n.º 4, pp. 1136-1164.
- Kataryniuk, I., J. J. Pérez y F. Viani (2021). *(De-)Globalisation of trade and regionalisation: a survey of the facts and arguments*, Documentos Ocasionales, n.º 2124, Banco de España.
- Kataryniuk, I., A. del Río Lopezosa y C. Sánchez Carretero (2021). «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- L'Hotellerie-Fallois, P., M. Manrique y A. Millaruelo (2021). «La autonomía estratégica abierta de la UE», recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.
- Levy-Yeyati, E., M. Montané y L. Sartorio (2019). *What works for active labor market policies?*, Harvard University Center for International Development, Faculty working paper, n.º 358.
- López-Rodríguez, D., y C. García Ciria (2018). *Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 1810, Banco de España.
- López-Rodríguez, D., y M. L. Matea (2020). *La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 2002, Banco de España.
- Lucio, J. de, y J. S. Mora-Sanguinetti (2022). «Drafting «better regulation»: the economic cost of regulatory complexity», *Journal of Policy Modeling*.
- Macnamara, P., M. Pidkuyko y R. Rossi (2022). *Taxing Consumption in Unequal Economies*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- Martínez-Bravo, M., y C. Sanz (2021). «Inequality and psychological well-being in times of COVID-19: evidence from Spain», *SERIEs*, 12, pp. 489-548.
- Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (2021). *Ageing report 2021. Country fiche Spain*.
- Mora-Sanguinetti, J. S., y R. Pérez-Valls (2021). «How does regulatory complexity affect business demography? Evidence from Spain», *European Journal of Law and Economics*, vol. 51, n.º 2, pp. 203-242.
- Mora-Sanguinetti, J. S., e I. Soler (2022). *La regulación sectorial en España. Resultados cuantitativos*, Documentos de Trabajo, n.º 2202, Banco de España.
- Nguyen, A., L. Onnis y R. Rossi (2021). «The macroeconomic effects of income and consumption tax changes», *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 13, n.º 2, pp. 439-466.
- Oficina Nacional de Prospectiva y Estrategia del Gobierno de España (coord.) (2021). *España 2050: Fundamentos y propuestas para una estrategia nacional de largo plazo*.
- Palladino, M. G., y M. Sartori (2022). «Dignity by decree? The occupational effects of temporary jobs regulation in Italy», mimeo, CEMFI.
- Pijoan-Mas, J., y P. Roldan-Blanco (2022). «Dual labor markets and the equilibrium distribution of firms», mimeo.
- Ramey, V. A. (2020). *The macroeconomic consequences of infrastructure investment*, Working Paper, n.º 27625, NBER.
- Ruiz-Valenzuela, J. (2020). «Intergenerational effects of employment protection reforms», *Labour Economics*, vol. 62.
- Woodward, D., O. Figueiredo y P. Guimarães (2006). «Beyond the Silicon Valley: University R&D and high-technology location», *Journal of Urban Economics*, vol. 60, n.º 1, pp. 15-32.
- Worthington, H., P. Simmonds, K. Farla y P. Varnai (2018). *The silver economy: final report*, Comisión Europea, Publications Office.



3

EL REPUNTE GLOBAL DE LA INFLACIÓN

1 Introducción

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. En el área del euro, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró un avance interanual ligeramente superior al 6 % en el primer trimestre de 2022, una cifra nunca vista en la historia de la unión monetaria (véase gráfico 3.1). En el caso de la economía española, esta tasa se situó en el 7,9 %, su nivel más alto en los últimos 35 años. Asimismo, desde finales de 2021 la inflación subyacente (tasa de variación del IAPC, excluidos la energía y los alimentos) ha superado con holgura el 2 % en el área del euro, cota que también se rebasó en España a principios del año corriente¹. En el resto de las principales economías, las tensiones inflacionistas también están siendo muy intensas, sobre todo en Estados Unidos —entre las avanzadas—, donde la inflación alcanzó el 8 % en el primer trimestre de 2022, y en Europa del Este y Latinoamérica —entre las economías emergentes—.

Este fuerte repunte inflacionista, tras varias décadas en las que el crecimiento de los precios evidenció una senda descendente, responde a diversos factores.

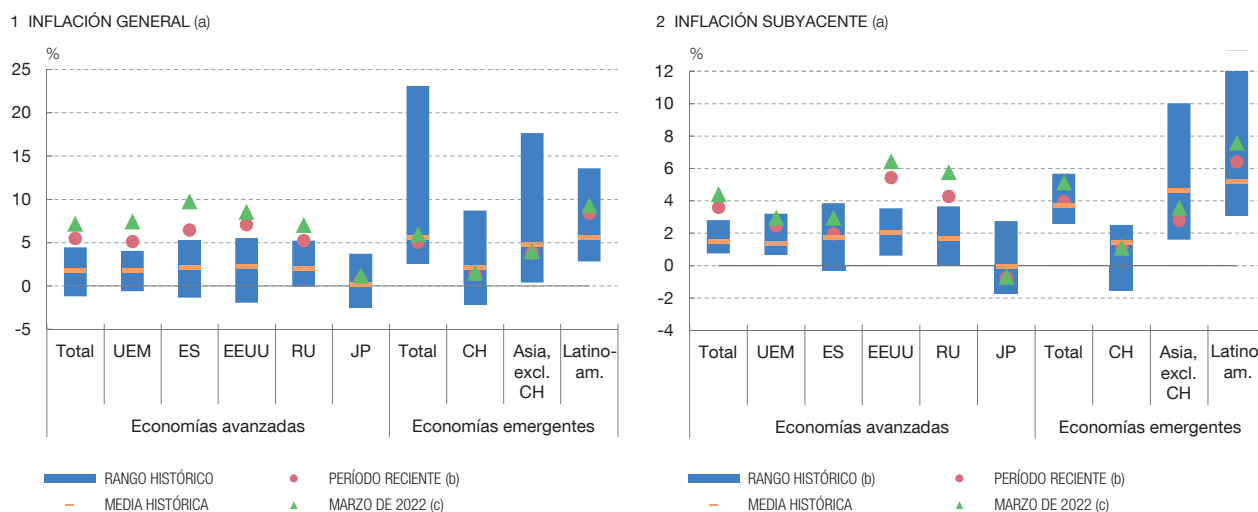
Como se documenta en el epígrafe 2, la inflación se moderó de forma significativa en las economías desarrolladas a lo largo de las últimas décadas, una dinámica que la literatura económica ha asociado a diversos procesos de cambio estructural, como el envejecimiento poblacional, la globalización o la transformación tecnológica². No obstante, estas dinámicas de precios se vieron alteradas a partir de comienzos de 2021, una vez que se superaron las restricciones más intensas de la crisis sanitaria del COVID-19. En particular, en el epígrafe 3 se pone de manifiesto que las actuales presiones inflacionistas obedecen fundamentalmente al repunte en los precios de las materias primas y al hecho de que en las principales economías mundiales la demanda —apoyada por políticas monetarias y fiscales muy expansivas— se ha recuperado con mayor intensidad del impacto de la pandemia que la oferta —afectada, entre otros factores, por cuellos de botella en las cadenas globales de valor—. Más recientemente, algunas tensiones geopolíticas —en especial, las 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.

1 Estas dinámicas han continuado en la parte transcurrida del segundo trimestre. Así, según la información más reciente disponible, correspondiente al mes de abril, la tasa de inflación general se situó en el 7,5 % en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y en el 8,3 % en España, mientras que el ritmo de avance interanual del índice de precios subyacente alcanzó el 3,5 % en el área del euro (IAPC, excluidos la energía y los alimentos) y el 3,4 % en la economía española.

2 Sobre este tema, véase [Banco de España](#) (2019).

EL REPUNTE GLOBAL DE LA INFLACIÓN

El aumento de la inflación está siendo, a escala global, un fenómeno más intenso y persistente de lo que se esperaba, y está alcanzando cotas extraordinarias en un amplio número de economías.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a ES: España; EEUU: Estados Unidos; RU: Reino Unido; JP: Japón; CH: China.

b La media y el rango históricos comprenden el período 1999-2019, salvo para los agregados de economías emergentes China y Asia, por falta de disponibilidad de datos. El período reciente se refiere al promedio de las tasas de inflación de septiembre de 2021 a marzo de 2022 (febrero de 2022 para los agregados de economías emergentes y Asia, excluida China).

c Febrero de 2022 para los agregados de economías avanzadas y emergentes Japón y Asia, excluida China.



La potencial materialización de efectos indirectos y de segunda vuelta podría llevar a una prolongación del actual episodio inflacionista. Como se detalla en el epígrafe 4, estos efectos podrían producirse si los aumentos en los costes energéticos acaban trasladándose de forma intensa a los precios del resto de los bienes y servicios de la economía, o como consecuencia de que eventuales incrementos en los salarios —para compensar la pérdida de poder adquisitivo de los trabajadores— generen nuevas presiones al alza sobre los costes de las empresas y los precios de sus productos. La incertidumbre acerca de la intensidad con la que estos efectos podrían materializarse en el futuro es elevada y, si bien no lo han hecho de manera acusada por el momento, la persistencia de las presiones inflacionistas hace más probable que puedan llegar a producirse en el futuro. Por otra parte, diversos aspectos de carácter más estructural podrían influir también en la evolución futura de los precios, entre los que destacan las dinámicas relativas a la relocalización o desglobalización de la actividad económica, las tendencias demográficas y el proceso de transición ecológica.

Las políticas económicas han respondido a la senda alcista de los precios en varias dimensiones (véase el epígrafe 4.2). En un amplio número de países, las políticas fiscales están intentando mitigar los efectos adversos derivados del fuerte repunte de los precios —especialmente de los energéticos— a corto plazo para los

hogares y las empresas. Con una perspectiva más a medio plazo, a escala europea se han planteado varias iniciativas para reducir la dependencia energética. Por su parte, los bancos centrales han avanzado en el proceso de normalización de su política monetaria en respuesta al actual contexto de alta inflación. Así, por ejemplo, el Banco Central Europeo (BCE) concluyó en marzo de 2022 las compras netas de activos en el marco del PEPP³ —introducido poco después del estallido de la pandemia— y anunció en abril que las compras netas de activos al amparo del APP⁴ —en vigor desde mediados de 2014— finalizarán en el tercer trimestre de este año.

El actual episodio de fuertes presiones inflacionistas habría tenido ya un considerable impacto adverso sobre la actividad económica. Así se pone de manifiesto en el epígrafe 5, donde, más allá del impacto que este episodio esté teniendo sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas, se presta especial atención a cómo estaría afectando de forma heterogénea a distintos tipos de hogares y empresas. En el epígrafe 6 se presentan las principales conclusiones de este capítulo.

2 Los determinantes de la inflación en el período anterior a la pandemia

Si exceptuamos el período más reciente, la inflación ha seguido una tendencia a la baja en las economías desarrolladas a lo largo de las últimas décadas. Como se puede observar en el gráfico 3.2, la moderación de la inflación fue generalizada en los principales países avanzados tras las dos crisis del petróleo de los años setenta. Además, la volatilidad y la dispersión de la inflación también se redujeron significativamente.

En el período transcurrido entre la crisis financiera global y el comienzo de la pandemia de COVID-19, la inflación incluso se situó de manera persistente por debajo de los objetivos de inflación de muchos bancos centrales. En efecto, en el período 2009-2019 la tasa de crecimiento de los precios en el promedio de las economías avanzadas se redujo hasta el entorno del 1,5 %. Este descenso fue especialmente pronunciado en el caso de la UEM, donde, a pesar de que la actividad se recuperó con cierto vigor entre 2013 y 2019, las tasas de inflación se situaron, de media, en el 1 % en dicho período.

La literatura económica ha tratado de explicar esta senda decreciente de la inflación a través de una combinación de factores cíclicos y estructurales. Así, por ejemplo, de acuerdo con diversos estudios⁵, la baja inflación en la UEM durante

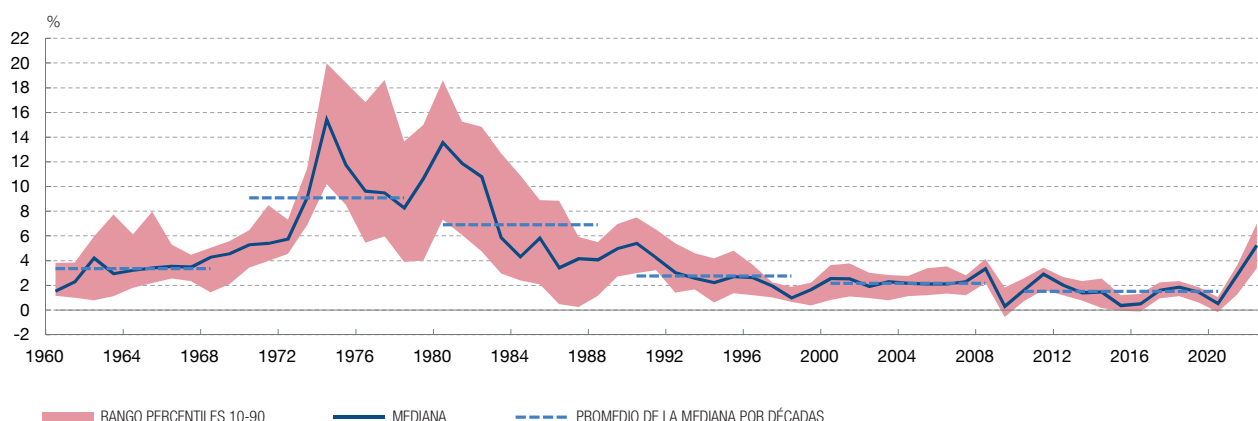
3 Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés).

4 Programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés).

5 Véanse, por ejemplo, Banco de España (2019a), Koester *et al.* (2021) y las referencias incluidas en ellos.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN CON UNA PERSPECTIVA A LARGO PLAZO (a)

Las tasas de inflación se han reducido significativamente en las últimas décadas en las principales economías avanzadas.



FUENTES: *International Financial Statistics* (Fondo Monetario Internacional) y Consensus Economics.

a Tasas anuales de inflación en el período 1960-2022 (proyección del WEO del FMI de abril de 2022) en nueve economías avanzadas: Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.



el período 2013-2019 se habría debido, en buena parte, a factores de naturaleza coyuntural. Entre estos destacan la posición de gran holgura cíclica generada tras la crisis de deuda soberana y la acción concurrente de diversas perturbaciones de oferta positivas, como las fluctuaciones a la baja de los precios de la energía o los ajustes de competitividad que tuvieron lugar en algunos países del área. La persistencia de este episodio de baja inflación dio lugar a un cierto desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, lo que también habría contribuido a la prolongación de dicho episodio. Todo ello en un contexto en el que el margen de maniobra de la política fiscal era reducido y la política monetaria operaba en un entorno de tipos de interés próximos a su cota inferior efectiva.

En cuanto a los determinantes estructurales, se ha argumentado que algunas dinámicas —como la globalización, el desarrollo de nuevas tecnologías y el envejecimiento poblacional— podrían haber contribuido al entorno de baja inflación⁶. En particular, el proceso de apertura comercial y financiera de la actividad económica mundial en las últimas décadas —que alcanzó su máxima expresión en los años noventa—, el desarrollo de las cadenas globales de valor y la internacionalización de los servicios, así como la plena integración de China y otros países emergentes en el comercio internacional, podrían haber presionado a la baja el crecimiento de

6 Otros factores estructurales que también se han analizado en la literatura económica incluyen el aumento de la independencia y credibilidad de los bancos centrales en las economías avanzadas y emergentes, y la adopción por la mayoría de ellos de regímenes de política monetaria con objetivos explícitos de inflación.

los precios⁷. Este efecto se habría producido a través de canales tanto directos —por la importación de bienes a menor coste— como indirectos —por el impacto de la globalización en la estructura de los mercados, que habría aumentado la competencia y la oferta de mano de obra, y habría reducido el poder de negociación de los trabajadores en los países avanzados—.

El proceso de digitalización y el envejecimiento poblacional también podrían haber generado un efecto negativo sobre la inflación⁸. El proceso de digitalización habría propiciado una reducción de los precios de los bienes y servicios tecnológicos, un aumento del comercio electrónico, un mayor nivel de competencia en los mercados y un aumento de la productividad. Asimismo, el proceso de envejecimiento poblacional habría incidido negativamente en la tasa de crecimiento de los precios a través de varios canales: al fomentar el ahorro, al inducir un aumento en la preferencia social por tasas de inflación bajas —en la medida en que las personas mayores, que disponen habitualmente de más riqueza financiera, son más sensibles a incrementos en la inflación— y al provocar un descenso en el tipo de interés natural —limitando, de este modo, la capacidad de la política monetaria para estimular la actividad y la inflación cuando los tipos de interés están próximos a su cota inferior efectiva⁹—.

No obstante, la evidencia empírica disponible sobre el papel de estos factores estructurales no es concluyente. Así, por ejemplo, diversos estudios encuentran que, si bien la globalización ha tenido un impacto a la baja sobre la tasa de inflación, este ha sido reducido^{10, 11}. Por su parte, la evidencia relativa a los efectos de la digitalización¹² y del proceso de envejecimiento poblacional¹³ sobre la inflación a largo plazo es poco concluyente. En cualquier caso, estos tres factores se han producido simultáneamente, por lo que resulta complejo distinguir las implicaciones de cada uno de ellos.

7 La creciente interconexión de la actividad económica mundial podría haber aumentado también la transmisión global de *shocks* y la sincronización de las tasas de inflación a escala global. En efecto, diversos estudios empíricos encuentran que las tasas de inflación de los países avanzados muestran un grado elevado de sincronización, consecuencia de la creciente incidencia de perturbaciones de carácter global en las tasas de inflación nacionales [véase [Forbes, Gagnon y Collins \(2021\)](#)]. Otros factores que habrían contribuido a esta mayor sincronía son la similitud de las estrategias de política monetaria en los países avanzados y la existencia de un componente común de los ciclos financieros.

8 En un sentido amplio, el proceso de digitalización se refiere tanto a la adopción de nuevas tecnologías de la información y la comunicación (TIC) y de procesamiento y análisis de datos digitales como a la automatización de los procesos productivos.

9 Véase [Fiorentini et al. \(2018\)](#).

10 Véase [Banco Central Europeo \(2021a\)](#).

11 Véanse [Forbes \(2019\)](#), [Bianchi y Civelli \(2015\)](#) y [Attinasi y Balatti \(2021\)](#).

12 Esto se debe en gran medida a la dificultad de cuantificar los efectos indirectos de la digitalización sobre la inflación, que operan a través de cambios en la estructura de los mercados de bienes y factores, con efectos que se pueden ver compensados recíprocamente. En cuanto a los efectos directos, derivados de la reducción de los precios de los bienes TIC y el aumento del comercio *online*, estos se han revelado negativos, pero también de tamaño reducido o a corto plazo. Véanse [Banco Central Europeo \(2021b\)](#), [Csonto, Huang y Tovar \(2019\)](#) y [Anderton et al. \(2020\)](#).

13 Véanse [Lis, Nickel y Papetti \(2020\)](#) y [Bobeica et al. \(2017\)](#) para un análisis de la zona del euro, y [Juselius y Takáts \(2018\)](#) para un análisis histórico en un amplio grupo de economías avanzadas.

3 Caracterización del episodio inflacionista actual

La tasa de inflación global¹⁴ repuntó de forma significativa en 2021, con un perfil de aceleración que se ha intensificado a principios de 2022. Así, tras situarse en el 4 % en promedio durante el período 2009-2019 y en el 3,2 % en 2020, se elevó hasta el 4,4 % en el promedio de 2021 y hasta el 7 % en el primer trimestre de este año.

En esta sección se caracterizan estas dinámicas recientes de los precios. En primer lugar, se describen los principales factores globales que explican el episodio inflacionista actual (véase el epígrafe 3.1). En segundo lugar, se exponen aquellos aspectos de carácter más idiosincrásico por los que la incidencia de este episodio muestra algunas diferencias importantes entre las mayores economías mundiales (véase el epígrafe 3.2). En tercer lugar, se pone de manifiesto que, 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 (véase el epígrafe 3.3).

3.1 Factores globales

El carácter global del actual episodio inflacionista está vinculado, fundamentalmente, a las dinámicas generadas por la pandemia de COVID-19 en la actividad económica. En particular, con el estallido de la pandemia, el cierre de las economías, la contracción de la actividad y las bajadas de impuestos indirectos que se aprobaron, generaron reducciones en los precios de numerosos bienes y servicios a lo largo de 2020. En comparación con Estados Unidos y la UEM, este descenso fue especialmente intenso en España, donde se registraron caídas significativas en los precios de algunas de las partidas de gasto más afectadas por la pandemia —como los servicios de ocio y cultura, y los de alojamiento y restauración— y en los precios de la energía (véase gráfico 3.3). Por el contrario, los precios de los alimentos se incrementaron a escala global como consecuencia, entre otros aspectos, de la recomposición de la demanda y de diversas distorsiones en la producción.

Una vez superada la fase de mayor incidencia de la pandemia, a medida que las economías se reabrían, los precios comenzaron a recuperarse. La rápida reactivación de la demanda contribuyó a la aceleración de los precios a partir de la

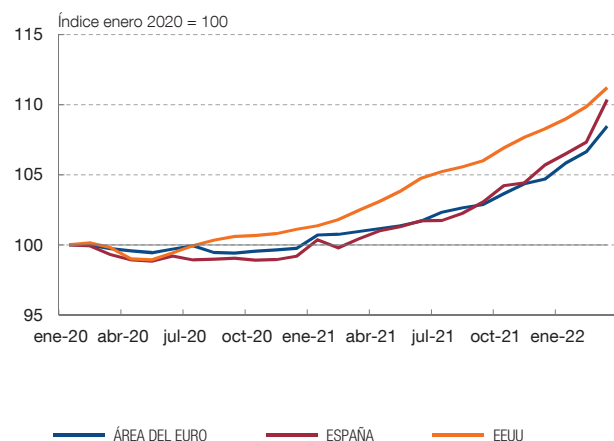
14 Cálculo realizado con las siguientes economías: área del euro, Estados Unidos, Canadá, Dinamarca, Japón, Noruega, Suecia, Reino Unido, China, Brasil, México, Chile, Colombia, Perú, Chequia, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía, India, Indonesia, Corea, Taiwán, Tailandia.

Gráfico 3.3

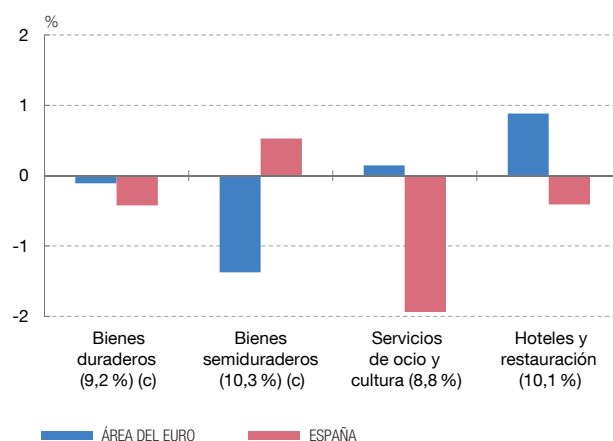
LA PANDEMIA COMO UN DETERMINANTE GLOBAL EN LA DINÁMICA DE LOS PRECIOS DE CONSUMO DE DETERMINADOS BIENES Y SERVICIOS

Los precios de numerosos bienes y servicios se redujeron a lo largo de 2020 como consecuencia del cierre de las economías, de la recesión inducida y de las bajadas de impuestos indirectos.

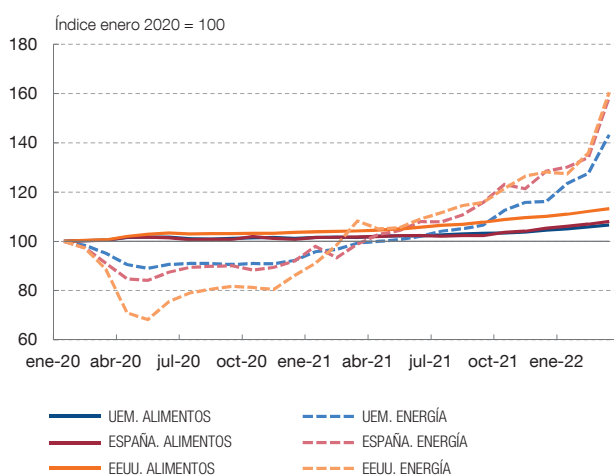
1 NIVEL DE LOS PRECIOS DE CONSUMO (a)



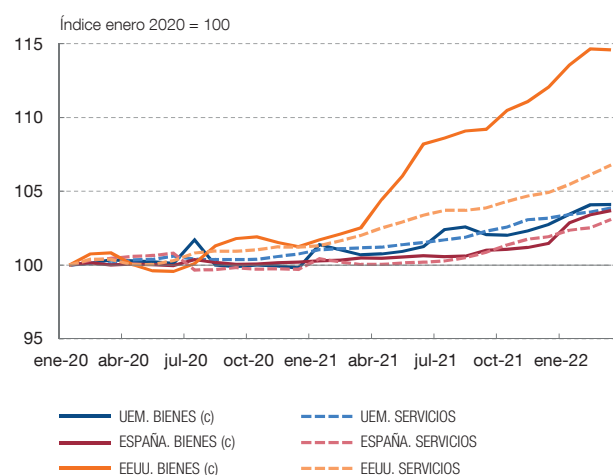
2 LA PANDEMIA Y LA VARIACIÓN EN 2020 DEL PRECIO DE ALGUNOS BIENES Y SERVICIOS MÁS AFECTADOS (b)



3 NIVEL DE LOS PRECIOS DE ALIMENTOS Y DE ENERGÍA (a)



4 NIVEL DE LOS PRECIOS DE BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS Y DE SERVICIOS (a)



FUENTES: Eurostat, Banco de España y estadísticas nacionales.

a Series ajustadas de estacionalidad, excepto las de los precios de alimentos y energía correspondientes a España.

b Variación interanual en diciembre de 2020. Entre paréntesis se indica el peso de cada rúbrica en el IAPC.

c Bienes industriales no energéticos.

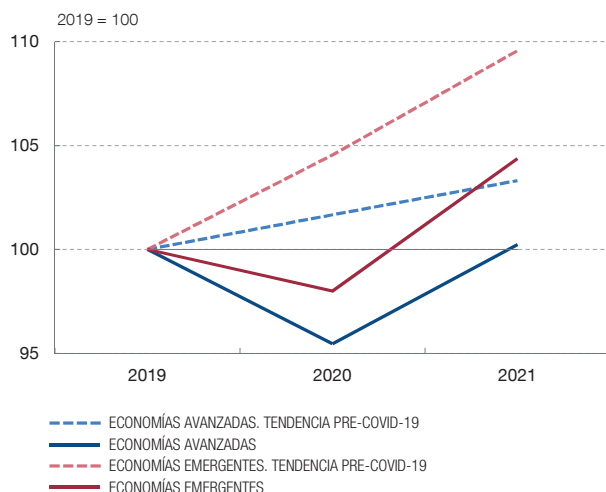


primavera de 2021 (véase gráfico 3.4.1), en particular en un contexto en el que, como se detallará más adelante, la oferta estuvo limitada por restricciones de distinta naturaleza. A modo de ilustración, el gráfico 3.4.2 muestra que, en el caso de los bienes industriales del área del euro, tanto los factores de oferta como los de demanda han contribuido positivamente al encarecimiento de los precios desde comienzos de 2021.

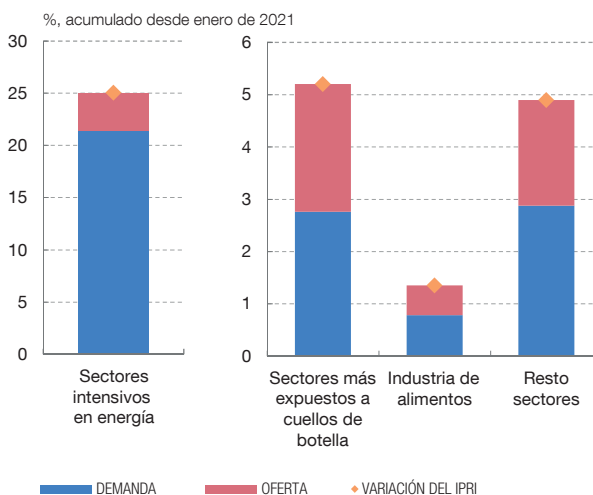
LOS DESEQUILIBRIOS ENTRE LA OFERTA Y LA DEMANDA

La rápida reactivación de la demanda a escala global pasó a desempeñar un papel clave en la aceleración de los precios a partir de la primavera de 2021, mientras que por el lado de la oferta operaron restricciones de distinta naturaleza que impidieron una respuesta suficiente. Las tensiones inflacionistas se materializaron rápidamente en los mercados internacionales de materias primas.

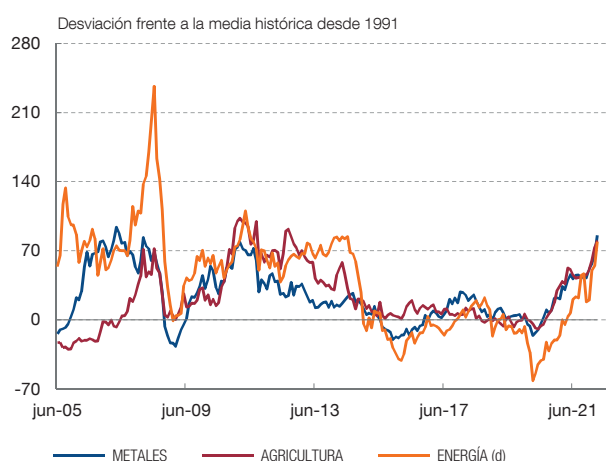
1 SENDA PIB FRENTE A SU TENDENCIA PREVISTA ANTES DE LA PANDEMIA (a)



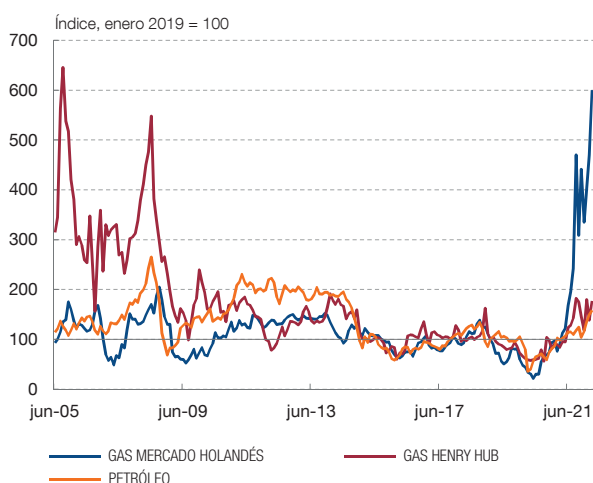
2 FACTORES DE OFERTA Y DE DEMANDA EN LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES (IPRI) DE MANUFACTURAS EN EL ÁREA DEL EURO (b)



3 PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS (c)



4 PRECIO DEL GAS Y DEL PETRÓLEO (c)



FUENTES: Bloomberg, Eurostat, Refinitiv y Banco de España.

- a La tendencia pre-COVID-19 recoge las previsiones del FMI del WEO de octubre de 2019. La senda actual procede del WEO de abril de 2022.
- b Estimaciones propias basadas en un modelo SVAR de frecuencia mensual con producción industrial y precios industriales de manufacturas en diferencias logarítmicas. Se muestra el crecimiento del IPRI sin constante.
- c Expresados en términos reales utilizando el deflactor del PIB de Estados Unidos, salvo para el precio del gas del mercado holandés, donde se emplea el deflactor del PIB del área del euro.
- d Este índice incluye seis materias primas: petróleo Brent, petróleo WTI, gas natural, gasoil, fueloil y gasolina.



Las tensiones inflacionistas se materializaron rápidamente en los mercados internacionales de materias primas. Frente al repunte de la demanda, diversos factores han limitado la respuesta de la oferta de materias primas, en especial la de las energéticas. Entre los factores coyunturales, destacan la reducción del suministro de gas por motivos geopolíticos y la falta de mantenimiento de determinadas infraestructuras energéticas durante los períodos de confinamiento. Entre los factores que presentan una naturaleza más estructural, cabe mencionar la disminución paulatina de la inversión en extracción de combustibles fósiles —derivada del impulso de las políticas de descarbonización en los últimos años—, sobre todo en el caso del petróleo y el gas. Como resultado, una vez superada la fase de mayor incidencia de la pandemia, se ha producido una notable caída de los inventarios de petróleo y de gas natural europeos, y un fuerte repunte de su precio (véase gráfico 3.4.3). Estas tensiones también han afectado a los metales industriales y a las materias primas agrícolas (véase gráfico 3.4.4), aspecto que ha contribuido a que los precios de consumo de los alimentos hayan mantenido una robusta senda alcista (véase gráfico 3.3.3). Todas estas dinámicas se han agudizado de manera extraordinaria con la invasión rusa de Ucrania, dado que estos dos países se encuentran entre los principales suministradores globales de materias primas energéticas —como el petróleo y el gas natural— y no energéticas —como el níquel y el trigo—.

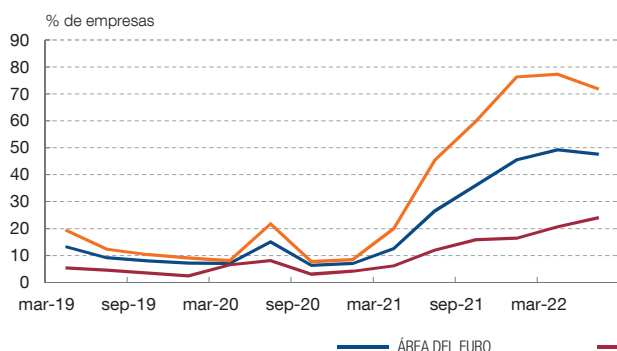
La recuperación de la oferta se ha visto también retrasada por la aparición de los denominados «cuellos de botella». Al margen de los desajustes que se han venido produciendo en los mercados de materias primas en los últimos trimestres (desde el principio de la recuperación de la crisis sanitaria), y en un contexto en el que las medidas de contención de la pandemia solo se fueron eliminando de forma gradual —lo que seguía condicionando tanto la producción de bienes como la demanda de servicios—, la intensidad de la reactivación de la demanda y la reorientación de esta hacia las manufacturas han provocado una sobrecarga de las cadenas globales de producción. En este sentido, la alta fragmentación de la producción a escala global ha contribuido a que las empresas se hayan enfrentado a un problema creciente de escasez de suministros y, en algunas economías, de mano de obra (véanse gráficos 3.5.1, 3.5.2. y 3.5.3). Estos problemas de abastecimiento han sido especialmente acusados en sectores como el de los semiconductores, los plásticos, la madera o los metales industriales. A estos desajustes se han unido, además, fuertes disrupciones en el transporte de mercancías. Concretamente, la principal vía de transporte de mercancías, la marítima, ha experimentado desde principios de 2021 un notable tensionamiento, que, como ilustran los indicadores sintéticos presentados en el gráfico 3.5.4, ha disparado su coste¹⁵.

15 La situación sanitaria y la falta de transportistas, entre otros factores, dificultaron los procesos de carga y descarga de los contenedores en los puertos. Además, diversos sucesos de carácter transitorio, como el bloqueo del canal de Suez en marzo de 2021 o el cierre de algunos puertos en China, también añadieron presión a las vías de transporte.

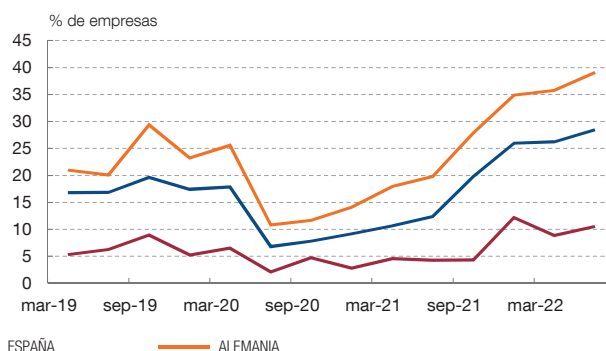
LA IMPORTANCIA DE LOS CUELLOS DE BOTELLA EN EL REPUNTE DE LA INFLACIÓN

La oferta se ha visto lastrada por el impacto de los cuellos de botella, que se han materializado en aumentos de costes en el transporte marítimo, congestión en los puertos y retrasos en los tiempos de entrega, y que han contribuido de forma notable al aumento de los precios en los sectores más expuestos.

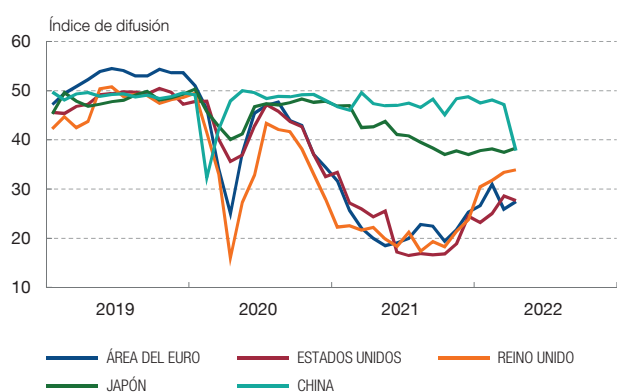
1 ESCASEZ DE MATERIAL Y/O EQUIPO EN LA INDUSTRIA Y LA CONSTRUCCIÓN (a)



2 ESCASEZ DE MANO DE OBRA EN LA INDUSTRIA, LA CONSTRUCCIÓN Y LOS SERVICIOS (a)



3 PLAZO DE ENTREGA DE PROVEEDORES EN LAS MANUFACTURAS (b)



4 INDICADORES COMPUESTOS DE TRANSPORTE MARÍTIMO (c)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, IHS Markit, Instituto de Economía Mundial de Kiel, Refinitiv y Banco de España.

- a Índice agregado a partir de los índices sectoriales de la encuesta de la Comisión Europea usando una media ponderada por el peso de cada sector en términos de valor añadido. Se utilizan datos ajustados de estacionalidad.
- b Índices PMI de gestores de compras.
- c Un aumento indica más congestión o mayor precio. Elaborado a partir de un análisis de componentes principales, utilizando indicadores de tráfico de contenedores en el canal de Suez y los tiempos de espera en los puertos de cinco regiones de Estados Unidos, el norte de Europa y China, desde enero de 2020. Para el coste se utilizan los precios del *Baltic Dry Index* y el *Harpex Index*, y los índices Freightos de tráfico de contenedores entre Asia y Estados Unidos, y entre Asia y Europa. El indicador se expresa en unidades tipificadas, esto es, el número de desviaciones típicas en que el valor se sitúa por encima o por debajo de la media de su muestra.



A finales del año pasado, los cuellos de botella parecían estar disipándose de forma muy gradual, pero diversos factores recientes podrían contribuir a su agravamiento. En efecto, el conflicto que tiene lugar en Ucrania está volviendo a afectar al funcionamiento de las cadenas globales de valor y a intensificar algunos de estos cuellos de botella. Además, el deterioro de la evolución de la pandemia observado recientemente en China y la severidad de las medidas de contención desplegadas por las autoridades de este país estarían influyendo tanto en el desempeño del transporte marítimo como en la producción de determinadas manufacturas.

El encarecimiento de las materias primas sería, cuantitativamente, el principal factor del incremento de los precios. La identificación de la contribución de los distintos factores analizados al alza de los precios de consumo es compleja, pero puede aproximarse usando un modelo econométrico estructural. Para ello se diferencia entre perturbaciones de demanda –incluidas las que afectan a la demanda de materias primas– y de oferta, distinguiendo, en este último caso, entre las que están relacionadas con el aumento de los costes de producción por el encarecimiento de las materias primas y las asociadas a los cuellos de botella. En este marco de análisis, las estimaciones del Banco de España¹⁶ apuntan a que el encarecimiento de las materias primas¹⁷ habría sido el principal determinante del reciente repunte en la inflación tanto en Estados Unidos como en el área del euro y, especialmente, en la economía española (véase gráfico 3.6). En todo caso, la intensa recuperación de la demanda también habría desempeñado un papel cuantitativamente relevante en estas dinámicas de la inflación, sobre todo en Estados Unidos¹⁸. Por su parte, la incidencia de los cuellos de botella sobre la inflación habría sido particularmente acusada en el área del euro. En la siguiente sección se proporcionan algunos elementos que ayudan a entender la heterogeneidad que se aprecia entre países.

3.2 Factores idiosincrásicos

La incidencia del actual episodio inflacionista en las principales economías mundiales está siendo heterogénea, como reflejo del impacto asimétrico de los diversos factores globales que lo han impulsado y de distintos elementos idiosincrásicos. Entre estos últimos, cabe destacar aspectos relacionados con la composición de la cesta de consumo, la especialización productiva, el posicionamiento en las cadenas de producción globales y regionales, el grado de holgura en el mercado de trabajo, el anclaje de las expectativas de inflación y las fluctuaciones en el tipo de cambio.

La intensidad de la reactivación de la demanda ha sido desigual en las economías avanzadas. 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 este país (véase gráfico 3.1.2). En efecto,

16 Se utiliza un modelo econométrico estructural de vectores autorregresivos (SVAR) con datos mensuales que incluye, en este orden, el precio del petróleo, un indicador de cuellos de botella y perturbaciones genéricas de oferta y de demanda reflejadas en la actividad manufacturera y calculadas como en [Alonso, Kataryniuk y Martínez-Martín](#) (2021). El indicador de cuellos de botella se construye adaptando el trabajo de [Benigno et al.](#) (2022) para el área del euro y capta el aumento de los precios de transporte y de los tiempos de entrega una vez que se descuenta el efecto de la demanda.

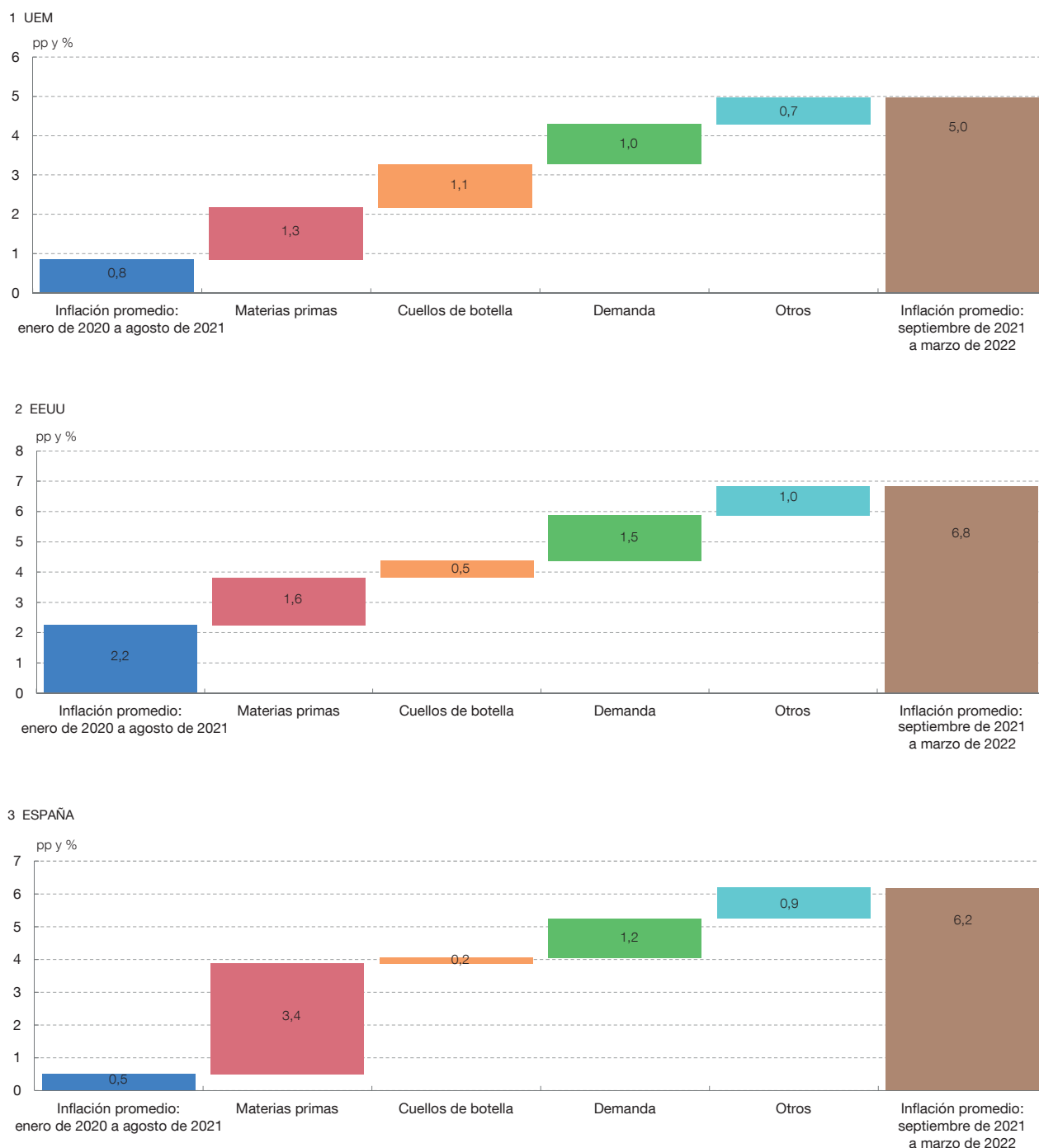
17 Para este análisis se utiliza el precio del petróleo como medida representativa de los precios de las materias primas. La evidencia señala que los precios del petróleo, a diferencia de los de otras materias primas, se determinan internacionalmente, lo que facilita la identificación en este contexto, y están muy relacionados con los precios del resto de las materias primas. Véanse, por ejemplo, [Mohammadi](#) (2011) y [Chaudhuri](#) (2001).

18 Es posible, incluso, que la estrategia de identificación elegida en este análisis pueda infravalorar en cierta medida el efecto de la demanda interna sobre los precios en Estados Unidos, ya que esta tiene una mayor incidencia relativa sobre los precios internacionales [véase [Bobeica y Jarociński](#) (2019)].

Gráfico 3.6

DETERMINANTES DEL AUMENTO DE LA INFLACIÓN EN EL PERÍODO MÁS RECIENTE (a), DE ACUERDO CON UN MODELO ECONOMETRICO

Mediante un modelo de vectores autorregresivos mensual, se ilustra la contribución de diferentes factores al reciente aumento de los precios en España, la UEM y Estados Unidos. El modelo asume que los precios del petróleo, así como cualquier otra perturbación de oferta, como los cuellos de botella, pueden afectar a la demanda de forma inmediata, pero no al contrario.



FUENTES: IHS Markit, Refinitiv, Eurostat y Banco de España.

a Estimación para la UEM, Estados Unidos y España con un modelo estructural de vectores autorregresivos identificado con el método de Cholesky, que incluye el precio del petróleo, un indicador de cuellos de botella de cada área, *shocks* de oferta y de demanda en las manufacturas y el IPC general.



en Estados Unidos el consumo privado sobrepasó el nivel previo a la crisis sanitaria mucho antes que en el área del euro —sustentado por amplios paquetes de política fiscal¹⁹ y mayores aumentos salariales—, y a finales de 2021 se situó más de un 4 % por encima de dicha referencia. En cambio, en este mismo período el consumo privado en la UEM aún se encontraba en torno a un 3 % por debajo de la cota registrada a finales de 2019, si bien con una notable heterogeneidad por países. Así, mientras que en Alemania, Italia y Países Bajos el consumo al cierre del año pasado alcanzó un nivel entre un 2 % y un 6 % superior al observado antes de la pandemia, en España todavía se mantenía un 7,9 % por debajo.

Los cuellos de botella están teniendo un mayor impacto en Europa y Estados Unidos. Las distorsiones registradas en las cadenas globales de suministros desde mediados de 2021 han afectado en mayor medida a Estados Unidos, Reino Unido y el área del euro, como reflejan los índices PMI de plazo de entrega de proveedores (véase gráfico 3.5.3). Dentro de la UEM, Alemania ha sido el país más vulnerable, dados su mayor grado de integración y centralidad en las cadenas de valor, el elevado peso de las manufacturas en su economía —en especial, de la industria del automóvil— y su fuerte dependencia de la importación de materias primas y de bienes intermedios en sus procesos productivos²⁰. En este sentido, desde el verano de 2021 más del 50 % de las empresas de la industria alemana han venido declarando problemas de escasez de material o equipo como un factor limitativo de su producción, porcentaje muy superior al de otras economías europeas, como la española, que presenta valores inferiores al 25 % en ese indicador (véase gráfico 3.5.1).

El encarecimiento de la energía está teniendo una repercusión más acusada en la inflación de las economías avanzadas y, especialmente, en el área del euro (véase gráfico 3.7.1). La mayor contribución del componente energético a la inflación reciente en el área del euro refleja, en gran medida, el peso relativo superior de este componente en la cesta de consumo de la UEM (un 10,9 % del total, frente, por ejemplo, a un 7 % en el caso de Estados Unidos). A este factor se han unido, además, la depreciación registrada por el euro a lo largo de 2021 y el conflicto bélico en Ucrania, lo que, dada la elevada dependencia energética del exterior que presenta la UEM, también ha contribuido a un mayor encarecimiento del componente energético del consumo. Asimismo, en Europa el precio de la electricidad se ha visto particularmente afectado por el encarecimiento del gas y, en menor medida, de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

Dentro del área del euro, la contribución de la energía al repunte de la inflación está siendo particularmente elevada en España, dada la mayor aportación del componente eléctrico (véase gráfico 3.7.2). En primer lugar, esto se debe a que la energía —y, en concreto, la electricidad— presenta un mayor peso relativo en la cesta

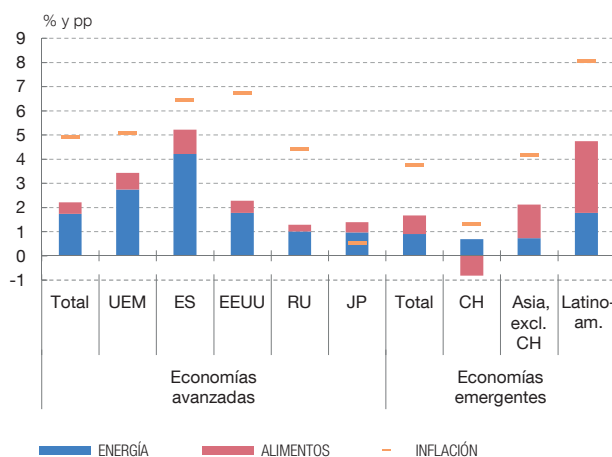
19 Véanse Borrillo, Buesa y Párraga (2021) y Jordà *et al.* (2022).

20 Véase Kataryniuk, Del Río y Sánchez Carretero (2021).

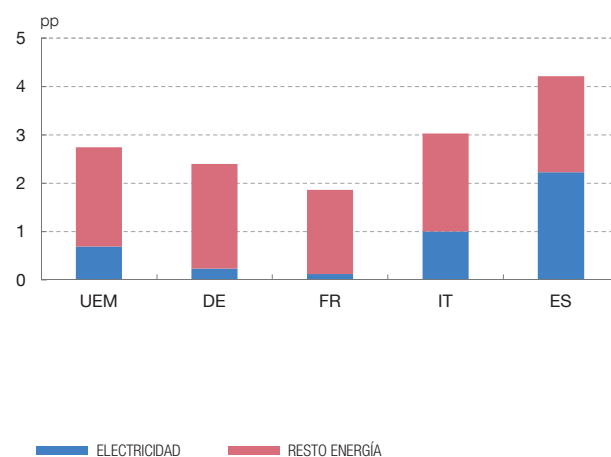
LA CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES ENERGÉTICO Y DE ALIMENTOS A LA INFLACIÓN

El encarecimiento de la energía está teniendo una repercusión más elevada en la inflación de las economías avanzadas, con especial incidencia en el área del euro y España. Algunas economías emergentes se están viendo más afectadas por el aumento del precio de los alimentos.

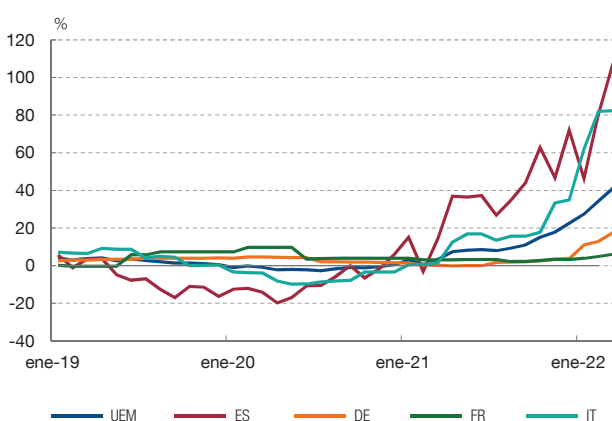
1 ENERGÍA Y ALIMENTOS. CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN DURANTE EL PERÍODO MÁS RECIENTE (a)



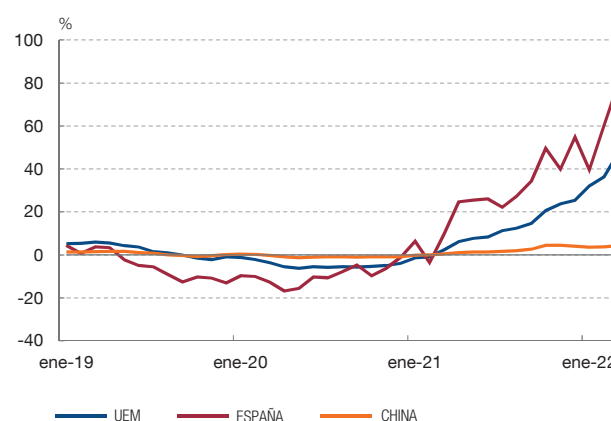
2 ELECTRICIDAD Y RESTO DE ENERGÍA: CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN DURANTE EL PERÍODO MÁS RECIENTE (a)



3 TASAS DE VARIACIÓN DEL COMPONENTE DE ELECTRICIDAD DEL IAPC



4 TASAS DE VARIACIÓN DEL COMPONENTE DE ENERGÍA DEL HOGAR DEL IAPC (b)



FUENTES: Eurostat, Banco de España y estadísticas nacionales.

a Promedio de la tasa de inflación entre septiembre de 2021 y febrero de 2022.

b En el caso del agregado de la UEM y España, se considera energía consumida en el hogar la subcategoría CP045 de la clasificación COICOP, que incluye el gasto en electricidad, gas y otros combustibles consumidos en el hogar (por ejemplo, gasóleo para calefacción). En el caso de China, ante la imposibilidad de utilizar una categoría que incluya únicamente electricidad y resto de combustibles, se emplea la subcategoría «Agua, electricidad y otros combustibles consumidos en el hogar». En cualquier caso, cabe señalar que es de esperar que el peso del agua dentro de esta categoría sea marginal.



de consumo de los hogares españoles. En particular, estos destinan un 11,7 % de su presupuesto a energía —un 4 % a electricidad—, mientras que en el promedio de la UEM los hogares dedican un 10,9 % de su gasto a energía —un 3 % en el caso de la factura eléctrica—. El distinto peso relativo explica el 25 % de la mayor contribución de la electricidad a la inflación en España, frente a la UEM, durante el episodio

actual²¹. En segundo lugar, los mecanismos regulatorios y de fijación de precios constituyen otro elemento que explica la notable heterogeneidad entre los países de la UEM en la traslación a los precios minoristas del encarecimiento de la electricidad en los mercados mayoristas. Así, por ejemplo, en España, en torno a un 40 % de los hogares se encuentran adheridos a un sistema de precios dinámicos. En este sistema, los precios se revisan con una elevada frecuencia, lo que explicaría, en parte, una traslación más rápida e intensa de las perturbaciones en los mercados mayoristas a los precios minoristas en España, y una mayor volatilidad del componente eléctrico de la inflación (véase gráfico 3.7.3)²². En cambio, en países como Francia o Alemania el contexto regulatorio y los tipos de contratos prevalecientes en el mercado minorista hacen que la revisión de los precios sea menos frecuente²³. Fuera del área del euro, cabe señalar que la existencia de controles estrictos sobre algunos componentes de los precios de la energía ha permitido que en algunos países, como China, se mantenga muy acotada la aportación del componente energético a la inflación en los últimos trimestres²⁴ (véase gráfico 3.7.4).

El patrón de especialización sectorial y de consumo también ha condicionado el grado de incidencia del actual episodio inflacionista. Con carácter general, un mayor peso en la estructura sectorial de la economía y en el consumo de los hogares de las ramas de actividad más intensivas en energía, de la industria de la alimentación y de los sectores más vulnerables a los cuellos de botella²⁵ ha implicado mayores presiones inflacionistas (véase gráfico 3.8.1). También ha influido el peso de los servicios intensivos en contacto social. Como ya se ha mencionado, los precios de estos servicios cayeron de forma relativamente acusada en 2020, durante la fase de mayor incidencia de la crisis sanitaria, lo que ha dado lugar a efectos base importantes en las tasas de inflación más recientes. Así, por ejemplo, en España e Italia, donde estos servicios presentan un peso relativo más elevado que en el conjunto de la UEM, su contribución a las tasas de inflación recientes es superior a la que se observa en otros países, como Alemania o Francia (véase gráfico 3.8.2). Por su parte, los países emergentes —sobre todo en América Latina— están siendo especialmente vulnerables al repunte de los precios de los alimentos, dados el mayor peso de estos productos en su cesta de consumo y el fuerte encarecimiento que se ha observado en algunas materias primas agrícolas durante 2021 y como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania.

21 En concreto, como se ilustra en el gráfico 3.7.2, la contribución de la electricidad al crecimiento interanual del IAPC durante el episodio actual ha sido de 2,2 pp en España, frente a los 0,7 pp de la UEM. El distinto peso del gasto en electricidad explica 0,4 pp de la mayor contribución en España, mientras que 1,2 pp reflejan diferencias en la formación de precios.

22 Véase Pacce, Sánchez y Suárez-Varela (2021).

23 En Italia, la nueva legislación —en vigor desde 2021— contempla la inclusión en contratos de precios dinámicos de todos los consumidores que dispongan de contadores inteligentes. Este sistema, más próximo al español, podría haber contribuido a aumentar la volatilidad del componente eléctrico de la inflación en Italia en los últimos meses.

24 En el caso de China, las regulaciones se centran principalmente en la contención de algunos componentes de la partida de energía consumida en el hogar —electricidad, gas, gasóleo para calefacción—.

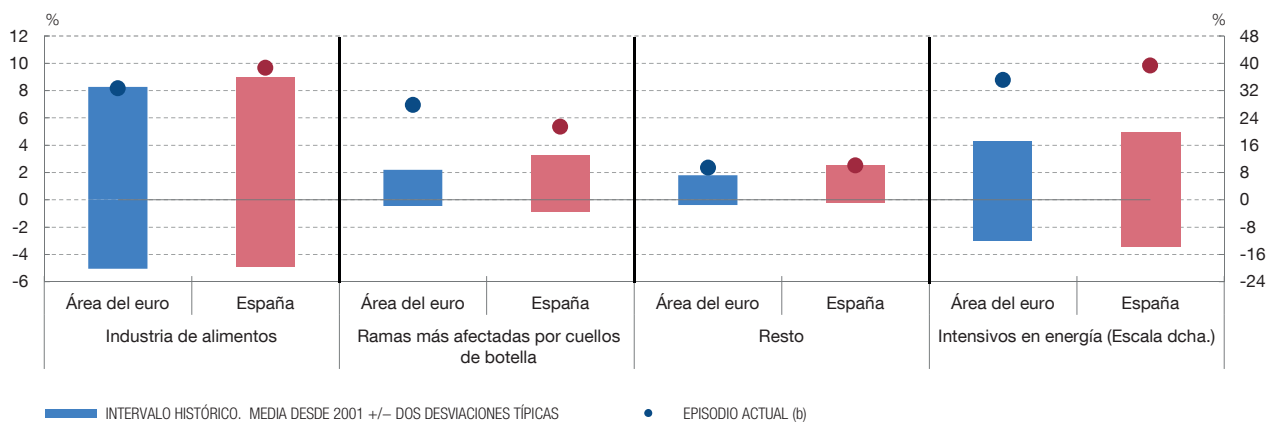
25 Estos sectores son los que, según las encuestas, han experimentado situaciones de escasez de suministros más importantes o presentan más dependencia del sector de transporte en sus procesos productivos.

Gráfico 3.8

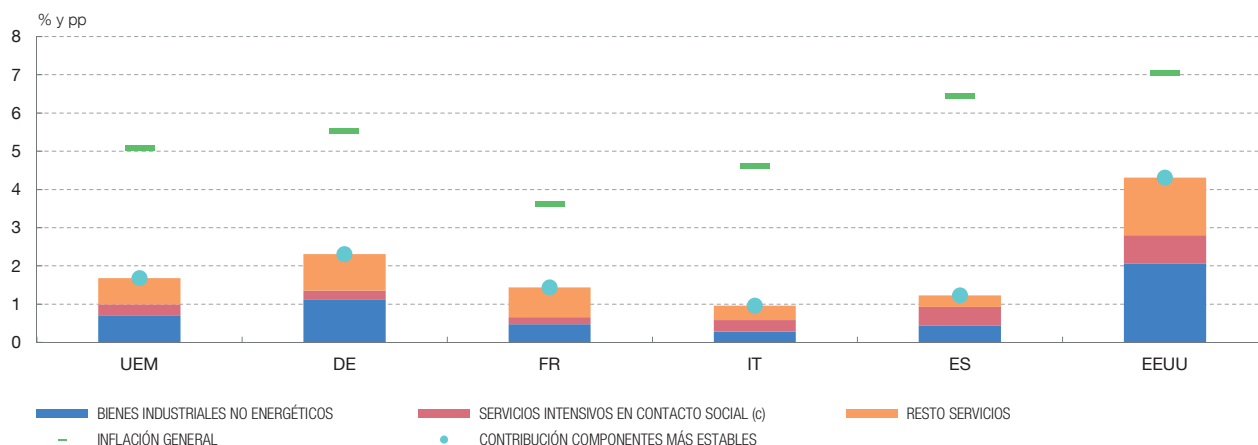
IMPORTANCIA DEL PATRÓN DE ESPECIALIZACIÓN SECTORIAL Y DE CONSUMO

El patrón de especialización sectorial y de consumo de cada economía también ha venido condicionando el grado de incidencia del actual episodio inflacionista a escala internacional.

1 PRECIOS DE PRODUCCIÓN POR RAMAS DE MANUFACTURAS EN LA UEM (a)
Tasas de variación interanual



2 INFLACIÓN PROMEDIO DURANTE EL PERÍODO MÁS RECIENTE (b)
Contribución de los componentes más estables



FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat, Banco de España y estadísticas nacionales.

a Se considera que una rama está entre las más afectadas por los cuellos de botella si en octubre de 2021 más de un 40 % de sus empresas presentaban escasez de suministros o equipo en la UEM según la encuesta de la Comisión Europea, o bien si su proceso productivo tiene una dependencia elevada del sector de transporte. Los sectores intensivos en energía incluyen las ramas de manufacturas de refino de petróleo, de productos químicos, de productos de minerales no metálicos y la metalurgia. La clasificación de los sectores es la misma en España.

b Promedio entre septiembre de 2021 y marzo de 2022.

c Los servicios intensivos en contacto social incluyen los servicios de ocio y cultura, los de restauración y los de alojamiento, y, en el caso de los países del área del euro, los paquetes turísticos.



3.3 La generalización de las presiones inflacionistas

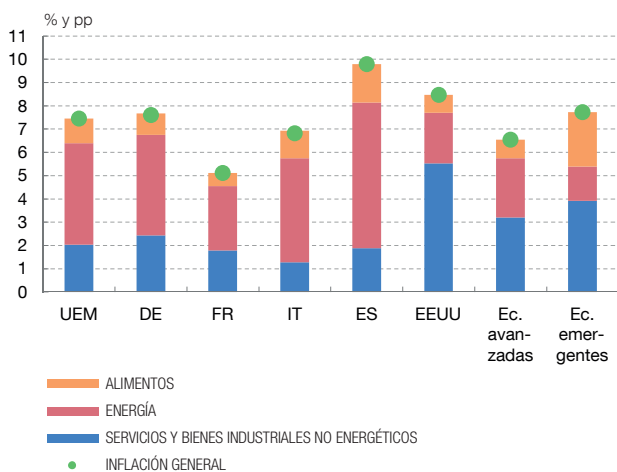
Si bien la energía y los alimentos continúan explicando la mayor parte de las tasas de inflación actuales, en los últimos trimestres el repunte de los precios se ha ido extendiendo al resto de las partidas de consumo. Como se ilustra en el gráfico 3.9.1, en marzo de este año los componentes más volátiles de los precios de consumo —la energía y los alimentos— seguían siendo los principales factores

Gráfico 3.9

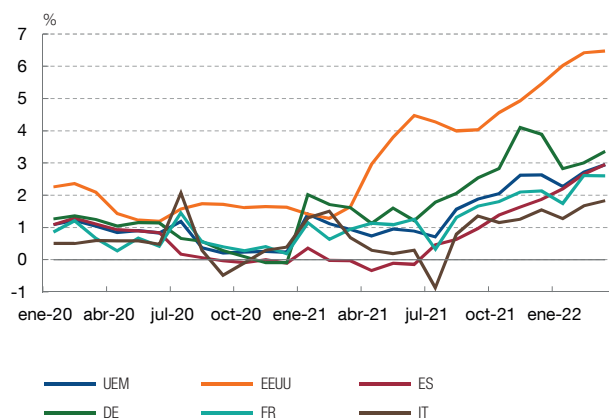
LAS PRESIONES INFLACIONISTAS ESTÁN SIENDO MUY GENERALIZADAS POR COMPONENTES

A diferencia de otros episodios inflacionistas pasados, las presiones inflacionistas se han ido extendiendo a numerosos componentes de la cesta de consumo.

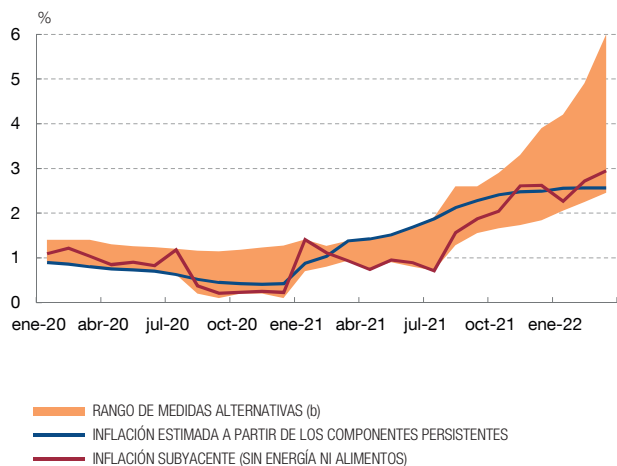
1 TASA DE INFLACIÓN EN MARZO DE 2022 Y CONTRIBUCIÓN COMPONENTES (a)



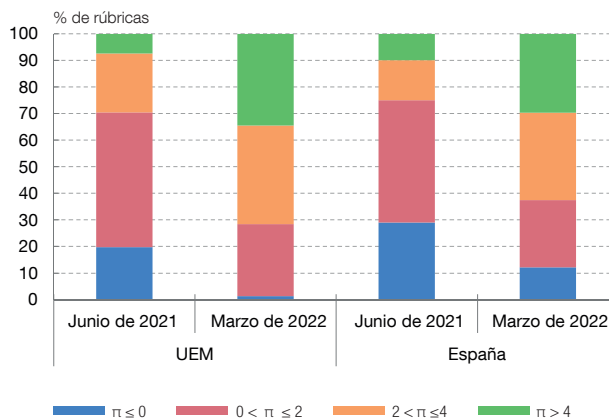
2 INFLACIÓN, EXCLUIDOS ENERGÍA Y ALIMENTOS



3 UEM. MEDIDAS ALTERNATIVAS MÁS ESTABLES DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS LATENTES



4 DISTRIBUCIÓN DE LAS RÚBRICAS DEL IAPC SEGÚN EL INTERVALO EN EL QUE SE ENCUENTRE SU TASA DE INFLACIÓN



FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat y Banco de España.

a Febrero de 2022 para emergentes.

b El rango de indicadores incluye: la inflación subyacente (inflación general sin energía ni alimentos), la inflación estimada a partir de los componentes persistentes de la inflación obtenida con modelos de cambio de régimen [véase Leiva-León, Le Bihan, Paoe (2022)], la inflación subyacente sin turismo ni vestido, la inflación media truncada al 10 % y al 30 % —tomando en cuenta la desagregación por clases del IAPC—, el componente común persistente de la inflación y la inflación *supercore*.



causantes de las elevadas tasas de inflación. En particular, en el área del euro y en España estas partidas explicaban el 73 % y el 80 %, respectivamente, del crecimiento interanual de los precios. No obstante, la inflación subyacente también ha venido acelerándose en los últimos trimestres (véase gráfico 3.9.2). Si bien este proceso ha sido especialmente acusado en Estados Unidos —donde la inflación subyacente se situó en el 6,5 % en marzo—, también ha alcanzado recientemente registros históricos cercanos al 3 % tanto en el área del euro como en España —el máximo en la historia

de la UEM y el mayor valor observado desde julio de 2006 en España—. Otras medidas de inflación que tratan de aproximar las presiones latentes y más estables sobre los precios también muestran una clara tendencia alcista, que parece acelerarse en los últimos meses (véase gráfico 3.9.3 para el área del euro).

El porcentaje de los bienes y servicios que registran tasas de inflación por encima del 2 % se ha incrementado de forma muy significativa desde el verano pasado. En particular, si bien en junio del año anterior algo menos de un 30 % de las partidas de gasto²⁶ 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 70 % (véase gráfico 3.9.4). En el mismo período, en la economía española este porcentaje ha aumentado del 25 % al 65 %.

Aunque las tasas de inflación se han visto afectadas por efectos base, el nivel de los precios de algunos bienes y servicios se ha elevado de forma significativa desde el comienzo de la pandemia. En 2021, las tasas de inflación se vieron presionadas al alza por los efectos base asociados a la moderación e incluso a la caída de los precios que algunos bienes y servicios experimentaron en 2020 (véase gráfico 3.10.1)²⁷. En términos cuantitativos, estos efectos desempeñaron un papel más importante en el incremento de la inflación en el área del euro que en Estados Unidos el año pasado. En España, estos efectos —relacionados, sobre todo, con el comportamiento anómalo de los precios de los servicios turísticos durante el verano de 2020— explican más del 50 % del aumento de la inflación subyacente en 2021²⁸. En todo caso, al margen de estos aspectos técnicos y relativamente mecánicos —que ya desde principios de 2022 habrían perdido relevancia para explicar el comportamiento de las tasas de inflación—, los niveles de los precios de algunos bienes y servicios han aumentado significativamente desde el comienzo de la pandemia. En el caso de la economía española, el nivel del conjunto de los precios de consumo se situaría, en marzo de este año, en torno a un 10 % por encima del que se observaba antes de la pandemia —es decir, en un intervalo de tiempo de más de dos años—, frente a un 8 % en el caso del área del euro y un 11 % en Estados Unidos (véase gráfico 3.3.1). Esta evolución se encuentra muy condicionada por la energía y por los alimentos, que se han encarecido en España un 58 % y un 8 %, respectivamente, en el mismo período (véase gráfico 3.3.3). En cambio, los precios de los bienes industriales no energéticos y los de los servicios habrían registrado un menor crecimiento acumulado, del 3,7 % y el 3,1 %, respectivamente (véase gráfico 3.3.4).

La volatilidad de la inflación también está siendo relativamente elevada. Tanto en la UEM como en Estados Unidos, la inflación mostró una mayor volatilidad en

26 Se utiliza una descomposición con 88 rúbricas de gasto que se corresponde con el COICOP a tres dígitos. El COICOP, abreviatura del inglés *Classification Of Individual Consumption by Purpose*, es la clasificación del consumo individual por finalidad desarrollada por la División de Estadística de las Naciones Unidas.

27 El efecto base en un determinado mes se calcula como la diferencia entre la variación intermensual de los precios en el mismo mes del año anterior y una media de esta variación intermensual en los cinco años anteriores.

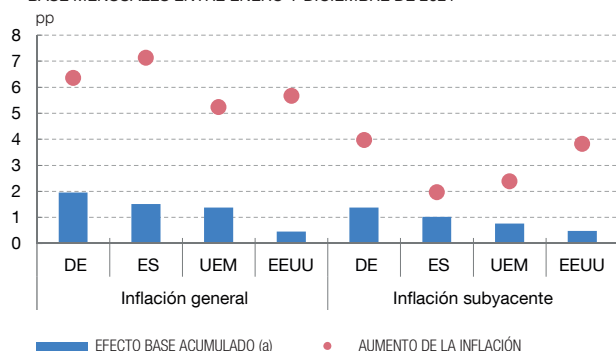
28 La contribución de los efectos base a la inflación de 2021 fue algo mayor en Alemania, en parte como reflejo de la reducción temporal del IVA que se adoptó en este país en la segunda mitad de 2020.

Gráfico 3.10

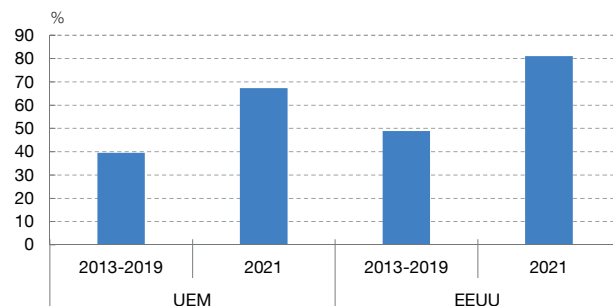
EL AUMENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO EN EL ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

Los efectos base, en un inicio, y la mayor volatilidad de la inflación están condicionando el episodio inflacionista. En este contexto, y dado el resto de los desarrollos, las expectativas de inflación a medio y a largo plazo se han elevado en los últimos trimestres.

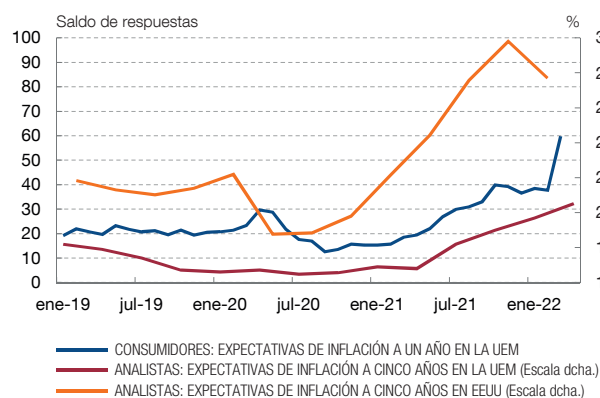
1 AUMENTO DE LA INFLACIÓN Y CONTRIBUCIÓN ACUMULADA DE EFECTOS BASE MENSUALES ENTRE ENERO Y DICIEMBRE DE 2021



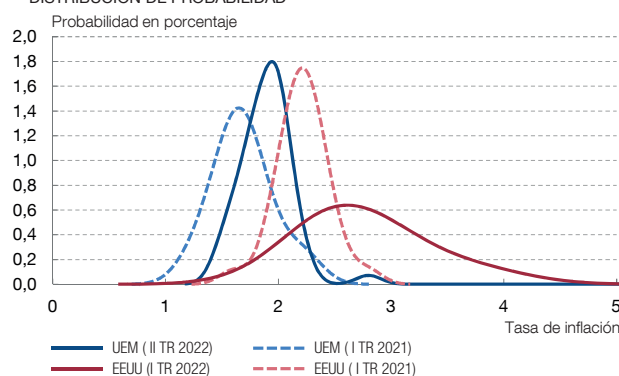
2 VOLATILIDAD RELATIVA DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE SOBRE LA GENERAL (b)



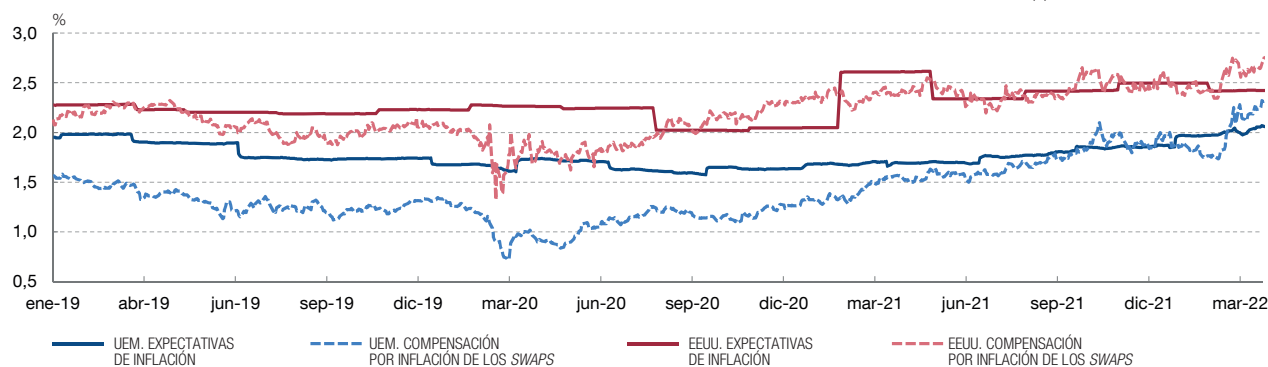
3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE CONSUMIDORES Y DE ANALISTAS (c)



4 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A CINCO AÑOS DE LOS ANALISTAS. DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDAD



5 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A CINCO AÑOS DENTRO DE CINCO AÑOS DERIVADAS DE LOS MERCADOS DE SWAPS DE INFLACIÓN (d)



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Reserva Federal de Filadelfia y Banco de España.

- El efecto base de un mes se calcula como la diferencia entre la variación intermensual de los precios en el mismo mes del año anterior respecto a la media de los cinco años anteriores.
- La volatilidad de la inflación se calcula en un modelo en el que se descompone la inflación en un componente transitorio, pero persistente, uno tendencial y un residuo, que se modeliza con un proceso de volatilidad estocástica. Este último aproxima la magnitud de los *shocks* que ha sufrido la inflación en los periodos analizados. Para más detalle, véase Correa-López, Pacce y Schlepper (2019).
- El índice de expectativas de los consumidores (eje izquierdo) recoge el saldo neto de respuestas cualitativas positivas y negativas respecto a la evolución de los precios a 12 meses de la encuesta mensual de la Comisión Europea. Las expectativas de los analistas (eje derecho) se obtienen como promedio de las previsiones de inflación a cinco años realizadas por los analistas encuestados trimestralmente por el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de Filadelfia. Último dato disponible: UEM: abril de 2022; Estados Unidos: febrero de 2022.
- Compensación por inflación a cinco años dentro de cinco años, datos diarios hasta el 20 de abril de 2022, Bloomberg. La compensación por inflación cotizada en los *swaps* de inflación se descompone, para cada horizonte, en la suma de la expectativa de inflación y la prima de riesgo por plazo, utilizando un modelo que estima la estructura temporal de la inflación usando datos diarios de los *swaps* de inflación a varios horizontes (para la UEM o para Estados Unidos), datos mensuales del IAPC para la UEM (IPC para Estados Unidos) y datos trimestrales de inflación esperada a uno, dos y cinco años de la *Survey of Professional Forecasters* del BCE (Reserva Federal de Filadelfia para Estados Unidos). Véase Gimeno y Ortega (2022).



2021 que en la fase de recuperación posterior a la crisis de deuda soberana europea (véase gráfico 3.10.2)²⁹. Este aumento de la volatilidad —que, en parte, estaría reflejando la mayor intensidad de las perturbaciones que están incidiendo sobre la economía— supone una dificultad adicional en la toma de decisiones de los agentes, pues complica la tarea de valorar qué aspectos de las dinámicas de precios son relativamente persistentes y cuáles presentan un carácter más transitorio (véase el epígrafe 4).

Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo también se han elevado.

Existen diferentes formas de cuantificar la evolución de las expectativas de inflación. En primer lugar, están las encuestas que se realizan a expertos en previsión económica o a los propios consumidores. Como se muestra en el gráfico 3.10.3, en el caso del área del euro, estas encuestas evidencian que los agentes económicos han venido revisando al alza el ritmo de crecimiento esperado de los precios en los próximos años. En particular, las expectativas de inflación a cinco años de los expertos en previsión económica entrevistados por el BCE han aumentado desde el 1,66 % a principios de 2020 hasta el 2,05 % a principios de abril de 2022. Por su parte, en Estados Unidos los expertos que participan en la encuesta de la Reserva Federal de Filadelfia han revisado de una manera más sustancial sus expectativas futuras de inflación y, en su estimación más reciente, la sitúan, de media, en el entorno del 3 % dentro de cinco años. Además, tanto en Estados Unidos como en la UEM la distribución de estas expectativas de los expertos se ha ido desplazando hacia niveles más altos de inflación, con un aumento muy significativo de la dispersión en Estados Unidos (véase gráfico 3.10.4). En segundo lugar, las expectativas de inflación de los agentes también se pueden deducir a partir de diferentes productos financieros que se comercializan en los mercados de capitales internacionales. En este caso, es importante tener en cuenta la prima de riesgo que estos productos llevan incorporada en el precio³⁰. En este sentido, como se puede apreciar en el gráfico 3.10.5, las expectativas de inflación a medio plazo implícitas en los mercados financieros se han elevado tanto para la UEM como para Estados Unidos. Dichas expectativas permanecen ancladas en torno al objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE (para más detalles sobre las implicaciones de estas dinámicas para la política monetaria, véase el epígrafe 4.2.4).

4 Los factores que podrían condicionar 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 de Ucrania ha provocado una nueva revisión

29 La descomposición estadística de la inflación utiliza un modelo de componentes inobservados con volatilidad estocástica. Para más detalles sobre el modelo y su aplicación a 12 países del área del euro, véase [Correa-López, Pacce y Schlepper \(2019\)](#).

30 La compensación por inflación cotizada en los *swaps* de inflación es, para cada horizonte, la suma de las expectativas de inflación y de la prima de riesgo por plazo [véase Gimeno y Ortega (2022)].

al alza en las previsiones de inflación a corto plazo. Durante 2021, los analistas se vieron sorprendidos por la intensidad del episodio inflacionista y tuvieron que revisar al alza su previsión de la tasa de crecimiento de los precios en numerosas ocasiones. Así, por ejemplo, a finales de 2020 el promedio de los analistas esperaba que en 2021 la inflación se situara en el 2 % en Estados Unidos, el 0,9 % en el área del euro y el 0,6 % en España, tasas que resultaron muy alejadas de las que se acabaron observando, del 4,7 %, el 2,6 % y el 3 %, respectivamente. Más recientemente, la invasión rusa de Ucrania ha vuelto a provocar una fuerte revisión al alza de las previsiones de inflación a corto plazo de los analistas, sobre todo como consecuencia de las mayores presiones que se anticipan en los precios de las materias primas, así como de un posible agravamiento de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción (véase gráfico 3.11.1).

A pesar de las mayores presiones inflacionistas a corto plazo, los analistas continúan esperando que las tasas de inflación se moderen a medio plazo.

Como se aprecia en el gráfico 3.11.1, se prevé una reducción acusada de la inflación en 2023 a escala global, descenso que sería intenso en especial en el área del euro y, en particular, en la economía española. Estas previsiones son coherentes con la evolución de los precios de los futuros de las materias primas energéticas (véase gráfico 3.11.2) y con la expectativa de que los desajustes actuales entre la oferta y la demanda se vayan disipando de manera gradual en los próximos meses (véase gráfico 3.11.3).

En cualquier caso, estas 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 disrupciones que el conflicto bélico en 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 (véase el epígrafe 4.1), la respuesta de las políticas económicas y los acuerdos entre los agentes sociales en un escenario geopolítico y macrofinanciero muy complejo (véase el epígrafe 4.2), y la evolución de algunos aspectos relativamente estructurales (véase el epígrafe 4.3).

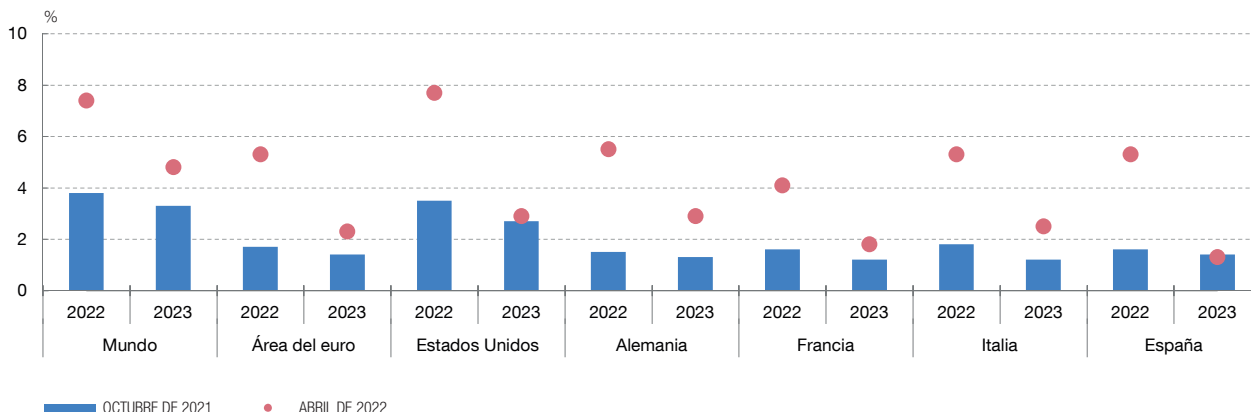
4.1 Efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación

Los repuntes que ya se han observado en los precios de muchos bienes y servicios podrían provocar, en el futuro, presiones inflacionistas adicionales a través de los llamados «efectos indirectos». A modo de ilustración, un aumento transitorio del precio del petróleo puede afectar a la inflación de los precios de

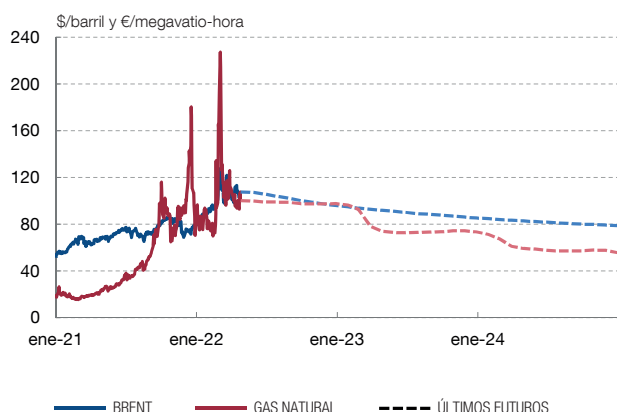
REVISIÓN DE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN A CORTO PLAZO

A pesar de la significativa revisión al alza en las previsiones de inflación a corto plazo por el conflicto bélico en Ucrania, los analistas esperan que las fuertes presiones inflacionistas actuales se disipen a medio plazo, en línea con la moderación de los futuros de precios energéticos y del impacto de los cuellos de botella.

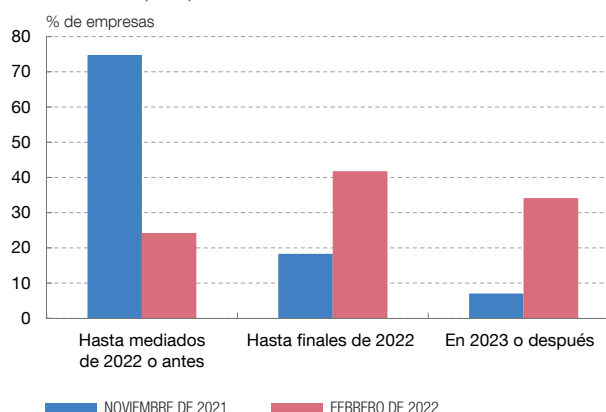
1 PREVISIONES DE INFLACIÓN

Previsiones del *World Economic Outlook* del FMI

2 PRECIO DEL GAS Y DEL PETRÓLEO. CONTADO Y FUTUROS



3 ESPAÑA. DURACIÓN PREVISTA DE LAS DIFICULTADES DE SUMINISTRO SEGÚN LA ENCUESTA DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL (EBAE)



FUENTES: Bloomberg, Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*), Eurostat, Refinitiv y Banco de España.



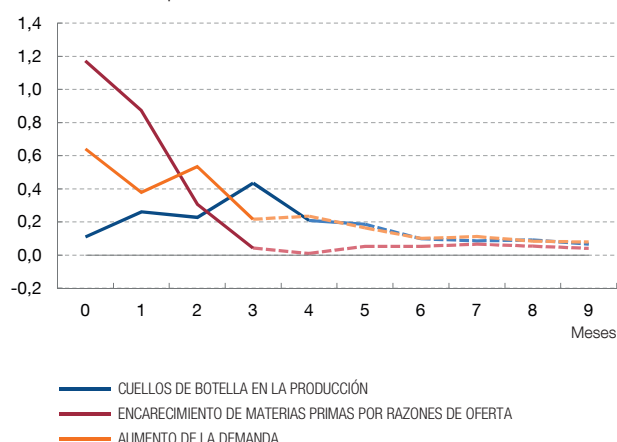
consumo por dos vías. En primer lugar, se produciría un efecto directo en la medida en que la perturbación sobre el precio del petróleo se traslade al precio de los productos derivados de este insumo (*input*) consumidos por los hogares, como los carburantes y los combustibles de calefacción. Esta transmisión es, generalmente, muy rápida³¹. En segundo lugar, se desencadenaría un efecto indirecto, puesto que el crudo y sus derivados se utilizan como un *input* en diferentes procesos productivos. En este sentido, el hecho de que las ramas de producción que emplean estos insumos vean incrementados sus costes puede inducir un aumento del precio final

31 Véase Álvarez, Sánchez y Urtasun (2017).

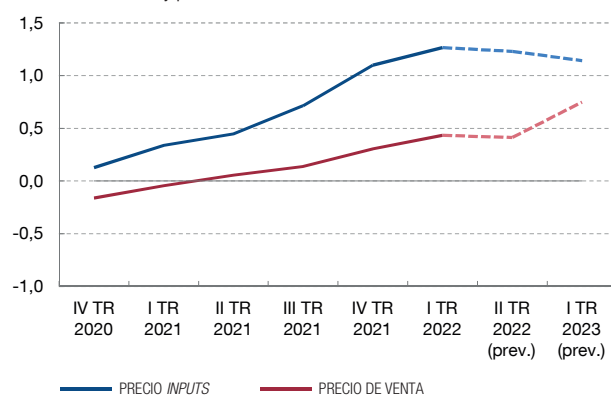
LA PERSISTENCIA DEL AUMENTO DE LA INFLACIÓN

Las perturbaciones que están afectando a la economía tienen inercia, lo que incide en la persistencia de su impacto sobre la inflación.

1 RESPUESTA DE LA INFLACIÓN A PERTURBACIONES DE DISTINTO ORIGEN (a)
Respuesta de la inflación en % anualizado ante una perturbación de una desviación típica



2 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN ESPAÑA SEGÚN LA ENCUESTA DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL (EBAE) (b)
Datos observados y previsiones de la última encuesta



FUENTE: Banco de España.

- a El gráfico muestra la respuesta de la inflación de la UEM a una perturbación en el precio del petróleo (rojo), los cuellos de botella (azul) y la demanda (naranja) identificada en un modelo de vectores autorregresivos estructural, como se detalla en el gráfico 3.6. A partir de la línea punteada, la respuesta no es estadísticamente significativa.
- b Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2; aumento leve = 1; estabilidad = 0; descenso leve = -1; descenso significativo = -2.



de sus productos. Habitualmente, estos efectos indirectos se materializan de forma más lenta que los directos, y la magnitud de esta traslación depende de la propia envergadura de la perturbación inicial y de su duración. Cuanto más dure la perturbación, más probable es que se produzcan efectos indirectos significativos.

Algunos efectos indirectos asociados al episodio inflacionista actual aún no se habrían materializado plenamente. Las estimaciones empíricas disponibles muestran que, ante un repunte transitorio de los precios de las materias primas, de la demanda agregada o de la gravedad de los cuellos de botella en la producción, la respuesta de la inflación de los precios de consumo exhibe una cierta persistencia y se prolonga durante varios meses (véase gráfico 3.12.1). En el mismo sentido, varias encuestas sugieren que, en los próximos meses, los empresarios podrían trasladar al precio de sus productos una parte del encarecimiento que ya han soportado en muchos de sus *inputs* durante los últimos trimestres (véase gráfico 3.12.2 para el caso español).

El grado de persistencia de las dinámicas de precios también dependerá de la intensidad de los eventuales efectos de segunda vuelta. La literatura económica define los efectos de segunda vuelta como aquellos que se derivan de cambios en los procesos de formación de expectativas de los agentes. Estos efectos podrían

aparecer si, como consecuencia de un aumento de las tasas de inflación, los trabajadores demandasen salarios más elevados, lo que, a su vez, incrementaría los costes laborales de las empresas y generaría nuevas presiones al alza sobre los precios. De acuerdo con la evidencia más reciente, estos efectos de segunda vuelta no se estarían materializando de forma significativa. De hecho, los últimos datos de salarios negociados en España y la UEM apuntan a que los trabajadores estarían soportando una pérdida de poder adquisitivo considerable en los últimos trimestres (véase gráfico 3.13.1). Esta traslación limitada de los precios a los salarios sería consecuencia, en parte, de la escasa prevalencia de las cláusulas de indexación salarial. En particular, en 2021 el porcentaje de asalariados del sector privado cubierto por este tipo de cláusulas en la UEM y en la economía española se situó en los mínimos observados en las últimas décadas (véase gráfico 3.13.2).

La mayor persistencia que está mostrando el *shock* inflacionista hace más probable que los efectos de segunda vuelta puedan llegar a materializarse. En este sentido, en la segunda mitad de 2021 el porcentaje de convenios firmados en España que fijó crecimientos salariales por encima del 3 % aumentó apreciablemente (véase gráfico 3.13.3). Al mismo tiempo, en los primeros meses de 2022 se ha observado una mayor prevalencia de las cláusulas de indexación salarial —que actualizan las tarifas mínimas si la inflación pasada excede un determinado nivel— en los convenios colectivos sectoriales, lo que constituye un riesgo de propagación de las presiones inflacionistas actuales (véase gráfico 3.13.4)³².

Estos efectos de segunda vuelta serían más probables y acusados si se produjera un desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo. Un episodio de inflación persistentemente elevada podría inducir una revisión al alza de las expectativas de los agentes sobre la tasa de crecimiento de los precios en el futuro, proceso que induciría presiones inflacionistas adicionales a corto plazo —por ejemplo, a través de mayores demandas salariales—; por tanto, aumentaría la duración del episodio. En algunos casos, esta revisión de las expectativas de inflación a medio plazo podría situarlas incluso por encima del objetivo de inflación del banco central. En este caso se hablaría de un «desalineamiento» o «desanclaje» de las expectativas de los agentes.

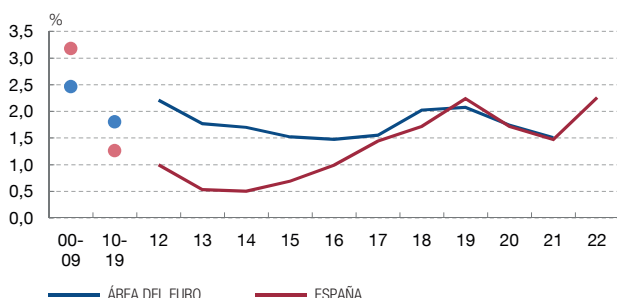
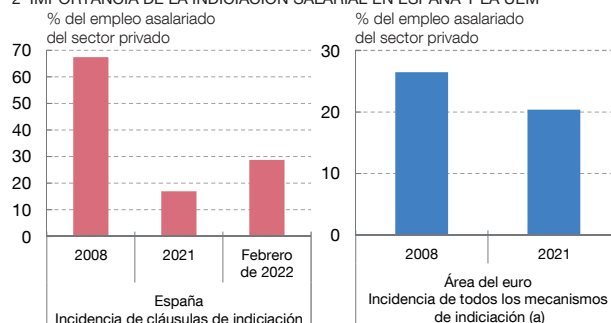
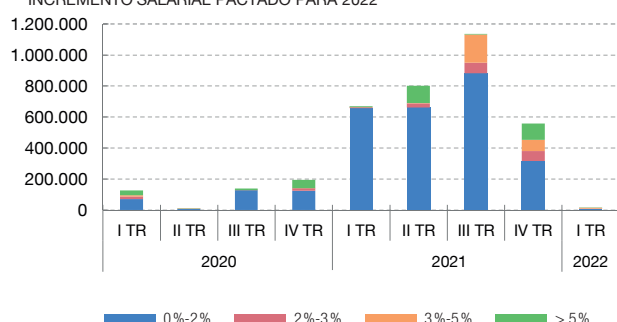
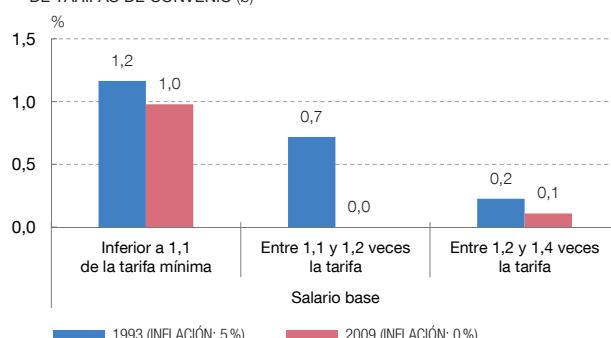
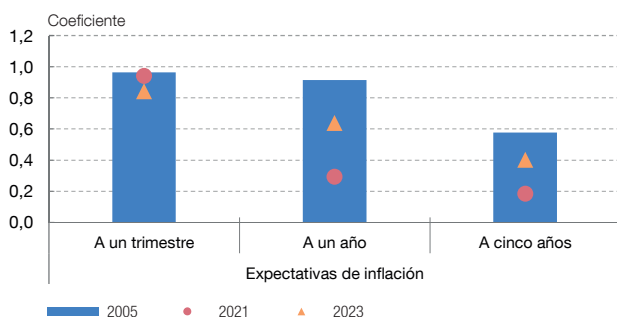
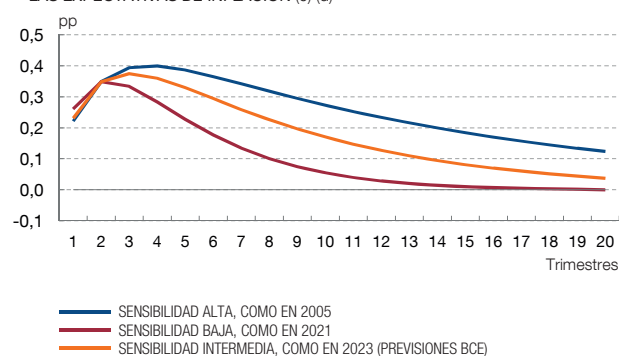
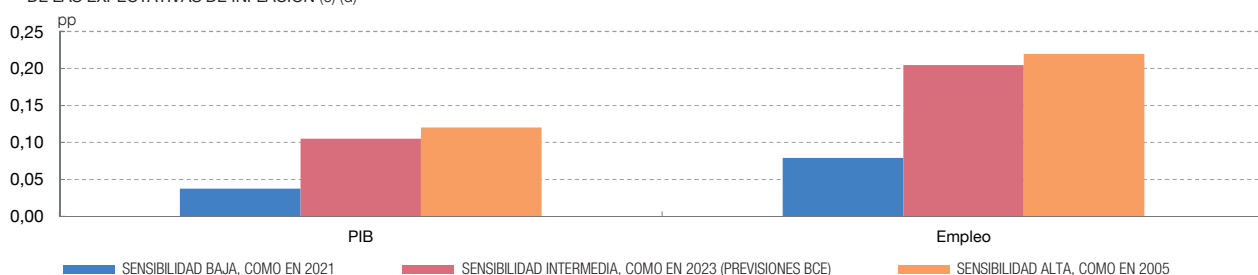
El grado de sensibilidad de las expectativas de inflación futura a la inflación corriente resulta crucial para valorar el riesgo de desanclaje de las expectativas de los agentes y la persistencia de una perturbación inflacionista transitoria. Cuanto mayor sea esta sensibilidad, mayor será la probabilidad de que aparezcan efectos de segunda vuelta entre precios y salarios (véase gráfico 3.13.6), de que se produzca un desanclaje de las expectativas de inflación y de que se incremente el

32 En efecto, un trabajo reciente del Banco de España apunta a que, en un año de alta inflación como 1993, en torno a un 40 % de los trabajadores cuyo convenio contenía una cláusula de indexación vieron aumentados sus salarios como consecuencia del incremento de las tarifas mínimas [véase Adamopoulou, Díez-Catalán y Villanueva (2022)].

Gráfico 3.13

LA RESPUESTA DE LOS SALARIOS

La respuesta de los salarios dependerá de su grado de indexación y de la revisión que se produzca en las expectativas de inflación, mecanismos que en los últimos años han tendido a reducirse. En todo caso, el repunte de la inflación puede afectar a la distribución de los salarios a través de la negociación colectiva.

1 SALARIOS NEGOCIADOS. VARIACIÓN INTERANUAL**2 IMPORTANCIA DE LA INDEXACIÓN SALARIAL EN ESPAÑA Y LA UEM****3 ESPAÑA. NÚMERO DE TRABAJADORES AFECTADOS POR LOS CONVENIOS COLECTIVOS FIRMADOS EN CADA TRIMESTRE. DESGLOSE SEGÚN INCREMENTO SALARIAL PACTADO PARA 2022****4 ESPAÑA. ELASTICIDAD DE LOS SALARIOS A UN INCREMENTO PORCENTUAL DE TARIFAS DE CONVENIO (b)****5 ÁREA DEL EURO. SENSIBILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LA INFLACIÓN RECIENTE (c)****6 ÁREA DEL EURO. RESPUESTA DE LOS SALARIOS ANTE UN AUMENTO DE LA INFLACIÓN BAJO DISTINTOS ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (c) (d)****7 ÁREA DEL EURO. PÉRDIDA ACUMULADA DE EMPLEO Y PIB TRAS UN AÑO ANTE UN AUMENTO DE LA INFLACIÓN BAJO DISTINTOS ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (c) (d)**

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Para una descripción detallada de los datos de la UEM, véase Koester y Grapow (2021).

b Véase Adamopoulou, Díez-Catalán y Villanueva (2022).

c Los cálculos relativos a 2023 están basados en las previsiones del MPE de marzo de 2022 del BCE.

d Cálculos realizados con el modelo de Aguilar y Vázquez (2021).



coste en términos de empleo y PIB del actual episodio inflacionista (véase gráfico 3.13.7). No obstante, la sensibilidad de las expectativas de inflación a largo plazo ante la inflación corriente se habría reducido significativamente en la UEM entre 2005 y 2021, si bien es probable que vuelva a incrementarse en caso de que se prolongue el episodio inflacionista actual (véase gráfico 3.13.5)³³.

4.2 La respuesta de las políticas económicas y el papel de un pacto 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 efecto, la subida de los precios de importación de la energía y de muchas otras materias primas en los últimos trimestres ha sido muy superior a la de los precios de los bienes y servicios que España y la UEM exportan. Para estas economías, este hecho ha supuesto una caída de su poder de compra frente al resto del mundo (véase gráfico 3.14.1) y, por tanto, un empobrecimiento relativo que reduce la renta disponible de los hogares y los beneficios de las empresas.

En este contexto, resulta fundamental evitar que se produzcan efectos indirectos y de segunda vuelta significativos. Como se puede apreciar en el gráfico 3.13.7, 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. De generalizarse en el conjunto del área del euro, obligaría a una normalización más agresiva de la política monetaria del BCE para garantizar el cumplimiento del mandato de estabilidad de precios. Para reducir la probabilidad de dicho escenario, sería deseable que se alcanzase, en el conjunto de la economía, un pacto de rentas (véase el epígrafe 4.2.1) que dé como resultado un reparto equitativo de las inevitables pérdidas de renta que supone, para un país importador de materias primas —energéticas y no energéticas— un fuerte encarecimiento de estas. Las políticas nacionales (véase el epígrafe 4.2.2), europeas (véase el epígrafe 4.2.3) y monetarias (véase el epígrafe 4.2.4) también habrían de desempeñar un papel fundamental en respuesta a esta perturbación.

4.2.1 Un pacto de rentas

Un pacto de rentas entre los agentes sociales contribuiría a evitar que se desencadenara una espiral de incrementos de precios y costes, que solo agravaría los efectos nocivos de la perturbación actual³⁴. A través de este pacto,

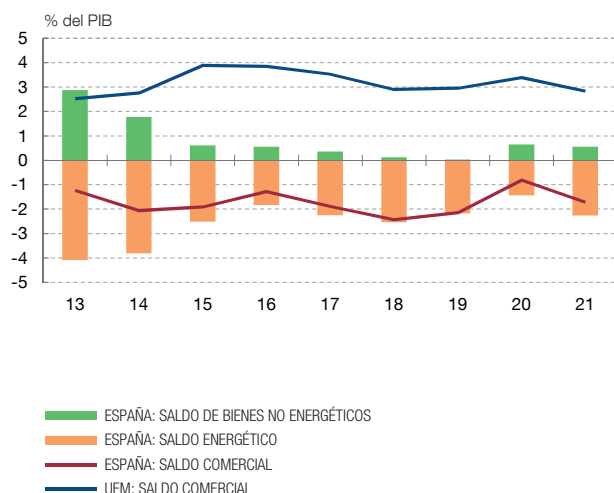
33 Véanse Banco de España (2019a) y Aguilar (2020).

34 Véase Hernández de Cos (2022).

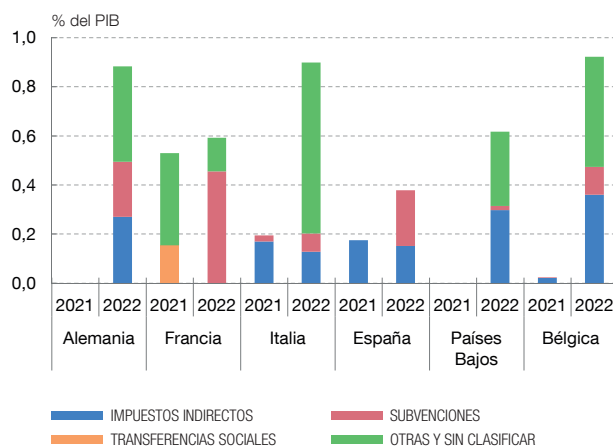
LA RESPUESTA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Se deteriora la posición de intercambio con el exterior en economías importadoras netas de energía, como la UEM y España. Los países comienzan a adoptar medidas fiscales para paliar los efectos económicos, mientras que la política monetaria ajusta su orientación para mantener las perspectivas a medio plazo de la inflación ancladas en su objetivo.

1 SALDO COMERCIAL EN ESPAÑA Y LA UEM

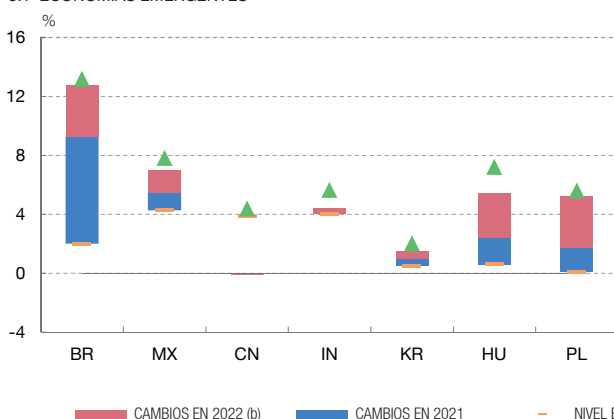


2 MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL PARA COMPENSAR EL ENCARECIMIENTO DE LA ENERGÍA (a)

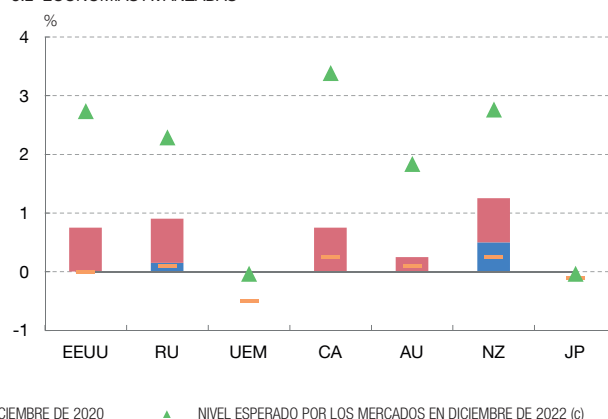


3 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

3.1 ECONOMÍAS EMERGENTES



3.2 ECONOMÍAS AVANZADAS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España y bancos centrales nacionales.

- a Medidas aprobadas o anunciadas hasta mediados de marzo de 2022. Las medidas sin clasificar son aquellas para las que no se dispone de composición e incluyen también las pérdidas derivadas de los límites de precios en compañías eléctricas públicas.
- b Se incluyen los cambios de tipos oficiales adoptados antes del 13 de mayo de 2022.
- c A partir de la cotización de los futuros del interbancario a un día, los swaps de tipos de interés y el tipo OIS para el área del euro, en abril de 2022.



empresas y trabajadores acordarían compartir la inevitable merma de renta para la economía nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas. En particular, en la coyuntura actual, ni los trabajadores podrán mantener su poder adquisitivo a corto plazo, ni las empresas serán capaces de preservar sus márgenes. Si todo el ajuste recayera sobre los trabajadores, las empresas también acabarían viéndose negativamente afectadas, al experimentar un

fuerte retroceso en su demanda. En cambio, si todo el ajuste recayera sobre las empresas, muchas de ellas se verían abocadas al cierre y otras muchas sufrirían pérdidas significativas de competitividad, lo que afectaría a su capacidad de inversión futura. Todo ello acabaría trasladándose a una menor creación de empleo y un menor bienestar para los ciudadanos.

A la hora de determinar las características concretas del pacto de rentas, este ha de atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre trabajadores, empresas y sectores. Dada esa heterogeneidad, se debe combinar la necesaria coordinación a escala nacional con mecanismos que permitan adaptar el acuerdo a las diferencias de productividad y actividad que existen entre empresas y sectores. De igual modo, si hay segmentos de los hogares cuyas condiciones de vida se ven particularmente afectadas de forma adversa por el encarecimiento de la energía, resulta lógico que el pacto de rentas alivie la merma de recursos de estos agentes. En definitiva, estas consideraciones se traducen en la necesidad de que un eventual pacto de rentas evite adoptar medidas de aplicación excesivamente general, que resultarían demasiado rígidas para algunos segmentos de agentes.

Asimismo, sería deseable que se evitaran fórmulas de indiciación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguardia. El objetivo es, precisamente, reducir el riesgo de que se desencadene una realimentación entre los incrementos de los salarios y los de los precios. En este sentido, efectivamente, no es mayoritario el porcentaje de trabajadores con convenio registrado hasta marzo de este año que tienen algún tipo de cláusula de garantía salarial que relaciona los incrementos finales pactados en 2022 a la evolución de la inflación. Pero la cifra, un 30 %, es sensiblemente superior a la que se observaba a finales de 2021, cuando era del 17 %. Más preocupante es aún el hecho de que, cuando se analizan los convenios que tendrán vigencia en 2023, este porcentaje sube hasta casi el 50 % del total, aunque en este caso esté referido todavía a un número reducido de convenios.

Sería deseable que el pacto de rentas contemplara compromisos plurianuales en lo relativo tanto a los incrementos salariales como a la protección del empleo. En un contexto tan incierto como el actual, la posibilidad de alcanzar estos compromisos aportaría una gran certidumbre a los hogares y a las empresas a la hora de tomar sus decisiones de gasto e inversión. Dentro de este horizonte multianual, las referencias nominales de la negociación salarial deberían excluir los componentes asociados a los productos energéticos y estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente. Estas recomendaciones se extenderían tanto a las referencias utilizadas para la fijación de los incrementos salariales como, de acordarse, a las posibles cláusulas de garantía salarial. En el pasado, este tipo de prácticas ya fueron acordadas por los agentes sociales y se mostraron como una herramienta útil para sostener el empleo y reducir

el desempleo, mejorar la competitividad de las empresas españolas y favorecer el crecimiento económico.

Estas directrices sobre la evolución salarial deberían acompañarse de compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales. Solo de esta manera se puede asegurar que la moderación salarial se traslada de forma efectiva a la competitividad empresarial, a la vez que se limita la traslación de los aumentos de los costes de los insumos energéticos al resto de los bienes y servicios de la economía. En este sentido, habría que articular algún mecanismo para que esta moderación de márgenes fuera verificable.

4.2.2 Las políticas fiscales nacionales

La respuesta de la política fiscal es fundamental para mitigar los efectos de la actual perturbación sobre los hogares y las 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. Asimismo, la necesidad de evitar una realimentación del actual proceso inflacionista es un argumento adicional para eludir un impulso fiscal generalizado y un uso masivo de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto.

En los últimos meses, las autoridades de distintos países han respondido en esta dirección (véase gráfico 3.14.2). En el caso europeo, varios países han reducido tasas e impuestos sobre la electricidad y han puesto en marcha programas de transferencias focalizados en los hogares más vulnerables³⁵. En algunos casos, estas medidas han incluido la congelación de los precios de la electricidad o subvenciones a las empresas eléctricas para compensar el aumento de sus costes. Asimismo, algunas actuaciones recientes han tratado de compensar a los hogares y a los transportistas por la subida de los precios de los combustibles, mediante subvenciones directas en la compra de estos productos (Francia), bajadas de impuestos (Italia) o subsidios al uso del transporte público (Alemania).

En España se aprobaron a lo largo de 2021 diversas medidas para reducir la carga fiscal sobre la electricidad y para proteger a los consumidores más vulnerables³⁶. Por ejemplo, se amplió el período durante el cual no se puede

35 Las primeras medidas se introdujeron durante el último trimestre de 2021, y se preveía que estuvieran vigentes hasta el primer trimestre de 2022. Sin embargo, la persistencia del aumento de los precios ha motivado su extensión, así como la introducción de otras medidas adicionales, que se prolongarán, en la mayoría de los casos, hasta finales de 2022.

36 [Real Decreto-ley 12/2021](#), de 24 de junio; [Real Decreto-ley 17/2021](#), de 14 de septiembre; [Real Decreto-ley 23/2021](#), de 26 de octubre, y [Real Decreto-ley 29/2021](#), de 21 de diciembre.

interrumpir el suministro eléctrico y se incrementaron los descuentos en la factura de la luz a través del bono social. Adicionalmente, se estableció que una parte de la recaudación no presupuestada del régimen de comercio de derechos de emisión y de la recaudación derivada del exceso de retribución de las centrales de generación eléctrica no emisoras de CO₂ en el mercado mayorista se destinara a cubrir cargos del sistema eléctrico.

Más recientemente, se ha aprobado el Plan Nacional de respuesta a las consecuencias de la guerra en Ucrania³⁷. Entre otras medidas, este plan incluye ayudas directas a las empresas de los sectores más afectados, como la industria intensiva en gas y electricidad, el transporte y los sectores agropecuario y pesquero. Asimismo, se incluye una bonificación temporal general al consumo de carburantes, medidas de fomento del uso de energías renovables, una nueva línea de avales públicos de 10 mm de euros y medidas específicas destinadas a proteger a los trabajadores y colectivos más vulnerables. Por otra parte, en el Consejo Europeo de los días 24 y 25 de marzo se invitó a los Estados miembros a aplicar medidas temporales de emergencia para contener los precios de la electricidad y se reconoció la singularidad ibérica —en cuanto a que la península ibérica tiene una interconexión menor del 3 % con el resto de la UE—. Esta singularidad ha permitido a España y Portugal acordar, recientemente, con la Comisión Europea un mecanismo para limitar el precio del gas y rebajar la electricidad con carácter temporal —tendrá una duración de 12 meses—³⁸.

4.2.3 Las políticas europeas

El fuerte incremento reciente de los precios de las materias primas y el conflicto bélico de Ucrania justifican una acción coordinada a escala europea. Como se discute en el capítulo 2 de este Informe, la invasión de Ucrania y las severas sanciones impuestas por la comunidad internacional a Rusia tendrán efectos muy heterogéneos sobre las economías europeas en función de la exposición de sus exportaciones y de sus importaciones. Además, a pesar de las características comunes del diseño del mercado eléctrico en Europa, tanto el *mix* energético como el origen geográfico del petróleo y del gas importados son muy diferentes entre las economías europeas. En esta coyuntura, la respuesta óptima debe combinar, por un lado, distintas medidas nacionales para paliar los efectos económicos adversos de estas perturbaciones a corto plazo sobre los colectivos más vulnerables y, por otro, políticas europeas con una perspectiva a medio plazo que permitan aumentar la autonomía estratégica de la UE en sectores clave y acelerar la transición energética. Además, en un contexto de espacios presupuestarios

³⁷ Real Decreto-ley 6/2022, de 29 de marzo.

³⁸ En la fecha de cierre de este Informe aún no se conocen los detalles de este mecanismo lo suficiente como para realizar una valoración precisa de sus implicaciones en múltiples dimensiones.

reducidos a escala nacional, la mutualización de recursos presupuestarios que facilitara la financiación común del aumento resultante del gasto público ante esta nueva perturbación exógena sería la vía más eficaz para evitar un deterioro persistente de las perspectivas económicas y eliminar, en paralelo, una nueva fuente potencial de fragmentación financiera en Europa.

Para coordinar las acciones europeas en el ámbito energético y para que disminuya la dependencia de Rusia, la Comisión Europea ha propuesto un plan, denominado *REPowerEU*, con el fin de reducir en un 60 % la demanda europea de gas ruso antes del final de 2022. Esta iniciativa plantea dos actuaciones principales³⁹. En primer lugar, la diversificación del suministro mediante el aumento de las importaciones procedentes de otros países, en particular las de gas natural licuado. Con este objetivo, además de incrementar la capacidad en este sector, se debe maximizar el aprovechamiento de la capacidad ya instalada —que está concentrada en algunos países, como España— mediante la inversión en interconexiones que permitan superar los cuellos de botella existentes en la actualidad⁴⁰. En segundo lugar, una reducción más rápida de la dependencia de los combustibles fósiles, para lo que se propone acelerar el despliegue de las energías renovables y fomentar la eficiencia energética. Adicionalmente, el plan prevé la posibilidad —durante un tiempo limitado— de relajar el marco de ayudas de Estado al sector empresarial y de establecer algunos límites a los precios minoristas de la electricidad.

4.2.4 La política monetaria

En respuesta al contexto actual de fuertes presiones inflacionistas, los bancos centrales de las economías desarrolladas han avanzado en el proceso de normalización de su política monetaria (véase gráfico 3.14.3). Así, por ejemplo, en su reunión de marzo, la Reserva Federal estadounidense comenzó un ciclo de subidas de tipos de interés —aprobando un aumento de 25 puntos básicos (pb) del rango objetivo de su tipo de interés oficial, seguido de un nuevo incremento de 50 pb en mayo, hasta situar dicho rango en el 0,75 %-1 %—, anticipó nuevos incrementos en lo que resta de año y anunció que empezaría a reducir sus tenencias de bonos públicos, de deuda de agencias y de activos respaldados por hipotecas. Por su parte, desde diciembre de 2021, el Banco de Inglaterra ha incrementado sus tipos de interés oficiales en 90 pb, hasta el 1 %. En la misma línea, los bancos centrales de Canadá y Nueva Zelanda, que habían reducido de forma gradual sus programas de compra de activos a lo largo de los últimos meses, también han elevado sus tipos de interés de

³⁹ Véase [Comisión Europea \(2022\)](#).

⁴⁰ Además de la interconexión del mercado del gas, se debe fomentar la interconexión eléctrica. En este sentido, España es, junto con Chipre, el único país que no cumple con el objetivo de una tasa de interconexión eléctrica en 2020 del 10 %. Véase [Comisión Europea \(2017\)](#). Diversos estudios han demostrado las ventajas de un sistema más interconectado en términos de estabilidad y reducción de precios, en particular en el caso de España. Véanse [Deane, Ó Ciaráin y Ó Gallachóir \(2017\)](#) y [Abadie y Chamorro \(2021\)](#).

referencia recientemente. En cuanto a las principales economías emergentes, salvo las asiáticas, todas han continuado a comienzos de este año con el ciclo de endurecimiento de su política monetaria que iniciaron en 2021.

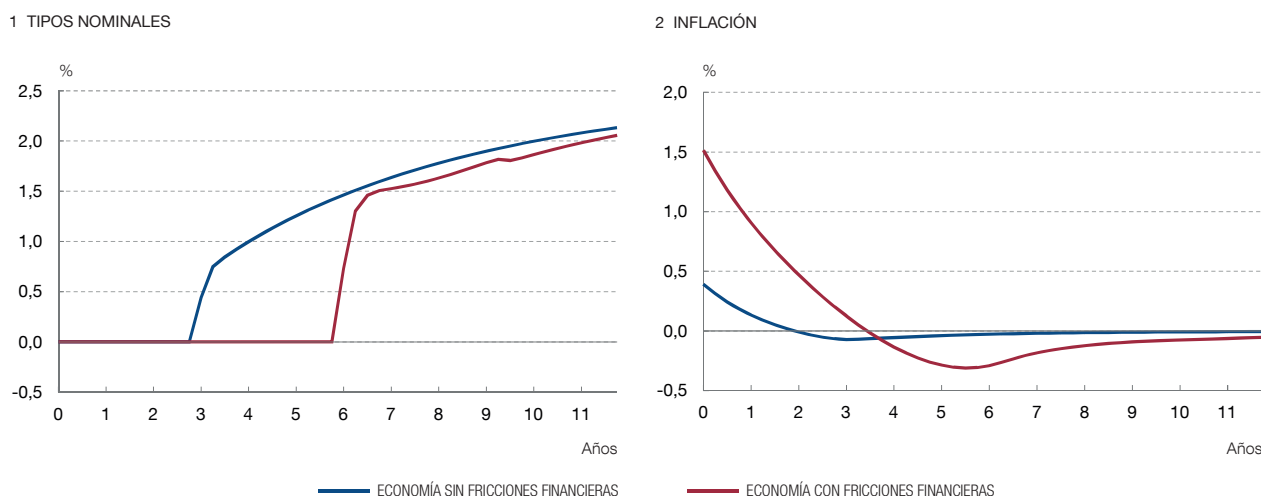
Desde finales de 2021, el BCE ha tomado diversas medidas coherentes con una normalización gradual del tono de su política monetaria. En el Consejo de Gobierno celebrado en diciembre de 2021, por ejemplo, se anunció el final, en marzo de 2022, de las adquisiciones netas en el marco del PEPP, así como la finalización en junio de las condiciones especiales aplicables a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). Asimismo, el Consejo de Gobierno anunció en abril que espera concluir las adquisiciones netas en el marco del APP en el tercer trimestre de este año, tras haber ajustado su perfil temporal a la baja en el Consejo de Gobierno de marzo. Por su parte, ha señalado que el aumento de los tipos de interés tendrá lugar transcurrido algún tiempo desde el final de las compras netas del APP.

En un contexto particularmente incierto, el BCE ha enfatizado que sus decisiones de política monetaria están condicionadas a la evolución de los indicadores económicos. Un elemento fundamental que determina la respuesta del BCE es la orientación a medio plazo de la formulación de su objetivo de estabilidad de precios, que constituye la guía fundamental para el correcto anclaje de las expectativas de los agentes económicos.

El BCE también ha insistido en que, en la coyuntura actual, su política monetaria responderá de forma gradual y seguirá teniendo toda la opcionalidad y flexibilidad que le proporcionan sus distintos instrumentos. En particular, en su reunión de abril el Consejo de Gobierno del BCE explicitó que mantendrá las opciones abiertas y la flexibilidad en la ejecución de su política monetaria, de forma que adoptará cuantas medidas sean necesarias para cumplir su mandato de estabilidad de precios y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera. La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en el diseño y en la realización de las compras de activos ha contribuido a contrarrestar las dificultades en la transmisión de la política monetaria y ha hecho que los esfuerzos del BCE para lograr su objetivo sean más eficaces. En el marco de su mandato, el BCE ha señalado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas para la transmisión de esa política pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios. En este sentido, el BCE anunció que las reinversiones del PEPP —cuyo horizonte alcanza hasta el final de 2024— se realizarán de forma flexible en el tiempo, por jurisdicciones y por tipos de activos, para hacer frente a potenciales episodios de fragmentación relacionada con la pandemia que puedan afectar a la transmisión de la política monetaria. La normalización será también gradual, siempre que se mantengan ancladas las expectativas de inflación a medio plazo en torno al objetivo del 2 %, como en este momento, si

RESPUESTA ÓPTIMA DE LA POLÍTICA MONETARIA ANTE SHOCKS DE OFERTA EN UN MODELO TEÓRICO (a)

En situaciones en las que los tipos de interés se encuentran restringidos por la existencia de una cota inferior efectiva, resulta óptimo retrasar la normalización de la política monetaria ante una perturbación negativa de oferta, especialmente cuando se tiene en cuenta la existencia de empresas heterogéneas que se enfrentan a fricciones financieras.



FUENTE: Banco de España, usando el modelo de González *et al.* (2021).

a El gráfico muestra la respuesta óptima de la política monetaria y la evolución de la inflación ante un *shock* negativo de oferta en una economía en la que el tipo de interés natural se encuentra temporalmente por debajo de la cota inferior efectiva de los tipos de interés.



bien existen indicios preliminares de revisiones de esos indicadores por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento (véase gráfico 3.10). En este sentido, la literatura económica más reciente ha subrayado las ventajas de una respuesta gradual de política monetaria ante una perturbación de oferta (véase gráfico 3.15)⁴¹.

En consonancia con la comunicación de este proceso de normalización de la política monetaria, desde diciembre se ha producido un adelanto en el calendario de las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. Las perspectivas de normalización de la orientación de la política monetaria se han reflejado asimismo en un repunte de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro. Concretamente, la tasa OIS a diez años, que aproxima el tipo de interés libre de riesgo de la eurozona, se ha elevado en unos 170 pb desde el comienzo del año.

41 Así, algunos autores [véanse Caballero y Simsek (2022) y Guerrieri *et al.* (2021)] enfatizan que, en un contexto en el que se producen procesos de reasignación sectorial, la política monetaria debe responder de forma gradual ante incrementos puntuales de la inflación inducidos por los consiguientes cambios en los precios relativos. Por su parte, otros autores [véase, entre otros, González *et al.* (2021)] han puesto de relieve los efectos de un endurecimiento prematuro de la política monetaria en los procesos de acumulación de capital físico y, por tanto, en el crecimiento potencial de las economías. En este sentido, el gráfico 3.15 ilustra que, cuando se tienen en cuenta distintas fricciones financieras que pueden dar lugar a una mala asignación del capital productivo, es preferible que la respuesta de política monetaria ante una perturbación de oferta sea relativamente paciente.

4.3 Otros aspectos estructurales

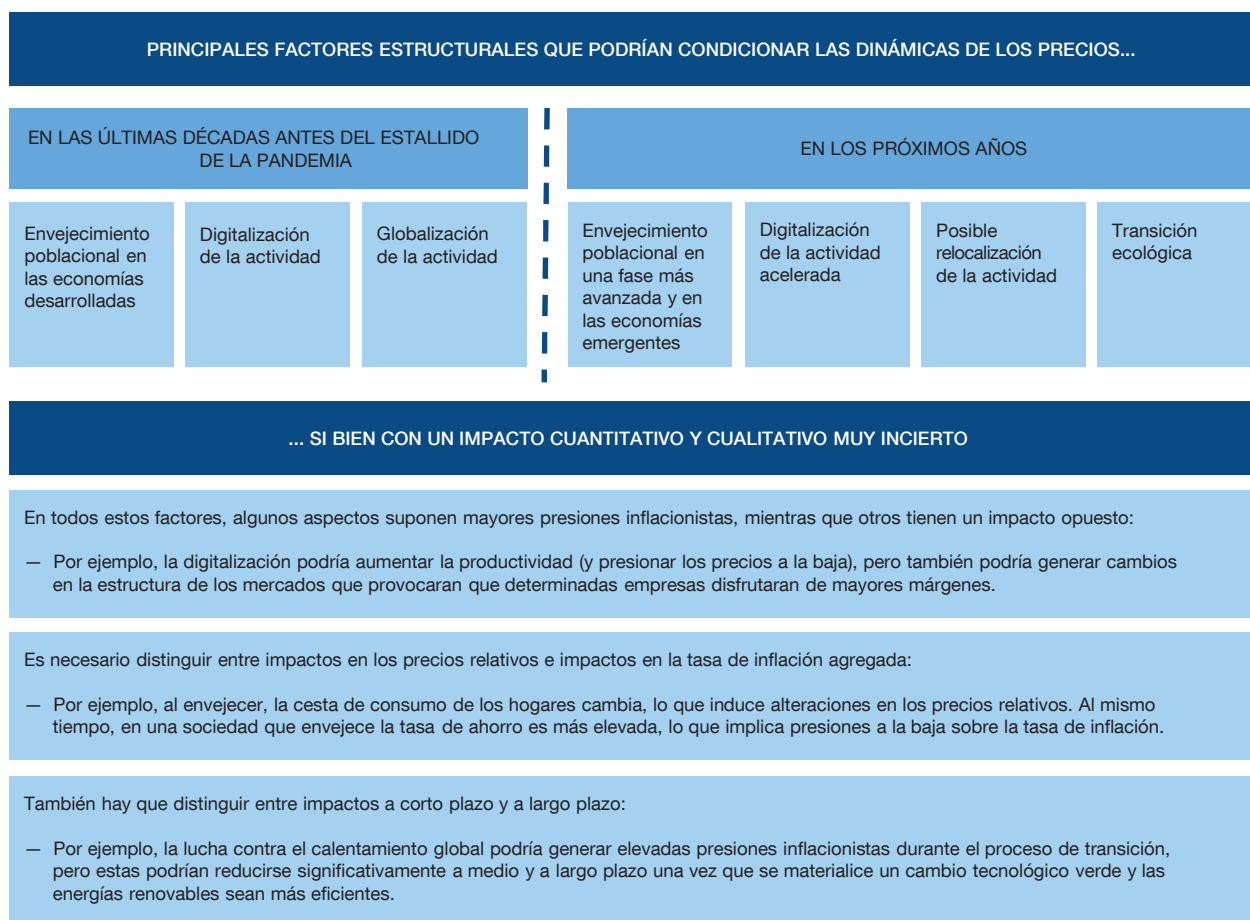
Varios factores de carácter estructural podrían condicionar la dinámica de los precios en los próximos años, si bien con un signo y una magnitud difíciles de prever. Entre estos desarrollos, cabe destacar los cambios que la pandemia de COVID-19 ha podido generar en los procesos de globalización y de digitalización de la actividad económica, los últimos acontecimientos geopolíticos, la evolución reciente de las tendencias demográficas y la transición ecológica (véase esquema 3.1)⁴². En algunos casos, la incidencia de estos desarrollos sobre la inflación futura podría ser muy diferente a la que otros cambios estructurales similares han tenido en las últimas décadas (véase el epígrafe 2). En todo caso, existe una extraordinaria incertidumbre en cuanto a la intensidad e incluso a la dirección de las implicaciones que estos desarrollos recientes podrían tener sobre los precios relativos y la inflación en el futuro.

La pandemia y las tensiones geoestratégicas podrían contribuir a un replanteamiento del proceso de globalización que elevase las presiones inflacionistas en el futuro. Ya antes del estallido de la crisis sanitaria se venía apreciando una cierta tendencia hacia la regionalización de los flujos comerciales y de las cadenas de valor. La pandemia y las tensiones geopolíticas más recientes podrían dar como resultado una aceleración de las iniciativas de relocalización (*reshoring*) y una intensificación de las políticas industriales que buscan incentivar la producción local de algunos bienes considerados estratégicos, todo ello con un previsible impacto alcista sobre los precios.

La pandemia también ha supuesto un impulso muy importante para los procesos de digitalización y automatización de las economías. Como se discute en el epígrafe 2, el avance de la digitalización de las últimas décadas podría haber incitado un aumento de la productividad, así como una reducción de los precios relativos de los bienes y servicios tecnológicos, y de los bienes y servicios vendidos *online*. Todos estos factores habrían presionado la inflación a la baja. No obstante, los vínculos entre la digitalización y la dinámica de los precios son ambiguos, ya que dependen, en gran medida, de cómo afecte el proceso de digitalización a la estructura y al nivel de competencia en los mercados. Alguna evidencia reciente⁴³ pone de manifiesto que, en parte como consecuencia del proceso de digitalización —que fomenta, en algunos casos, una estructura industrial caracterizada por altos costes de entrada y una mayor concentración y polarización de la actividad—, los

42 Otro desarrollo reciente relevante para la inflación se refiere a los nuevos marcos de política monetaria surgidos de las revisiones que algunos de los principales bancos centrales mundiales han hecho de su estrategia de política monetaria en los últimos años.

43 Véanse De Loecker, Eeckhout y Unger (2020) para Estados Unidos y Kouvavas *et al.* (2021) para la zona del euro. Calligaris, Criscuolo y Marcolin (2018) encuentran que los márgenes empresariales en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos son mayores en los sectores más intensivos en tecnologías digitales y que la diferencia entre estos márgenes y los de los sectores menos intensivos en tecnologías digitales ha aumentado sustancialmente con el tiempo.

INFLACIÓN: DETERMINANTES ESTRUCTURALES ANTES Y DESPUÉS DE LA PANDEMIA

FUENTE: Banco de España.

márgenes y el poder de fijación de precios de determinadas empresas habrían aumentado considerablemente en los últimos años, en mayor medida en Estados Unidos que en Europa. Una aceleración de dicho proceso de digitalización podría acentuar estas dinámicas⁴⁴ y redundar en una intensificación de las presiones inflacionistas futuras. En sentido contrario, sin embargo, algunos trabajos recientes⁴⁵ han documentado que esta configuración del mercado podría conducir también a una menor reacción de los precios ante variaciones en los costes de los factores de producción o ante *shocks* globales y de política monetaria.

Los efectos sobre la inflación del envejecimiento de la población resultan también difíciles de anticipar. El nivel agregado de ahorro tiende a aumentar a

44 La digitalización tiene también implicaciones importantes para el mercado de trabajo, al afectar de forma diferente a los salarios de los trabajadores cualificados y a los de los no cualificados —véase [Banco Central Europeo](#) (2021b)—.

45 Véanse, por ejemplo, [Kouvavas et al.](#) (2021) y [Bobeica, Ciccarelli y Vansteenkiste](#) (2021).

medida que las sociedades envejecen porque los individuos necesitan acumular recursos suficientes para su jubilación. Este proceso puede inducir, por tanto, presiones a la baja sobre los precios. No obstante, las implicaciones del envejecimiento poblacional para los precios podrían volverse más ambiguas a medida que estas dinámicas demográficas avanzan y aumenta el peso de las generaciones de mayor edad —que, en principio, ya no ahorran, y además presentan un perfil de gasto muy diferente al de las generaciones más jóvenes—. Algunos trabajos asocian un mayor peso de las generaciones de más edad en la población con una mayor inflación⁴⁶. Además, también apuntan a que el proceso de envejecimiento en los países emergentes reducirá la oferta de mano de obra relativamente barata procedente de estos países y es previsible que implique un mayor poder de negociación salarial de los trabajadores, incluso en los países avanzados, lo que podría dar lugar a presiones inflacionistas adicionales a medio y a largo plazo⁴⁷.

Un factor estructural que está cobrando una importancia creciente es la transición energética. Como se discute en el capítulo 4 de este Informe, la introducción de impuestos verdes y de sistemas de precios del carbono —una de las piedras angulares de las políticas de mitigación del cambio climático actuales— podría afectar significativamente a los precios relativos y al nivel de la inflación⁴⁸. Estas medidas también podrían tener un impacto notable sobre su volatilidad⁴⁹ y persistencia. Asimismo, la paulatina reducción de las inversiones destinadas a la exploración y extracción de combustibles fósiles —dado su menor atractivo en términos de rentabilidad a medio plazo— incide negativamente sobre la oferta de energía y sobre la capacidad de los productores para reaccionar ante perturbaciones. Esto podría introducir tensiones en las dinámicas de los precios, en un contexto en el que, a corto plazo, las inversiones en energías renovables aún no han alcanzado una escala de producción suficiente⁵⁰. No obstante, con una perspectiva a medio y a largo plazo, estos efectos se podrían ver compensados por los que se derivarían de eventuales avances tecnológicos y de una mayor eficiencia energética de las energías renovables.

5 El impacto heterogéneo de la escalada inflacionista

El fuerte repunte de los precios durante los últimos trimestres ya ha tenido un impacto apreciable sobre la actividad económica, que se vería incrementado si este episodio se confirmara más intenso y persistente. En efecto, como se analiza en profundidad en el «Informe trimestral de la economía española» del Banco de España de diciembre de 2021 y de marzo de este año, las presiones inflacionistas observadas habrían tenido un impacto adverso notable tanto sobre el ritmo de

46 Véanse Aksoy *et al.* (2019) y Juselius y Takáts (2018).

47 Véase Goodhart y Pradhan (2020).

48 Véanse, por ejemplo, Moessner (2022) y McKibbin, Konradt y Weder di Mauro (2021).

49 Véase Santabábara y Suárez-Varela (2022).

50 Véanse Alonso y Suárez-Varela (2021) y Agencia Internacional de la Energía (2021).

avance de la economía española en 2021 como sobre sus perspectivas para el período 2022-2024. La mayor parte de este efecto se habría producido por el deterioro de las dinámicas de consumo e inversión, en respuesta a la pérdida de renta real. Más allá de estos efectos agregados, la incidencia del actual episodio inflacionista sobre los distintos tipos de hogares y empresas estaría siendo muy heterogénea, aspecto que se analiza en el resto de esta sección.

5.1 Hogares

Las medidas agregadas de inflación se construyen a partir del patrón de consumo de un hogar medio, por lo que, para determinados tipos de hogares, no proporcionan una indicación precisa de la evolución de los precios. Las medidas más habituales que cuantifican la inflación de los precios de consumo, como el IPC o el IAPC, se construyen como una media ponderada de los cambios en los precios de una serie de bienes y servicios que son seleccionados y ponderados de forma que aproximen la cesta de consumo de un hogar considerado representativo. Esta metodología es la más adecuada para calcular la inflación que soporta el conjunto de los hogares de la economía. No obstante, teniendo en cuenta que los patrones de consumo pueden exhibir diferencias importantes según la tipología del hogar, estas medidas agregadas podrían infraestimar o sobreestimar la tasa de variación de los precios que afrontan algunos hogares concretos⁵¹. Incorporar estas consideraciones en el análisis es especialmente relevante en el contexto actual, en el que los repuntes de los precios están siendo relativamente heterogéneos entre los distintos bienes y servicios.

La Encuesta de Presupuestos Familiares permite construir una tasa de inflación diferente para distintos tipos de hogares, según su estructura familiar, edad, educación y renta^{52, 53}. El punto de partida de este ejercicio consiste en documentar las notables diferencias que existen en los patrones de consumo de los distintos tipos de hogares. Así, por ejemplo, el gráfico 3.16.1 pone de manifiesto que el peso del gasto en bienes de primera necesidad —en particular, en alimentos, electricidad, gas y otros combustibles— en el total de la cesta de consumo es sensiblemente mayor en aquellos hogares con un menor nivel de renta y en los que la persona de referencia tiene más edad o un nivel educativo más bajo. En concreto, en el período 2006-2020 la proporción del gasto dedicado a estos bienes supuso el 24 % del consumo en el cuartil inferior de la distribución de la renta, porcentaje que se reduce hasta el 17 % en el cuartil superior.

51 Izquierdo, Ley y Ruiz-Castillo (2003) analizan las diferencias entre el IPC y un índice de precios en el que los hogares son ponderados con pesos iguales, independientemente de su participación en el consumo agregado.

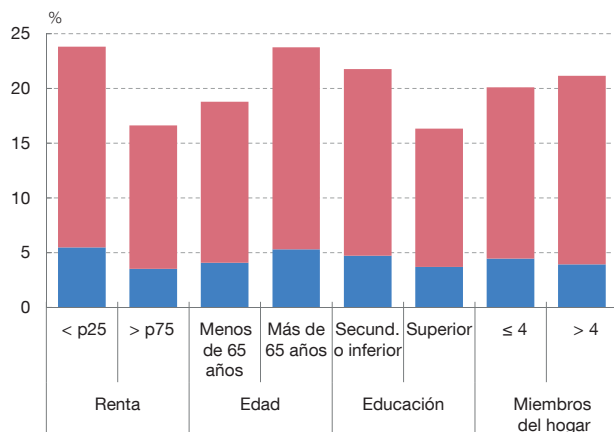
52 Véase Basso y Pidkuyko (2022).

53 Para elaborar esta tasa se pondera el crecimiento de los precios de los distintos bienes por la proporción del gasto total que cada hogar dedica a la partida correspondiente. Véase Attanasio (1998) para una descripción detallada de la metodología.

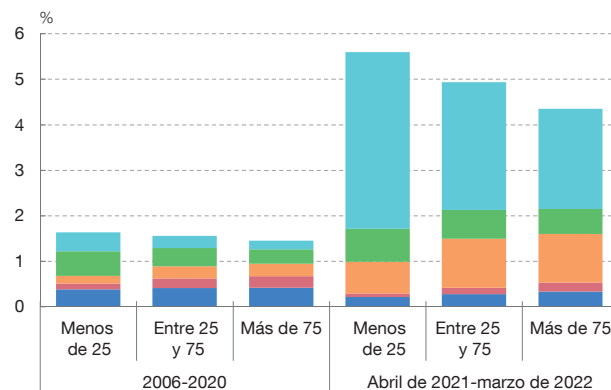
Gráfico 3.16

TASAS DE INFLACIÓN PARA DISTINTAS CARACTERÍSTICAS INDIVIDUALES Y EFECTO DE LAS MEDIDAS IMPOSITIVAS (a)

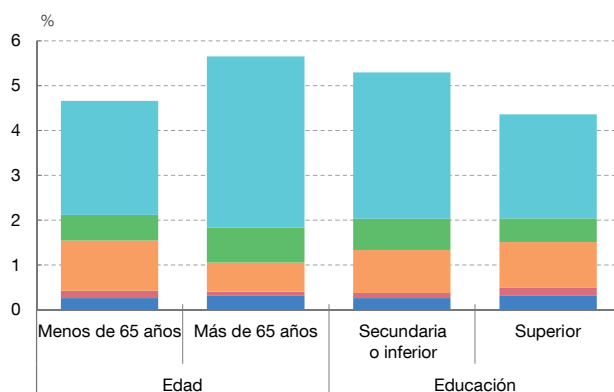
El dinamismo de los precios de los bienes de primera necesidad en el período 2006-2021 contribuyó a que la inflación afectara más a los hogares con menor renta, que destinan una mayor proporción de su gasto a dichos bienes. Las medidas impositivas sobre la electricidad han compensado parte de la subida de los precios de la electricidad.

1 PROPORCIÓN DE GASTO EN ALIMENTOS Y ELECTRICIDAD, GAS Y OTROS COMBUSTIBLES (2006-2020)

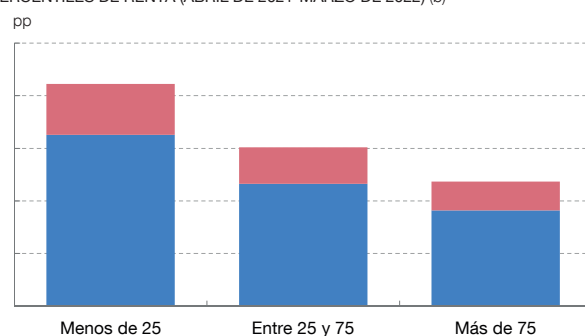
■ ELECTRICIDAD, GAS Y OTROS COMBUSTIBLES
■ ALIMENTOS

2 INFLACIÓN ESPECÍFICA PARA EL HOGAR POR PERCENTILES DE RENTA

■ VIVIENDA, AGUA, ELECTRICIDAD, GAS Y OTROS COMBUSTIBLES
■ ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS
■ TRANSPORTE
■ RESTAURANTES Y HOTELES
■ RESTO DE BIENES Y SERVICIOS

3 INFLACIÓN ESPECÍFICA PARA EL HOGAR POR NIVEL EDUCATIVO Y EDAD (ABRIL DE 2021-MARZO DE 2022)

■ VIVIENDA, AGUA, ELECTRICIDAD, GAS Y OTROS COMBUSTIBLES
■ ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS
■ TRANSPORTE
■ RESTAURANTES Y HOTELES
■ RESTO DE BIENES Y SERVICIOS

4 CONTRIBUCIÓN DE LOS CAMBIOS IMPOSITIVOS RECIENTES SOBRE LA ELECTRICIDAD A LA INFLACIÓN ESPECÍFICA PARA EL HOGAR POR PERCENTILES DE RENTA (ABRIL DE 2021-MARZO DE 2022) (b)

■ EFECTO DE LOS CAMBIOS IMPOSITIVOS
■ CONTRIBUCIÓN DE LA ELECTRICIDAD A LA INFLACIÓN UNA VEZ DESCONTADOS LOS EFECTOS DE LOS CAMBIOS IMPOSITIVOS

FUENTES: Encuesta de Presupuestos Familiares, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Véase Basso y Pidkuyko (2022).

b Los cambios impositivos considerados son la reducción del IVA sobre la electricidad del 21 % al 10 % ([RDL 12/2021](#)) y de los impuestos especiales sobre la electricidad (IEE) desde el 5,1 % hasta el 0,5 % ([RDL 17/2021](#)).



En el período 2006-2020 se observa una relación negativa entre la inflación soportada y el nivel de renta de los hogares. Como se puede apreciar en el gráfico 3.16.2 (columnas 1 a 3), durante este período los hogares con menores niveles de renta se vieron afectados en mayor medida por el aumento de los precios. En particular, entre 2006 y 2020 la tasa de inflación anual media para los hogares del cuartil inferior de la distribución de la renta se situó en el 1,6 %, casi 2 décimas por encima de la que soportaron los del cuartil superior. Cuando esta diferencia se acumula a lo largo de los 15 años del período analizado, y se asume que los mismos hogares permanecen en cada categoría de renta a lo largo de este, la brecha en la inflación se eleva a algo más de 2,75 puntos porcentuales (pp).

El peso del gasto en bienes de primera necesidad explica buena parte de las diferencias en las tasas de inflación que los hogares con distinto nivel de renta afrontaron entre 2006 y 2020. En concreto, durante este período los alimentos, la electricidad, el gas y los otros combustibles explicaron, en conjunto, un 58 % de la inflación a la que se encontraron sujetos los hogares con menor renta, porcentaje que se reduce al 34 % en el caso de los hogares de renta más elevada.

Se estima que en los últimos meses los hogares con menor renta (cuartil inferior) habrían soportado una tasa de inflación 1,2 pp superior a la que enfrentaron los hogares con mayor nivel de renta (cuartil superior)⁵⁴. Como muestra el gráfico 3.16.2 (columnas 4 a 6), entre abril de 2021 y marzo de 2022 el aumento de los precios de la cesta de consumo de los hogares con menor y mayor renta fue del 5,6 % y el 4,3 %, respectivamente, lo que, en términos absolutos, habría supuesto un mayor gasto medio anual para estos hogares, equivalente a 618 y 1.329 euros, respectivamente⁵⁵. Para ambos colectivos, este incremento del gasto se habría debido, sobre todo, a la subida del precio de la electricidad —unos 286 y 446 euros, respectivamente—. 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 (véase gráfico 3.16.3). Asimismo, se observa que, para aquellos hogares con educación secundaria o inferior, la inflación fue 0,9 pp más alta que para el resto.

Algunas de las medidas aprobadas en los últimos meses tendrían un impacto sobre los efectos distribucionales de la inflación. En particular, las estimaciones del Banco de España apuntan a que las rebajas de impuestos indirectos aprobadas

54 El ejercicio realizado se basa en una extrapolación al período de referencia de los últimos datos de consumo disponibles —referidos al año 2020— en la Encuesta de Presupuestos Familiares. Se utiliza la media de las tasas de variación interanual de la inflación entre abril de 2021 y marzo de 2022.

55 Estas contribuciones pueden diferir de las cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), pues se corresponden a un ejercicio de simulación desagregado por hogares que se realiza a partir del gasto de estos en la Encuesta de Presupuestos Familiares.

en 2021⁵⁶ habrían reducido la inflación promedio que los hogares con menor renta soportaron entre abril de 2021 y marzo de 2022 en 1 pp, reducción que habría sido más intensa que la que experimentaron las familias en el cuartil superior de la distribución de la renta (de 0,5 pp) (véase gráfico 3.16.4). En sentido contrario, estimaciones preliminares del impacto que podría tener la bonificación de 20 céntimos por litro de combustible aprobada recientemente para el período comprendido entre el 1 de abril y el 30 de junio de este año⁵⁷ sugieren que la inflación soportada por los hogares de menor renta en dicho período podría reducirse en 0,35 pp, reducción que, en este caso, sería menos intensa que la que experimentarían los hogares con mayor renta (de 0,61 pp)⁵⁸.

La subida de los precios también podría afectar de manera diferenciada a los hogares dependiendo de su posición financiera neta. Desde un punto de vista conceptual, la inflación supone un impuesto sobre las tenencias de efectivo y los depósitos bancarios, al tiempo que reduce el valor real de las deudas. Así, un fuerte repunte de los precios podría producir una cierta redistribución de la riqueza entre hogares que poseen distintos tipos de activos y pasivos financieros. Este es el llamado «canal de Fisher» de la política monetaria⁵⁹.

La evidencia empírica confirma la relevancia cuantitativa de este canal «fisheriano». Los resultados de un trabajo reciente⁶⁰ sugieren que las personas de mediana edad (de entre 36 y 45 años) con altos ingresos laborales, que de media mantienen una posición financiera neta deudora⁶¹, se habrían visto beneficiadas por el alza de la inflación. En particular, su capacidad de ahorro se habría incrementado en un 3 % de su renta laboral anual gracias, principalmente, a la reducción en el valor real de sus deudas (véase cuadro 3.1). Por el contrario, los mayores de 65 años, que suelen presentar una posición financiera neta acreedora, se habrían visto relativamente perjudicados. No obstante, hay que tener en cuenta que, en este

56 [Real Decreto-ley 12/2021](#), de 24 de junio de 2021, y [Real Decreto-ley 17/2021](#), de 14 de septiembre, en los que se aprobaron, respectivamente, la reducción del IVA sobre la electricidad del 21 % al 10 % y de los impuestos especiales sobre la electricidad desde el 5,1 % hasta el 0,5 %. En las estimaciones presentadas en el gráfico 3.16.4 solo se valora el impacto de estas dos medidas. Dada la información disponible en la fecha de cierre de este Informe, no es posible evaluar con la suficiente precisión los efectos distribucionales del resto de las medidas que el Gobierno ha aprobado en los últimos meses.

57 [Real Decreto-ley 6/2022](#), de 29 de marzo de 2022.

58 Dadas las restricciones a la movilidad que estuvieron en vigor durante buena parte de 2020, en estas estimaciones se considera la proporción del gasto de los hogares en gasóleo y gasolina observada en 2019. Además, estos cálculos se basan en el supuesto de que la medida recientemente aprobada conllevará una rebaja de alrededor del 11 % de los precios del gasóleo y de la gasolina respecto al precio anterior a la normativa.

59 Véanse [Doepke y Schneider](#) (2006) y Nuño y Thomas (2022).

60 Este trabajo emplea datos individuales de más de cuatro millones de clientes de uno de los principales bancos comerciales españoles, y analiza el impacto del incremento de la inflación en 2021 sobre la capacidad de ahorro de las personas. Para ello tiene en cuenta tanto la heterogeneidad en el consumo como el canal de Fisher [véase [Cardoso et al.](#) (2022)].

61 Véase [Cardoso et al.](#) (2022). De los balances en las cuentas de clientes se desprende que la posición neta media de los clientes de entre 36 y 45 años ubicados por encima del percentil 75 de la distribución de la renta es de -36.600 euros. Por su parte, la posición neta media de los clientes mayores de 65 años es de unos 40.000 euros.

Cuadro 3.1

EFFECTO MEDIANO DE UNA INFLACIÓN INESPERADA SOBRE LA CAPACIDAD DE AHORRO A TRAVÉS DE LAS POSICIONES NOMINALES NETAS Y LOS GASTOS DE CONSUMO (a)

%	Percentil de la distribución del ingreso laboral				
Edad	p10-p25	p25-p50	p50-p75	p75-p90	> p90
< 36 años	0,06	0,04	-0,06	-0,45	-0,30
36-45 años	0,37	0,62	1,58	3,43	3,17
46-55 años	0,05	0,11	-0,04	-0,12	-0,18
56-65 años	-1,04	-1,24	-1,94	-2,44	-2,70
> 65 años	-5,15	-5,38	-5,47	-4,90	-4,70

FUENTE: Cardoso *et al.* (2022).

a El cuadro presenta el efecto de la inflación interanual de diciembre de 2021 (calculada utilizando la composición agregada del gasto en la muestra) sobre la capacidad de ahorro de 4,2 millones de clientes bancarios con nómina domiciliada, por grupos de edad (filas) y percentiles de la distribución condicional del ingreso laboral en la base de datos (columnas). El efecto total es la suma de: 1) el efecto a través de las posiciones nominales netas, y 2) el efecto a través de los gastos de consumo. Los valores de cada celda corresponden a la mediana de la distribución de efectos para el grupo de edad-ingreso correspondiente, calculados como porcentaje de la renta laboral anual de cada cliente.

ejercicio, el canal de actualización de rentas con la inflación no se ha tenido en cuenta de forma diferenciada por grupos. Esto hace que los efectos negativos encontrados sobre los mayores de 65 años puedan verse parcialmente mitigados por la indexación automática de las pensiones.

En todo caso, el efecto de la inflación sobre el bienestar de las familias no solo depende de la composición de su gasto y de sus carteras financieras, sino también de la medida en que sean capaces de reaccionar al aumento de los precios relativos ajustando sus patrones de consumo y ahorro. Algunos hogares podrían tener la capacidad de reducir su nivel de gasto en aquellos bienes con precios que aumentan más o para ajustar la composición de sus carteras de inversión con el fin de reducir su exposición a la inflación. Además, la distribución de los efectos de la inflación sobre el bienestar también podría depender de la capacidad de los miembros del hogar para ajustar su oferta de trabajo. Entender cómo varía esta capacidad de adaptación según la situación demográfica y económica de los hogares exige un análisis más detallado en un futuro.

5.2 Empresas

El impacto del episodio inflacionista es muy heterogéneo para los diferentes sectores de actividad y viene condicionado, fundamentalmente, por la intensidad con la que cada una de las ramas emplea los insumos energéticos en sus procesos productivos. Como se ha señalado, los *inputs* energéticos son los que han experimentado un encarecimiento más significativo en el actual episodio inflacionista. En este sentido, aunque la energía constituye un insumo común en los diferentes procesos productivos de la economía, su peso difiere significativamente

entre sectores (véase gráfico 3.17.1). Así, por ejemplo, las manufacturas y el transporte son particularmente intensivos en el uso de energía, mientras que su importancia relativa en los servicios inmobiliarios, en los farmacéuticos e incluso para la Administración Pública es muy reducida. El gráfico 3.17.1 también ilustra que, en términos generales, la energía tiene un peso en los procesos productivos de las ramas de actividad españolas superior al del promedio de la UEM, fenómeno que es especialmente acusado en el sector del transporte terrestre.

El impacto de los mayores precios energéticos sobre los costes de las empresas se ve amplificado por las interrelaciones sectoriales. Las relaciones de un sector con el resto de las ramas de la economía actúan como un canal que amplifica —más allá de los impactos directos comentados— los efectos de un encarecimiento de los costes de la energía sobre las empresas. Este mecanismo tiene una particular relevancia en sectores como el del transporte, que presenta tanto una alta exposición directa a los cambios en los precios de los combustibles como un papel central en las cadenas de producción, lo que hace que sus aumentos de costes se trasladen de forma muy significativa al resto de las ramas. El gráfico 3.17.2 ilustra el aumento que experimentarían en 2022, a través de canales directos e indirectos⁶², los costes de los distintos sectores de la economía si se produjera, durante este año, un aumento del coste de la energía del 22 % —valor que se corresponde con el incremento de los precios de la energía observado entre las previsiones del Banco de España publicadas el 5 de abril de 2022⁶³ y las publicadas el 17 de diciembre de 2021⁶⁴—. Según estas simulaciones, los sectores más afectados en la economía española serían los del transporte aéreo, el transporte terrestre, los metales básicos y el transporte marítimo, mientras que en la UEM los sectores más afectados serían los de metales básicos, el transporte aéreo, el transporte marítimo y los productos químicos.

El aumento de los costes de producción se traducirá, previsiblemente, en un deterioro de la situación económica y financiera de algunas empresas. Este deterioro podría producirse tanto si las empresas repercutieran a sus clientes el alza de sus costes —en cuyo caso, sus ventas se resentirían— como si no lo hicieran —ya que, en este caso, se contraerían sus márgenes—. En ambos escenarios se reducirán los beneficios empresariales y, como consecuencia de ello, algunas compañías podrían pasar a una situación de vulnerabilidad financiera. Las simulaciones realizadas muestran que un aumento de los costes de la energía del 22 % se traduciría en un incremento moderado de la proporción de empresas financieramente vulnerables

62 La magnitud de estos efectos indirectos se puede estimar usando un modelo de redes de producción sectorial que representa adecuadamente, en un marco estilizado, las relaciones cliente-proveedor que existen entre las diferentes industrias de cada economía, y entre estas y las del resto del mundo [véase *Izquierdo et al.* (2022)].

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

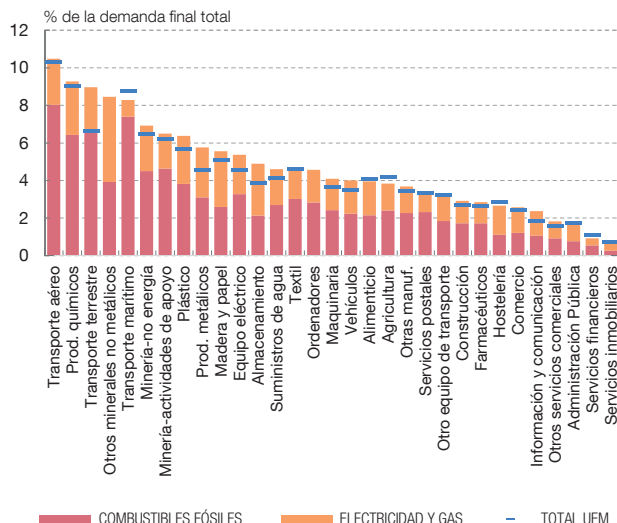
64 Véase «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2024): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2021».

Gráfico 3.17

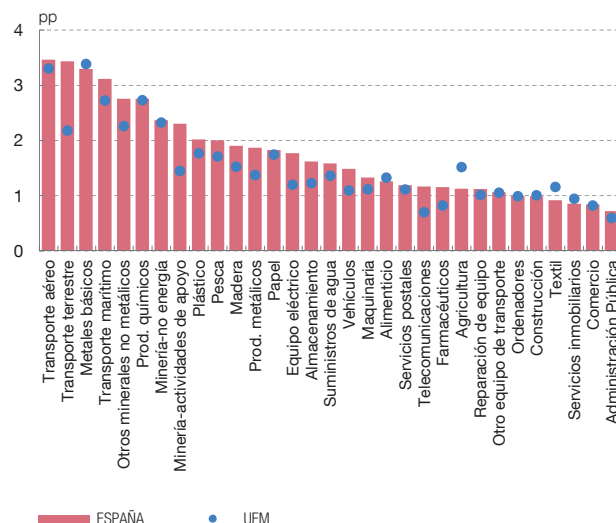
EL AUMENTO DE LA INFLACIÓN TIENE EFECTOS HETEROGÉNEOS SOBRE LAS EMPRESAS

El impacto del episodio inflacionista actual es muy heterogéneo entre sectores y viene condicionado, fundamentalmente, por la intensidad con la que cada una de estas ramas de actividad emplea los *inputs* energéticos en sus procesos productivos.

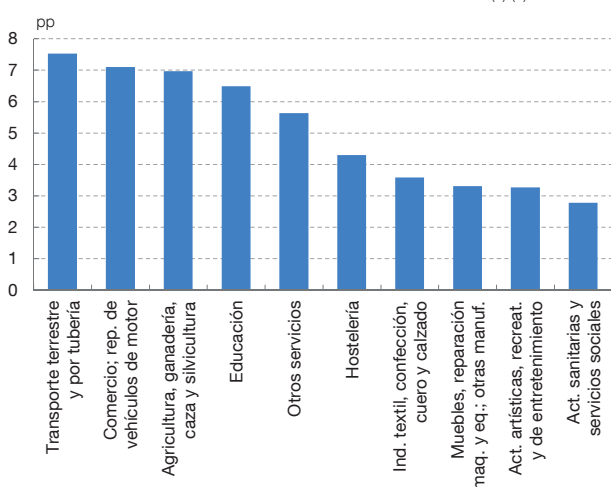
1 VALOR AÑADIDO POR EL SECTOR ENERGÉTICO EN LA DEMANDA FINAL - ESPAÑA Y UEM



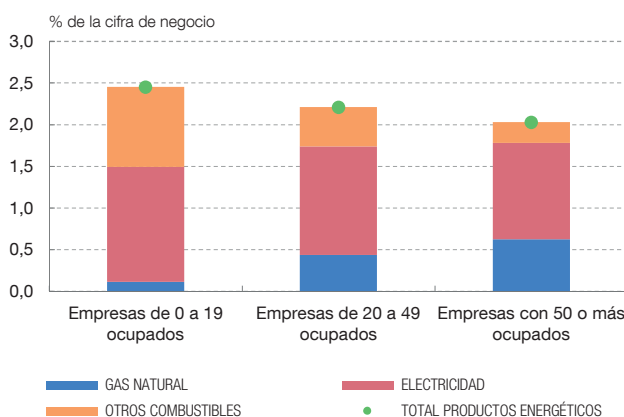
2 INCREMENTO DE LOS COSTES SECTORIALES TRAS UN AUMENTO DEL 22 % EN EL PRECIO DE LA ENERGÍA. SECTORES CON MAYOR AUMENTO (a) (b)



3 AUMENTO DEL PESO EN EL EMPLEO DE LAS EMPRESAS CON RENTABILIDAD NEGATIVA EN 2022 TRAS UN AUMENTO DEL 22 % EN EL PRECIO DE LA ENERGÍA. SECTORES CON MAYOR AUMENTO (a) (c)



4 COMPRAS DE PRODUCTOS ENERGÉTICOS POR TAMAÑO EMPRESARIAL (d)



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y Banco de España.

- a El aumento del coste de la energía del 22 % considerado se refiere al incremento de los precios de la energía observado entre las previsiones del Banco de España publicadas el 5 de abril de 2022 y las previsiones publicadas el 17 de diciembre de 2021.
- b Véase Izquierdo *et al.* (2022).
- c Simulación con datos individuales. Rentabilidad definida como (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.
- d Se refiere a los sectores B-E de la clasificación de la CNAE.



en España, aunque existiría una elevada heterogeneidad sectorial⁶⁵. Así, por ejemplo, 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 (véase gráfico 3.17.3)⁶⁶. La heterogeneidad sectorial estaría vinculada tanto con las diferencias por ramas de actividad en cuanto al grado de encarecimiento de sus costes —que es reflejo de la estructura de producción— como con las asimetrías en la situación económica y financiera de partida —y, en particular, con cuántas empresas están cerca de los umbrales que determinan la situación de vulnerabilidad en cada sector antes de la perturbación—.

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. De acuerdo con la «Estadística Estructural de Empresas» del INE, en 2019 el coste de los productos energéticos en proporción a las ventas resultó comparativamente más elevado para las empresas de menor tamaño (véase gráfico 3.17.4). Además, estas empresas fueron las que presentaron un mayor peso relativo de los productos petrolíferos en sus procesos productivos⁶⁷.

6 Conclusiones

La tasa de inflación global repuntó de forma significativa en 2021, con un perfil de aceleración que se ha intensificado a principios de 2022, en parte como consecuencia de la guerra en Ucrania. En términos generales, esta fuerte subida de los precios es el resultado de un acusado encarecimiento de las materias primas, de una intensa recuperación de la demanda —tras el desplome causado por la pandemia— y de una respuesta insuficiente de la oferta —como consecuencia de diversos aspectos geopolíticos y de algunos cuellos de botella en las cadenas globales de valor—.

Aunque se trata de un fenómeno global, la incidencia de este episodio inflacionista y los factores que se encuentran detrás de este han sido muy desiguales entre países. En particular, el impacto del aumento de los precios energéticos sobre la inflación se ha dejado sentir especialmente en el área del euro y, dentro de esta, en la economía española. Todo ello como consecuencia, en parte, del mayor peso del componente energético en la cesta de consumo de nuestros hogares y en la estructura productiva de nuestras empresas.

65 Véase Blanco *et al.* (2022).

66 En estas simulaciones se tienen en cuenta tanto el aumento del coste de los insumos energéticos y no energéticos como el incremento de los salarios inducido por el alza de los precios de la energía. Los efectos sobre los beneficios empresariales recogen los asociados al ascenso de los precios de compra y de venta, y al descenso de las cantidades —como consecuencia de la caída de la demanda generada por el alza de los precios de venta—.

67 Véase Matea y Muñoz (2022).

El consenso de los analistas apunta a que las presiones inflacionistas se reducirán gradualmente en los próximos trimestres, a medida que se disipen los cuellos de botella en la producción y se reduzca el ritmo de avance de los precios energéticos. En todo caso, existe una gran incertidumbre en torno a estas previsiones y no puede descartarse que el episodio inflacionista actual sea más persistente, especialmente si se producen efectos indirectos y de segunda vuelta significativos, lo que generaría una considerable pérdida de empleo y de competitividad para nuestra economía. Para evitarlo, sería deseable que se alcanzara un pacto de rentas en el que se repartieran, de forma equilibrada entre toda la sociedad, los costes que para nuestra economía supone este episodio.

Algunas familias y empresas españolas se habrían visto muy afectadas por el acusado repunte de los precios. Es importante tener en cuenta, además, que la incidencia sobre los distintos tipos de hogares y empresas estaría siendo muy heterogénea. Los hogares con menor renta habrían soportado, en los últimos meses, una tasa de inflación significativamente mayor. Del mismo modo, algunos sectores —como el transporte— y algunos tipos de empresas —como las pequeñas—, que usan más intensivamente los *inputs* energéticos en sus procesos productivos, habrían sufrido un mayor aumento de sus costes y un mayor deterioro de su situación económica y financiera. Por ello, sería deseable que las políticas públicas —en particular, la política fiscal— tuvieran en cuenta estos impactos asimétricos y, de forma muy focalizada y temporal, trataran de mitigar los efectos adversos sobre los colectivos más vulnerables. La necesidad de evitar una realimentación del actual proceso inflacionista y el escaso margen presupuestario, dados el déficit y la deuda públicos tan elevados, son argumentos adicionales para evitar un impulso fiscal generalizado y un uso masivo de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto.

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. El BCE, como otros bancos centrales, ya ha iniciado este proceso de normalización. 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. En particular, el Consejo de Gobierno del BCE ha insistido en que adoptará cuantas medidas sean necesarias para cumplir su mandato de estabilidad de precios y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera.

BIBLIOGRAFÍA

- Abadie, L. M., y J. M. Chamorro (2021). «Evaluation of a cross-border electricity interconnection: The case of Spain-France», *Energy*, vol. 233, pp. 121-177.
- Adamopoulou, E., L. Díez-Catalán y E. Villanueva (2022). *Staggered Contracts and Unemployment during Recessions*, CRC TR 224 Discussion Paper, University of Mannheim, de próxima publicación.
- Agencia Internacional de la Energía (2021). *World Energy Investment 2021*, París, IEA.
- Aguilar, P. (2020). «La persistencia de la inflación en el área del euro: el papel de las expectativas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.
- Aguilar, P., y J. Vázquez (2021). «An estimated DSGE model with learning based on term structure information», *Macroeconomic Dynamics*, 25(7), pp. 1635-1665.
- Aksoy, Y., H. S. Basso, R. P. Smith y T. Grasl (2019). «Demographic Structure and Macroeconomic Trends», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), pp. 193-222.
- Alonso, I., I. Kataryniuk y J. Martínez-Martín (2021). «El impacto de las perturbaciones de oferta y de demanda sobre la evolución reciente de la actividad y los precios», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Alonso, I., y M. Suárez-Varela (2021). «Un análisis del impacto económico global del reciente encarecimiento de las materias primas energéticas», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Álvarez, L. J., I. Sánchez y A. Urtasun (2017). «El efecto de las fluctuaciones del precio del petróleo sobre la inflación española», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.
- Anderton, R., V. Jarvis, V. Labhard, J. Morgan, F. Petroulakis y L. Vivian (2020). *Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies*, Occasional Paper Series, n.º 244, European Central Bank.
- Attanasio, O. P. (1998). «Cohort Analysis of Saving Behavior by US Households», *The Journal of Human Resources*, 33(3), pp. 575-609.
- Attinasi, M. G., y M. Balatti (2021). «Globalisation and its implications for inflation in advanced economies», *Economic Bulletin*, n.º 4/2021, European Central Bank.
- Banco Central Europeo (2021a). *The implications of globalisation for the ECB monetary policy strategy*, Occasional Paper Series, n.º 263.
- Banco Central Europeo (2021b). *Digitalisation: channels, impacts, and implications for monetary policy in the euro area*, Occasional Paper Series, n.º 266.
- Banco de España (2019). «Los determinantes de la baja inflación en la UEM y en España», capítulo 2, *Informe Anual 2018*.
- Banco de España (2021). «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2024): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2021», recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Banco de España (2022). «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2024)», recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.
- Basso, H., y M. Pidkuyko (2022). *Efectos de la inflación a lo largo de la distribución de la renta*, Banco de España, de próxima publicación.
- Benigno, G., J. di Giovanni, J. J. J. Groen y A. I. Noble (2022). *A New Barometer of Global Supply Chain Pressures*, Technical report, Liberty Street Economics - Federal Reserve Bank of New York, enero.
- Bianchi, F., y A. Civelli (2015). «Globalization and inflation: Evidence from a time-varying VAR», *Review of Economic Dynamics*, 18(2), n.º 2, pp. 406-433.
- Blanco R., A. Menéndez, M. A. Mulino y J. Quintana (2022). «El impacto del aumento de los precios de la energía sobre la situación económica y financiera de las empresas españolas», Artículos Analíticos, Banco de España, de próxima publicación.
- Bobeica, E., M. Ciccarelli e I. Vansteenkiste (2021). *The changing link between labor cost and price inflation in the United States*, Working Paper Series, n.º 2583, European Central Bank.

- Bobeica, E., y M. Jarociński (2019). «Missing Disinflation and Missing Inflation: A VAR Perspective», *International Journal of Central Banking*, 15(1), pp. 199-232.
- Bobeica, E., E. Lis, C. Nickel e Y. Sun (2017). *Demographics and inflation*, Working Paper Series, n.º 2006, European Central Bank.
- Borralló, F., A. Buesa y S. Párraga (2021). «La inflación en Estados Unidos: evolución reciente y perspectivas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Caballero, R., y A. Simsek (2022). *A Note on Temporary Supply Shocks with Aggregate Demand Inertia*, mimeo.
- Calligaris, S., C. Criscuolo y L. Marcolin (2018). *Mark-ups in the digital era*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, n.º 2018/10, OECD.
- Cardoso, M., C. Ferreira, J. M. Leiva, G. Nuño, Á. Ortiz, T. Rodrigo y S. Vázquez (2022). *Paying for Inflation Through Consumption and Nominal Wealth: Insights from 4.2 million Bank Clients*, de próxima publicación.
- Chaudhuri, K. (2001). «Long-run prices of primary commodities and oil prices», *Applied Economics*, 33(4), pp. 531-538.
- Comisión Europea (2017). *Communication on strengthening Europe's energy networks*, COM(2017) 718 final.
- Comisión Europea (2022). *REPowerEU: Acción conjunta para una energía más asequible, segura y sostenible*, COM(2022) 108 final.
- Correa-López, M., M. Pacce y K. Schlepper (2019). *Exploring trend inflation dynamics in Euro Area countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1909, Banco de España.
- Csonto, B., Y. Huang y C. E. Tovar (2019). *Is Digitalization Driving Domestic Inflation?*, IMF Working Papers, n.º 2019/271.
- De Loecker, J., J. Eeckhout y G. Unger (2020). «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), pp. 561-644.
- Deane J. P., M. Ó Ciaráin y B. P. Ó Gallachóir (2017). «An integrated gas and electricity model of the EU energy system to examine supply interruptions», *Applied Energy*, vol. 193, pp. 479-490.
- Doepke, M., y M. Schneider (2006). «Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth», *Journal of Political Economy*, 114(6).
- Florentini, G., A. Galesi, G. Pérez-Quirós y E. Sentana (2018). *The rise and fall of the natural interest rate*, Documentos de Trabajo, n.º 1822, Banco de España.
- Forbes, K. J. (2019). *Has globalization changed the inflation process?*, BIS Working Papers, n.º 791, Bank for International Settlements.
- Forbes, K., J. Gagnon y C. G. Collins (2021). *Low inflation bends the Phillips curve around the world*, NBER, Working Papers Series, n.º 29323.
- Gimeno, R., y E. Ortega (2022). *Modelling inflation expectations: the value of mixing information and frequencies*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- González, B., G. Nuño, D. Thaler y S. Albrizio (2021). *Firm heterogeneity, capital misallocation and optimal monetary policy*, Documentos de Trabajo, n.º 2145, Banco de España.
- Goodhart, C., y M. Pradhan (2020). *The Great Demographic Reversal*, Palgrave Macmillan.
- Guerrieri, V., G. Lorenzoni, L. Straub e I. Werning (2021). *Monetary Policy in Times of Structural Reallocation*, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper n.º 2021-111, University of Chicago.
- Hernández de Cos, P. (2022). *El contexto económico tras el inicio de la invasión de Ucrania y la respuesta de política económica*, desayuno de trabajo con el sector empresarial organizado por Hill & Knowlton.
- Izquierdo, M., E. Ley y J. Ruiz-Castillo (2003). *The Plutocratic Gap in the CPI: Evidence from Spain*, IMF Staff Papers, 50(1), pp. 136-155.
- Izquierdo, M., E. Moral-Benito, E. Prades y J. Quintana (2022). *The propagation of worldwide sector-specific shocks*, Documentos de Trabajo, n.º 2213, Banco de España.
- Jordà, Ò., C. Liu, F. Nechio y F. Rivera-Reyes (2022). *Why Is U.S. Inflation Higher than in Other Countries?*, Research from the Federal Reserve Bank of San Francisco, marzo.
- Juselius, M., y E. Takáts (2018). *The enduring link between demography and inflation*, BIS Working Papers, n.º 722, Bank for International Settlements.
- Kataryniuk, I., A. del Río y C. Sánchez Carretero (2021). «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

- Koester, G., E. Lis, C. Nickel, C. Osbat y F. Smets (2021). *Understanding low inflation in the euro area from 2013 to 2019: cyclical and structural drivers*, Occasional Paper Series, n.º 280, European Central Bank.
- Koester, G., y H. Grapow (2021). «The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages», *Economic Bulletin*, n.º 7/2021, European Central Bank.
- Kouvavas, O., C. Osbat, T. Reinelt e I. Vansteenkiste (2021). *Markups and inflation cyclical in the euro area*, Working Paper Series, n.º 2617, European Central Bank.
- Leiva-León, D., H. Le Bihan y M. Pacce (2022). *Nonlinear measurement of underlying inflation in the Euro Area*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- Lis, E., C. Nickel y A. Papetti (2020). *Demographics and inflation in the euro area: a two-sector new Keynesian perspective*, Working Paper Series, n.º 2382, European Central Bank.
- Matea, M. Ll., y A. Muñoz (2022). «El gasto energético de las empresas españolas», Artículos Analíticos, Banco de España, de próxima publicación.
- McKibbin, W., M. Konradt y B. Weder di Mauro (2021). *Climate Policies and Monetary Policies in the Euro Area*, artículo presentado en el ECB Sintra Forum 2021.
- Moessner, R. (2022). *Effect of Carbon Pricing on Inflation*, Cesifo Working Papers, n.º 9563.
- Mohammadi, H. (2011). «Long-run relations and short-run dynamics among coal, natural gas and oil prices», *Applied Economics*, 43(2), pp. 129-137.
- Nuño, G., y C. Thomas (2022). «Optimal Redistributive Inflation», *Annals of Economics and Statistics (special issue on «Advances in Heterogeneous Agents Models»)*, de próxima publicación.
- Pacce, M., I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021). *El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.
- Santabábara, D., y M. Suárez-Varela. (2022). *Carbon pricing and inflation volatility*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.



4

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE EL RETO CLIMÁTICO

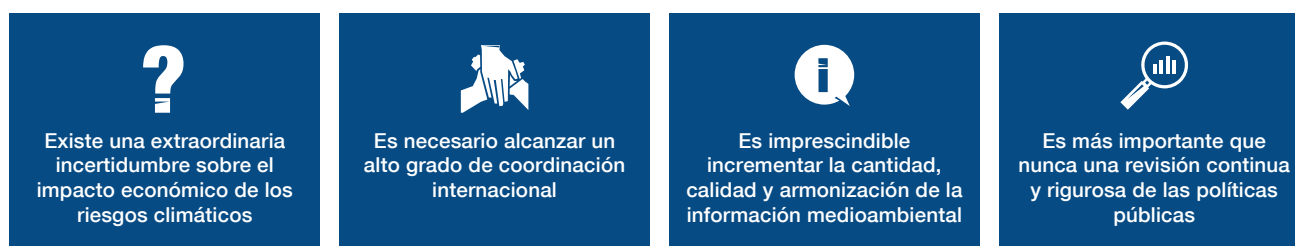
1 Introducción

La lucha contra el cambio climático y la transición ecológica es uno de los mayores desafíos a los que se enfrenta nuestra sociedad. En este capítulo se detalla cómo la mitigación y la adaptación al proceso de calentamiento global implicarán un profundo cambio estructural en nuestro modelo de crecimiento económico, que tendrá implicaciones muy relevantes en prácticamente todos los ámbitos de la actividad.

Existe una extraordinaria incertidumbre en cuanto al impacto que estos retos transformacionales podrían suponer para el conjunto de la economía (véase el epígrafe 2). No obstante, se aprecia un amplio consenso entre los investigadores, que apunta a que, si las emisiones de gases de efecto invernadero no se reducen de forma importante en las próximas décadas, el impacto económico de los riesgos físicos asociados al calentamiento global podría ser muy elevado. Además, el avance hacia una economía de bajas emisiones también implicará algunos riesgos de transición considerables, lo que recomienda llevar a cabo un proceso de transición ordenado, en el que se produzca un alto grado de coordinación internacional.

En los últimos años, nuestro país ha asumido compromisos muy significativos en materia medioambiental (véase el epígrafe 3). Alcanzar los objetivos propuestos —que están en línea con los que también se han establecido en el conjunto de la Unión Europea (UE) y en otras economías avanzadas— supondrá un enorme desafío 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.

Dada la magnitud del reto climático, todas las políticas y todos los agentes económicos deberían contribuir muy activamente en el proceso de transición ecológica (véase esquema 4.1). En particular, los Gobiernos han de desempeñar un papel protagonista en este proceso. Estos gozan de la necesaria legitimidad democrática para establecer la hoja de ruta y disponen, además, del conjunto de instrumentos más amplio y adecuado para alcanzar los objetivos propuestos, en especial en materia fiscal y en el ámbito de la regulación de la actividad económica (véase el epígrafe 4). Es imprescindible que estas políticas públicas aporten

EL PAPEL DE DISTINTOS ACTORES CLAVE ANTE EL RETO CLIMÁTICO...**... EN UN CONTEXTO EN EL QUE...**

FUENTE: Banco de España.

certidumbre a los agentes económicos —en una coyuntura presente y futura tan incierta— y que presten una especial atención a mitigar, de forma temporal, el mayor impacto adverso del cambio climático en el corto plazo sobre los colectivos más vulnerables.

El sistema financiero y los bancos centrales —en el ámbito de sus competencias— también han de contribuir a la transición ecológica. 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 (véase el epígrafe 5). El cambio climático y la transición hacia una economía de bajas emisiones también constituyen un reto considerable para los bancos centrales (véase el epígrafe 6). En particular, estos procesos podrían afectar de forma muy significativa a la conducción de la política monetaria y suponer riesgos relevantes para estabilidad financiera. Todo ello exige que los bancos centrales actúen de

manera decidida tanto en el análisis de las implicaciones económicas y financieras del cambio climático como en materia de regulación de las entidades financieras y de supervisión prudencial. Un ejemplo de las iniciativas que se están desarrollando en este sentido son las pruebas de resistencia ante eventos climáticos adversos que se han empezado a realizar recientemente en colaboración con las entidades de crédito.

2 El calentamiento global y las iniciativas para limitarlo

De acuerdo con el Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC, por sus siglas en inglés), la temperatura global aumenta unos 0,2°C por década y, en la última década, ya se ha situado 1,1°C por encima de los niveles preindustriales. Este grupo de expertos —que desde 1988 aglutina el consenso científico sobre el cambio climático, sus causas, sus repercusiones y las posibles estrategias de respuesta— apunta, además, que el calentamiento del planeta que ha tenido lugar a lo largo de las últimas décadas ha estado originado, casi en su totalidad, por las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) a consecuencia de la actividad humana¹. Entre los GEI antropogénicos, destaca el CO₂, que puede permanecer en la atmósfera y contribuir al calentamiento global durante siglos². Como se puede apreciar en el gráfico 4.1.1, en la actualidad China es el principal emisor mundial de CO₂ (y responsable del 32 % de las emisiones globales en 2020), seguida de Estados Unidos (el 14 %) y de la UE-27 (el 7,7 %). No obstante, con una perspectiva histórica, los Estados Unidos han sido el principal responsable de las emisiones de CO₂ de origen humano que se han producido desde 1850 (a este país corresponden un 25 % del acumulado total), seguidos de la UE-27 (un 18 %) y de China (un 14 %) (véase gráfico 4.1.2).

El IPCC advierte de que, a menos que se produzca una reducción muy significativa de las emisiones de GEI, el proceso de calentamiento global seguirá avanzando, lo que podría tener consecuencias muy graves —algunas potencialmente irreversibles— para el planeta. En efecto, un gran número de estudios ponen de manifiesto que, como consecuencia del calentamiento global, en los próximos años se producirían, entre otros fenómenos disruptivos, un incremento del nivel del mar, un aumento de la frecuencia y de la intensidad de episodios meteorológicos extremos —como olas de calor, sequías, inundaciones, ciclones y huracanes— y una pérdida muy significativa de biodiversidad³. Como se puede apreciar en el gráfico 4.2,

1 Véanse [Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático](#) (2021 y 2022).

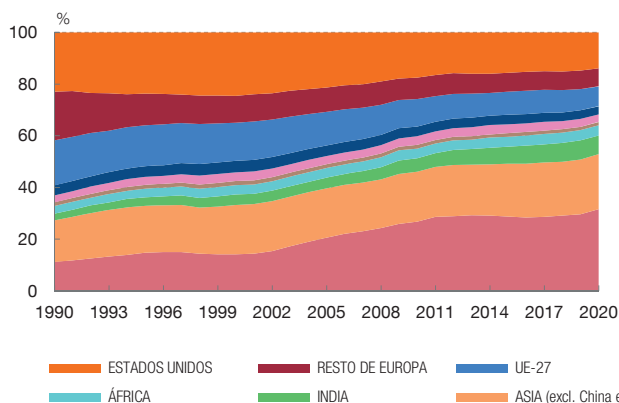
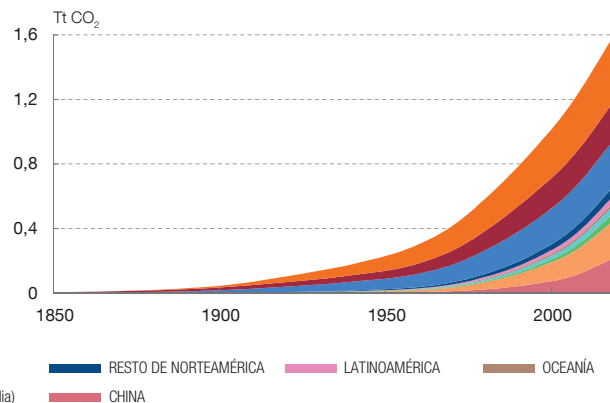
2 Véase [Prentice et al.](#) (2001). A lo largo de este capítulo se hace referencia, casi exclusivamente, a las emisiones de CO₂. En 2019, estas supusieron un 75 % de las emisiones mundiales de GEI. Otros GEI relevantes son el metano (18 %), el óxido nitroso (4 %) y los gases fluorados (2 %). Como en el caso del CO₂, la reducción de estos otros GEI también es objeto de acuerdos a nivel mundial. Por ejemplo, los alcanzados en el COP26 de Glasgow para reducir las emisiones de metano en 2030 en un 30 % con respecto a los niveles de 2020.

3 Sobre la relación entre cambio climático y biodiversidad, véase [Pörtner et al.](#) (2021).

Gráfico 4.1

EVOLUCIÓN DE LAS EMISIONES DE CO₂

Una amplia evidencia científica muestra que el calentamiento global está originado por las emisiones de GEI como consecuencia de la actividad humana, entre los que destaca el CO₂. En la actualidad, China es el principal emisor mundial de CO₂ (y responsable del 32 % de las emisiones globales en 2020), seguida de Estados Unidos (el 14 %) y de la UE-27 (el 7,7 %). No obstante, con una perspectiva histórica, los Estados Unidos han sido el principal responsable de las emisiones de CO₂ de origen humano que se han producido desde 1850, seguidos de la UE-27 y de China.

1 PARTICIPACIÓN EN LAS EMISIONES ANUALES DE CO₂2 EMISIONES ACUMULADAS DE CO₂ (a)

FUENTE: *Our World in Data*.

a Emisiones de CO₂ acumuladas desde 1850, excluidas las que provienen de los cambios del uso de la tierra (LUC, por sus siglas en inglés).



algunos de estos riesgos físicos presentarían una considerable heterogeneidad geográfica.

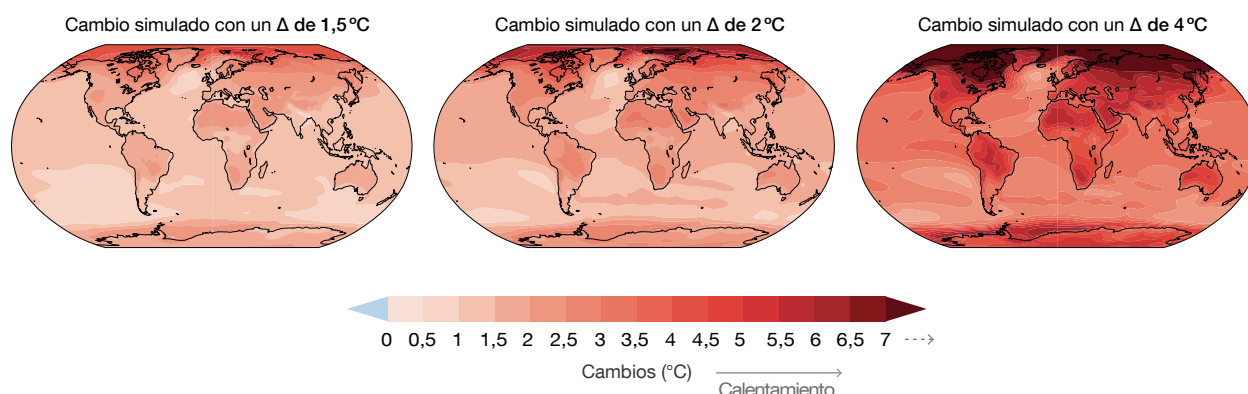
A la luz de esta evidencia, en los últimos años muchos Gobiernos han asumido —de manera tanto coordinada como individual— compromisos medioambientales muy significativos, fundamentalmente en lo que respecta a la reducción de las emisiones de GEI⁴. Entre estas iniciativas, destaca el Acuerdo de París, de 2015, alcanzado en la 21.^a Conferencia sobre el Cambio Climático de las Naciones Unidas (COP21) y ratificado por 191 países. Este acuerdo tiene por objetivo limitar el aumento global de la temperatura en este siglo a 2°C (sobre los niveles preindustriales), si bien también aspira a restringir dicha subida a 1,5°C. Para ello, los distintos países firmantes han adoptado compromisos de reducción de emisiones —las denominadas «contribuciones determinadas a nivel nacional» (NDC, por sus siglas en inglés), cuyo cumplimiento y ambición han de revisarse de forma periódica—.

En el caso de la UE, la coordinación de las acciones para mitigar los efectos del cambio climático y favorecer la transición ecológica se ha articulado

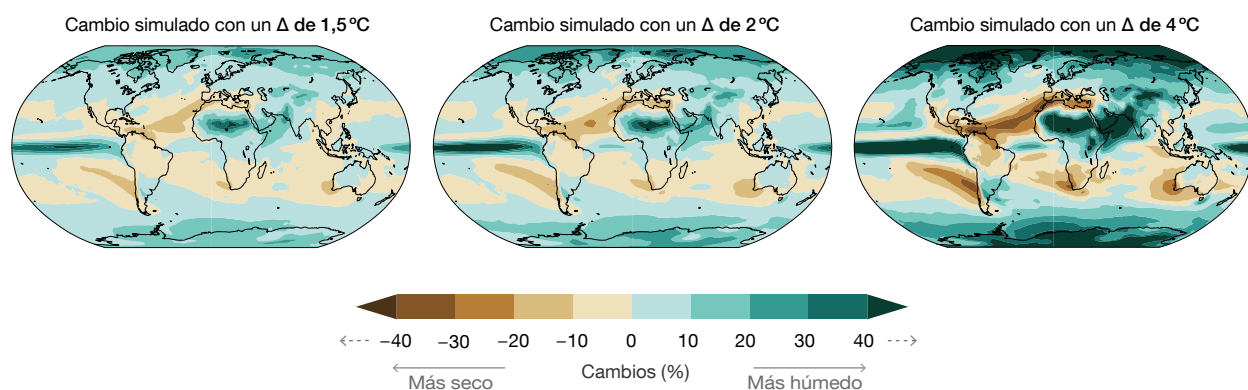
4 Para un análisis de las distintas iniciativas adoptadas en este ámbito a escala internacional y europea, véase Dormido *et al.* (2022), de próxima publicación.

VARIACIONES ESTIMADAS EN LA TEMPERATURA Y EN LAS PRECIPITACIONES GLOBALES EN 2100

1) Cambios anuales de la temperatura (°C), relativos a 1850-1900



2) Cambios anuales de la precipitación (%), relativos a 1850-1900



FUENTE: Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (2021).

principalmente a través del llamado «Pacto Verde Europeo»⁵. Entre dichas actuaciones, destaca la Ley del Clima de la UE⁶, aprobada en junio de 2021, que establece un objetivo legalmente vinculante de cero emisiones netas de GEI en 2050 y obliga —tanto a los Estados miembros como a las instituciones de la UE— a tomar las medidas necesarias para alcanzarlo. La ley también establece un objetivo intermedio, que implica una reducción de las emisiones de GEI para el conjunto de la UE del 55 % en 2030 (con respecto a los niveles de 1990). Para hacer operativos

5 Véase [Comisión Europea](#) (2019). Es importante destacar que el Pacto Verde Europeo no solo trata de cambio climático, sino que también integra otras iniciativas, como la Estrategia de Biodiversidad 2030 [véase [Comisión Europea](#) (2020a)], el Plan de Acción «Contaminación cero para el aire, el agua y el suelo» y el Plan de Acción de Economía Circular [véase [Comisión Europea](#) (2021a)].

6 Véase [Reglamento \(UE\) 2021/1119, de 30 de junio de 2021](#), por el que se establece el marco para lograr la neutralidad climática y se modifican los reglamentos (CE) 401/2009 y (UE) 2018/1999 («Legislación europea sobre el clima»).

estos objetivos, la Comisión Europea (CE) ha propuesto un amplio paquete legislativo, denominado «Objetivo 55»⁷, la mayor parte del cual se encuentra en fase de tramitación.

En el marco de estos compromisos medioambientales, un gran número de Gobiernos han venido introduciendo, en los últimos años, diversas medidas de política económica (véanse secciones 3.1 y 4). Las principales iniciativas desplegadas incluyen, por un lado, distintas intervenciones regulatorias dirigidas a limitar el consumo de energía y a promover el desarrollo y la adopción de fuentes de energía menos contaminantes. Por otro lado, también se han puesto en marcha diversas actuaciones en el ámbito de la política fiscal, con el objetivo de que los agentes económicos internalicen los costes medioambientales que se derivan de sus acciones. Dentro de esta categoría, cabe destacar la creación y la posterior ampliación de los mercados de derechos de emisión (ETS, por sus siglas en inglés) —por ejemplo, en la UE, donde se encuentra el mayor mercado mundial de emisiones de GEI y donde este régimen de comercio de derechos de emisión constituye un pilar fundamental en la política climática de la región⁸—, así como el establecimiento y el endurecimiento de distintos impuestos medioambientales. Además, dentro de la política fiscal, también han proliferado en los últimos años múltiples iniciativas que pretenden impulsar la inversión pública y la privada en nuevas tecnologías que permitan acelerar la transición ecológica. En el caso europeo, destaca, por ejemplo, el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), que aspira a ejecutar 724 mm de euros en proyectos de inversión entre 2020 y 2024, de los cuales un porcentaje muy relevante (un mínimo del 37 %) ha de servir para impulsar la transición ecológica.

En todo caso, pese a las iniciativas desplegadas, aún no se observa la reducción tendencial de las emisiones de GEI comprometida en las actuales NDC, con las cuales la temperatura global a finales de este siglo aún se situaría más de 2°C por encima de los registros preindustriales (unos 2,4 °C) (véase gráfico 4.3). En efecto, el consenso de los expertos científicos apunta a que limitar el aumento de la temperatura global a 2 °C exigiría que el volumen de emisiones de GEI se redujera, a escala global, en un 3,2 % anual en el promedio de los próximos treinta años, reducción que dista significativamente de la comprometida —reflejada en las NDC de la COP26 celebrada en Glasgow en noviembre de 2021—⁹. En este sentido, conviene señalar que la disminución de

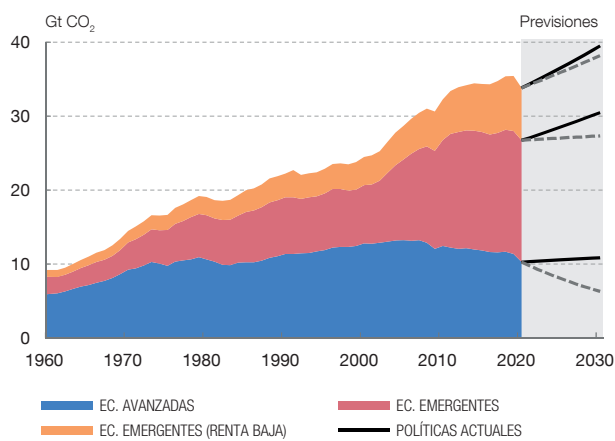
7 Véase [Comisión Europea](#) (2021c).

8 Bajo este régimen, se establece un límite superior —que se va reduciendo en el tiempo— respecto a la cantidad total de GEI que pueden emitir todas las actividades sujetas a esta iniciativa. Una parte de los derechos de emisión asociados a este límite se asigna gratuitamente (de forma transitoria), mientras que el resto se subasta. En todo caso, existe un mercado secundario en el que dichos derechos se pueden intercambiar, lo que determina un precio de mercado para las emisiones de GEI [véase Dormido *et al.* (2022), de próxima publicación].

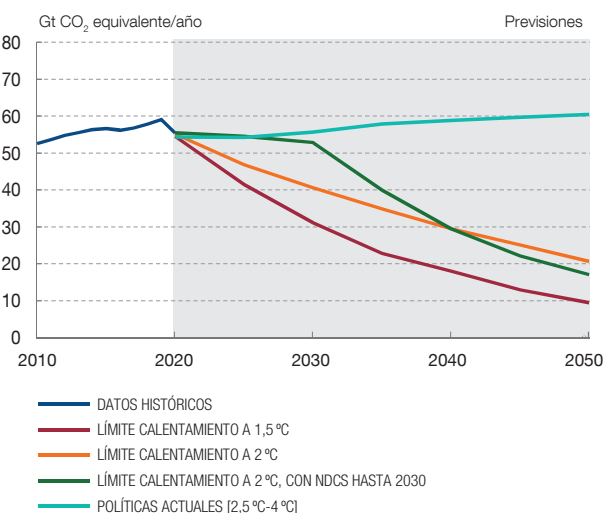
9 Para alcanzar el objetivo más ambicioso de un incremento máximo de la temperatura de 1,5 °C, 151 países, que suponen el 90 % del PIB mundial, se han comprometido a lograr un mundo climáticamente neutro para 2050 (*Climate Ambition Alliance: Net Zero 2050*). En el caso de Estados Unidos, China, la UE y Japón, el cumplimiento de la neutralidad climática con una transición ordenada requeriría acciones más decididas antes de 2030 que las actualmente anunciadas [véase [Nieto](#) (2022)].

EL CALENTAMIENTO GLOBAL Y LAS INICIATIVAS PARA MITIGARLO

El consenso de los expertos científicos apunta a que limitar el aumento de la temperatura global a 2°C exigiría que el volumen de emisiones de GEI se redujera, a escala global, un 3,2 % anual —en promedio— en los próximos treinta años, reducción que dista significativamente de la comprometida en las NDC de la COP26 celebrada en Glasgow en noviembre de 2021.

1 EMISIONES DE CO₂, POR REGIONES (a)

2 EMISIONES ANUALES DE GEI Y ESCENARIOS DE CALENTAMIENTO GLOBAL EN 2100 RESPECTO A LOS NIVELES PREINDUSTRIALES (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Global Carbon Project y Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el cambio climático.

- a Muestra las emisiones de CO₂ procedentes de combustibles fósiles. A partir de 2020, las previsiones corresponden a un escenario con las políticas actuales. Asimismo, bajo las NDC se incluyen, adicionalmente, los compromisos de mitigación a nivel nacional hasta 2030.
- b Los escenarios corresponden a las trayectorias presentadas en la contribución del Grupo de Trabajo III del IPCC (2022) y se expresan en términos de incrementos de temperatura del planeta en 2100 respecto a los niveles preindustriales.



las emisiones mundiales de GEI que se observó en 2020 —una caída del 6,1 %— habría sido eminentemente transitoria, fruto fundamentalmente de la fuerte contracción de la actividad provocada por la pandemia de COVID-19 y de las medidas desplegadas para contener su expansión.

En este contexto, se eleva la probabilidad de que los riesgos físicos asociados al cambio climático puedan llegar a materializarse, pero también de que se manifiesten importantes riesgos de transición si esta tuviera, eventualmente, que acelerarse en el futuro. Al margen de los riesgos físicos vinculados al calentamiento global que se han destacado anteriormente, la transformación hacia una economía con bajas emisiones de carbono también podría traer asociados considerables riesgos de transición. Estos riesgos se derivarían, fundamentalmente, de las propias iniciativas de mitigación puestas en marcha por las autoridades. Así, por ejemplo, en la medida en que muchas de estas actuaciones pueden suponer un aumento de los precios de la energía en el corto plazo, ello podría constituir un riesgo para las rentas y la calidad crediticia de aquellos hogares y empresas que usan más intensivamente los insumos

energéticos. Al mismo tiempo, la propia incertidumbre de los agentes económicos en torno a las políticas públicas y al proceso de transformación estructural que habrían de implementarse en los próximos años podría influir adversamente sobre sus decisiones de consumo y de inversión, sin que puedan descartarse —en un contexto de tan elevada incertidumbre— episodios disruptivos en los mercados financieros. La probabilidad de que estos riesgos se materialicen en el futuro y la intensidad con que lo hagan, dependerán, sin duda, de la velocidad y del grado de orden con que se plantee y se desarrolle la transición hacia una economía baja en carbono. En este sentido, retrasar la transición podría incrementar la necesidad de implementarla de forma más abrupta en un futuro próximo —compárense, por ejemplo, las sendas de reducción de emisiones que serían coherentes con un aumento de la temperatura global de 2 °C cuando este proceso comienza en 2021 o cuando lo hace en 2030 (líneas naranja y verde en el gráfico 4.3.2, respectivamente)—, lo que también aumentaría significativamente los riesgos de transición.

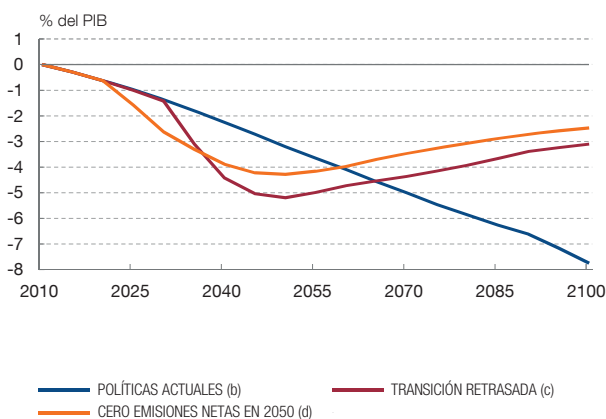
La valoración del impacto económico de los distintos riesgos físicos y de transición asociados al cambio climático está sometida a una extraordinaria incertidumbre, si bien parece existir un cierto consenso en los elevados costes que supondría no ajustar la senda actual de emisiones de GEI y en la conveniencia de hacerlo de forma ordenada. El cambio climático y la transición ecológica son procesos para los que, más allá de la propia incertidumbre científica, no se dispone, desde una perspectiva económica, de referencias lo suficientemente abundantes y generales para evaluar con precisión cómo responderán los distintos agentes a los *shocks* climáticos y a los riesgos de transición, y cómo se retroalimentarán entre sí todo este conjunto de elementos. En este sentido, es preciso interpretar con una extraordinaria cautela los resultados cuantitativos que se derivan de los distintos modelos disponibles que tratan de estimar el impacto económico del cambio climático y de la transición ecológica. Así, por ejemplo, dos de los estudios de referencia en esta literatura —[Nordhaus \(2017\)](#) y [Dietz y Stern \(2015\)](#)— muestran una enorme dispersión en los efectos estimados del calentamiento global, en función de los distintos supuestos considerados¹⁰. En todo caso, desde un punto de vista cualitativo, parece existir un cierto consenso en que no ajustar la senda actual de emisiones de GEI podría tener un coste económico considerable en el largo plazo —en este escenario no habría riesgos de transición, pero sí se materializarían de forma muy acusada los riesgos físicos—, y en que sería conveniente llevar a cabo un ajuste gradual de dicha senda para favorecer una transición ordenada —por ejemplo, no retrasando en exceso el ajuste de las emisiones—. En este sentido apunta, por ejemplo, el informe de la Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero (NGFS, por sus siglas en inglés) (véase gráfico 4.4).

¹⁰ En particular, estos trabajos estiman pérdidas a largo plazo para el PIB mundial que varían entre el 0,7 % en un escenario moderado y el 62 % en un escenario severo.

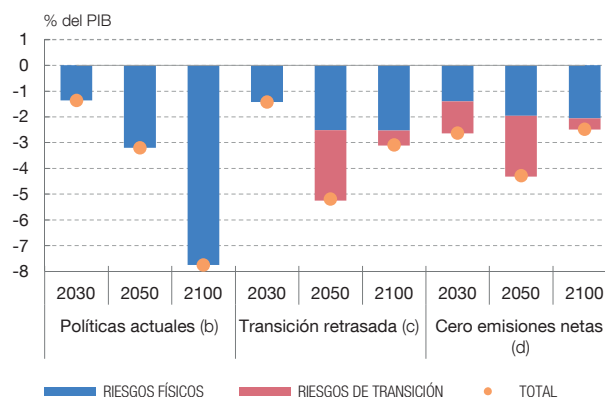
COSTES ECONÓMICOS GLOBALES DE LA MATERIALIZACIÓN DE LOS RIESGOS FÍSICOS Y DE TRANSICIÓN ASOCIADOS AL CAMBIO CLIMÁTICO, BAJO DIVERSOS ESCENARIOS (a)

Según la NGFS, los posibles escenarios difieren según cuándo y con qué intensidad se adopten las medidas de mitigación. Los costes de la materialización de los riesgos de transición son más intensos y anticipados en los escenarios más ambiciosos. Los riesgos físicos dominan en el largo plazo en todos los escenarios e implican mayores costes cuanto más se tarde en implementar las medidas necesarias.

1 PÉRDIDAS ECONÓMICAS MUNDIALES ESTIMADAS



2 DESGLOSE DEL CAMBIO ESPERADO EN EL PIB MUNDIAL



FUENTE: Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero.

- a De entre las distintas opciones que ofrecen los escenarios de la NGFS, se presentan aquí los resultados del modelo IAM REMIND-MAGPIE 2.1-4.2.
- b En este escenario no se adoptan más medidas que las actualmente en vigor, lo que produce un aumento de las temperaturas globales de entre 2,5°C y 4°C en 2100 respecto de los niveles preindustriales.
- c Este escenario supone que las emisiones anuales no decrecen hasta 2030 y que, por tanto, deben implementarse duras políticas para limitar el calentamiento global por debajo de los 2°C en 2100 respecto de los niveles preindustriales.
- d Este último escenario contempla medidas que reducen las emisiones netas a cero en 2050, mientras que el aumento de la temperatura global se mantiene por debajo de los 1,5°C en 2100 respecto de los niveles preindustriales.



Continuar avanzando en la lucha contra el calentamiento global exigirá reforzar la coordinación internacional en este ámbito, teniendo en cuenta las condiciones de desarrollo específicas de cada país. En la medida en que el cambio climático y la transición ecológica constituyen un reto verdaderamente global, se precisa de una respuesta coordinada internacionalmente. Dicha respuesta debe reconocer, no obstante, la diferente capacidad de la que disponen las distintas economías mundiales para ajustar su perfil de emisiones. Así, por ejemplo, la evidencia empírica apunta a que, para países en una fase temprana de su desarrollo, existe una relación positiva entre el crecimiento económico y el aumento de las emisiones de GEI, relación que se invierte una vez que se alcanza un nivel elevado de renta per cápita¹¹. Asimismo, un trabajo reciente del Banco de España¹², que analiza las emisiones de CO₂ en 230 países durante el período 1995-2018, señala que la composición demográfica de las economías es un factor que también afecta

11 Esta relación se conoce como la «hipótesis medioambiental de Kuznets» [véase Dasgupta *et al.* (2002)]. Conviene señalar, no obstante, que algunos trabajos han señalado que esta relación empírica no sería muy robusta [véase, por ejemplo, Stern (2004)].

12 Véase Basso, Jaimes y Rachedi (2022).

a su nivel de emisiones. En particular, se observa que los países con un mayor peso de los jóvenes (de 20 a 30 años) y de las personas mayores de 60 años presentan un menor nivel de emisiones por producto que aquellos con mayor proporción de población en las edades centrales del ciclo vital.

En este contexto, es fundamental que las economías avanzadas apoyen a las emergentes en la adaptación al cambio climático y en su mitigación, pero también, cuando no se alcance un grado suficiente de coordinación, que se articulen mecanismos que eviten la «fuga de carbono». En efecto, es imprescindible que, como establecen algunos de los acuerdos medioambientales que ya se han alcanzado a escala global, las economías avanzadas faciliten a las emergentes los recursos y la tecnología indispensables para que estas puedan acometer también la transición ecológica a un ritmo adecuado que no limite su necesario desarrollo económico. En todo caso, si la coordinación internacional de las políticas climáticas no logra evitar una disparidad significativa entre países en cuanto al grado de ambición de sus iniciativas de mitigación, sería preciso articular instrumentos que eviten que la actividad económica se deslocalice hacia aquellas jurisdicciones con las políticas climáticas más laxas, proceso que se denomina «fuga de carbono». En este sentido, apunta, por ejemplo, el mecanismo de ajuste en frontera por emisiones de carbono propuesto recientemente por la CE¹³. Como señala un trabajo reciente del Banco de España¹⁴, un mecanismo de este tipo podría contribuir considerablemente a evitar que un aumento en la ambición medioambiental de la UE se traduzca en una pérdida de competitividad para sus economías, con lo que se reduciría el impacto negativo sobre el PIB de la transición ecológica.

En cualquier caso, conviene resaltar que un elevado grado de ambición climática, si se materializa de forma sincronizada a nivel mundial, podría provocar cuellos de botella muy significativos en determinados sectores clave para la transición energética. Algunos de estos cuellos de botella ya se estarían observando en la actualidad en determinadas materias primas —como el cobre, el litio, el cobalto o el níquel— que constituyen una pieza fundamental en las políticas de mitigación desplegadas a nivel internacional. Como señalan algunos trabajos¹⁵, estos cuellos de botella podrían intensificarse sensiblemente en los próximos años en el marco de la transición hacia una economía neutra en carbono que un gran número de países han comprometido para mediados de este siglo. Si este fuera el caso, dicho proceso de transición podría verse ralentizado y también podría elevarse considerablemente su coste económico.

13 Como parte del paquete «Objetivo 55», el Ecofin, en su reunión del 15 de marzo de 2022, aprobó el enfoque general de un mecanismo de ajuste de carbono en frontera que asegure la integridad medioambiental de las políticas de la UE y evite las fugas de carbono en un modo compatible con las normas de la Organización Mundial del Comercio [véase [Consejo de la Unión Europea](#) (2022)].

14 Véase, Delgado y Santabárbara (2022), de próxima publicación.

15 Véase, por ejemplo, [Boer et al.](#) (2021).

3 El impacto asimétrico del cambio climático en España

3.1 Los riesgos climáticos y el reto transformacional para la economía española

Existe consenso entre la comunidad científica en que la península ibérica podría verse sensiblemente afectada por los riesgos físicos asociados al cambio climático, y que este impacto sería muy heterogéneo por regiones. La considerable intensidad y asimetría del posible impacto del calentamiento global en nuestro país se pone de manifiesto, por ejemplo, en el informe PESETA IV, elaborado por la CE¹⁶. Entre otros aspectos, este estudio —multidisciplinar y muy granular— ilustra cómo cambiarían la temperatura, las precipitaciones anuales y el estrés hídrico en España y en sus regiones —en comparación con el resto de la UE— bajo distintos escenarios de evolución de la temperatura global (véase gráfico 4.5). En particular, se apunta a que el impacto del calentamiento global en las precipitaciones sería muy heterogéneo en la península, reduciéndose de forma más acusada en el sur, y a que aumentarían de forma notable el número de días y el porcentaje de personas expuestas a escasez hídrica, en especial en el sureste peninsular.

Aunque sujetas a una elevada incertidumbre, estas previsiones apuntan a la necesidad de desarrollar y de implementar una estrategia ambiciosa de mitigación y de adaptación al cambio climático en nuestro país. En términos generales, los pilares fundamentales de dicha estrategia son la [Ley de Cambio Climático y Transición Energética](#), el [Plan Nacional Integrado de Energía y Clima \(PNIEC\) 2021-2030](#), el [Plan Nacional de Adaptación al Cambio Climático \(PNACC\)](#) y la Estrategia de Transición Justa¹⁷. En el marco de este conjunto de iniciativas, de forma coherente con los compromisos alcanzados a escala europea en el Pacto Verde Europeo y en el «Objetivo 55», nuestro país se propone, entre otros objetivos, alcanzar en 2050 la plena descarbonización de la economía y disponer de un sistema eléctrico basado exclusivamente en fuentes de generación de origen renovable. En el proceso de transición hacia este nuevo modelo energético también se establecen, para 2030, unos objetivos mínimos de reducción de emisiones de GEI (una disminución del 23 % respecto a las registradas en 1990), de despliegue de las energías renovables (de forma que supongan un 42 % del consumo de energía final y un 74 % de la generación de electricidad) y de mejora de la eficiencia energética (una disminución del 39,5 % del consumo de energía primaria).

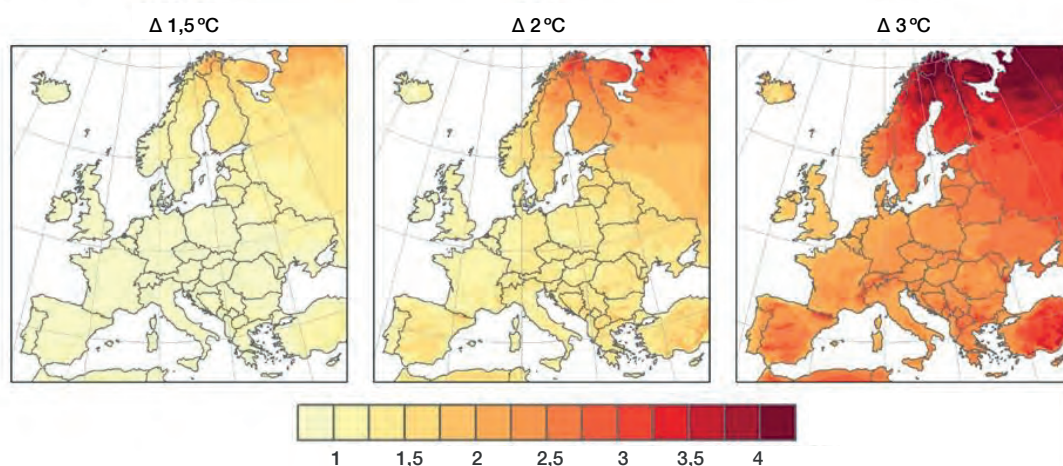
Como parte de esta estrategia, y para alcanzar los compromisos medioambientales adquiridos, será necesario el despliegue, en los próximos años, de un amplio abanico de iniciativas con capacidad para provocar una

¹⁶ Véase [Feyen et al. \(2020\)](#).

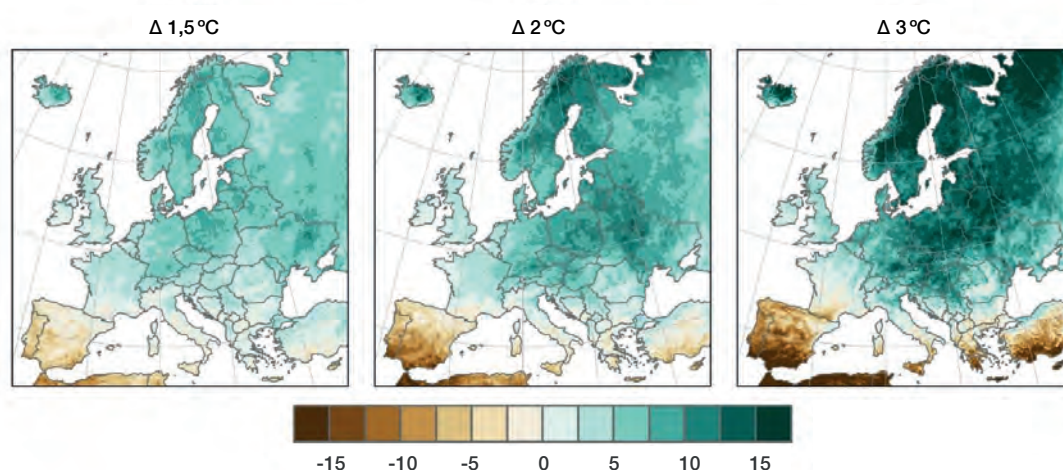
¹⁷ Entre otras iniciativas relacionadas, destacan, además, la [Hoja de Ruta del Hidrógeno Renovable](#), la [Estrategia Española de Economía Circular](#) y la [Estrategia Nacional de Infraestructura Verde y de la Conectividad y Restauración Ecológicas](#).

VARIACIONES ESTIMADAS EN LA TEMPERATURA, PRECIPITACIONES Y RECURSOS HÍDRICOS EUROPEOS EN 2100

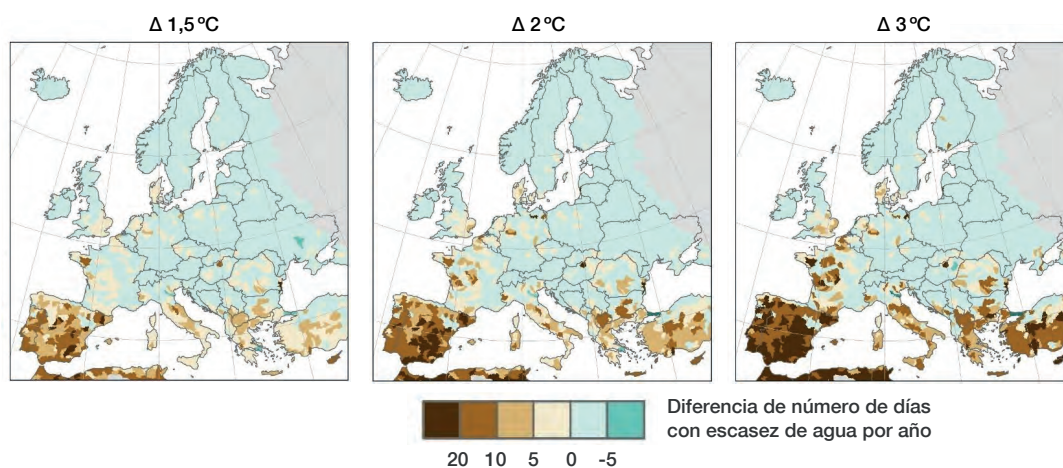
1) Cambios en la temperatura anual promedio (medida en grados centígrados) relativos a 1981-2010 ante tres escenarios de calentamiento global agregado: +1,5°, +2° y +3°



2) Variación en las precipitaciones anuales promedio (en %) relativa a 1981-2010 ante los tres escenarios de calentamiento global



3) Impacto sobre recursos hídricos



FUENTE: JRC PESETA IV.

profunda transformación en el modo en que se desenvuelve la actividad económica y social en nuestro país. Por ejemplo, en el marco de la Ley de Cambio Climático y Transición Energética se proponen cambios notables en los patrones de movilidad y la creación de zonas de baja emisión en las principales ciudades. Asimismo, el PNIEC plantea la necesidad de cambios fiscales que eleven la tributación de las actividades más contaminantes (para más detalles sobre esta cuestión, véase el epígrafe 4). Por su parte, el Código Técnico de la Edificación¹⁸ establece nuevas exigencias en la construcción de los edificios, de forma que estos tengan un consumo reducido de energía. Un pilar fundamental para el impulso de muchas de estas iniciativas será el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR)¹⁹ presentado por el Gobierno en octubre de 2020, que propone destinar a la transición ecológica un 39 % de los recursos que España podría recibir a través del programa europeo *Next Generation EU* (NGEU).

En todo caso, el reto transformacional al que se enfrenta la economía española es de un enorme calado. En España, las emisiones de GEI alcanzaron su máximo en 2008, aproximadamente 18 años después de que lo hicieran en el conjunto de la UE (véase gráfico 4.6.1). Desde entonces, las emisiones en nuestro país se han reducido, en promedio, un 4,1 % anual, hasta situarse en 2020 un 13 % por debajo de los niveles registrados en 1990. Como señala [Serrano-Puente](#) (2021), el principal factor existente detrás de esta caída en las emisiones habría sido el aumento del peso de las renovables en la producción de electricidad —hasta suponer un 43 % del total en 2020—, si bien el cambio en la estructura sectorial de la economía, la especialización en productos menos intensivos en energía y la disminución de las emisiones de los hogares también habrían contribuido a dicha reducción agregada (véase gráfico 4.6.2). En cualquier caso, en 2020 la economía española aún emitió, de forma directa, 274,6 millones de toneladas de GEI²⁰. Estas emisiones supusieron el 7 % del total de las emisiones de la UE —el 0,7 % de las mundiales— y situaron a España como el quinto mayor emisor dentro de la UE —el número 23 de la UE en términos de emisiones per cápita—. Para cumplir con los objetivos establecidos en 2030, las emisiones de GEI de la economía española deberían disminuir a un promedio anual del 1,5 % en los próximos años. Si bien esta tasa de reducción es sensiblemente inferior a la que se ha registrado de media desde 2008, alcanzarla supondrá un esfuerzo incremental adicional que no debe subestimarse. En particular, más allá del extraordinario reto que esto supone a escala agregada —por ejemplo, el porcentaje de generación de electricidad mediante fuentes renovables prácticamente debería aumentar del 43 % en 2020 al 74 % en 2030—, como se ilustra en los siguientes epígrafes, la transición hacia una economía más sostenible

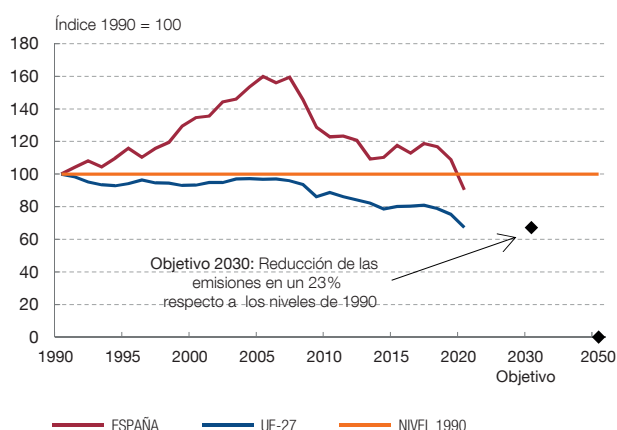
18 Véase [Real Decreto 732/2019](#), de 20 de diciembre.

19 El texto definitivo con información detallada se publicó en abril del 2021. Véase [Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia](#).

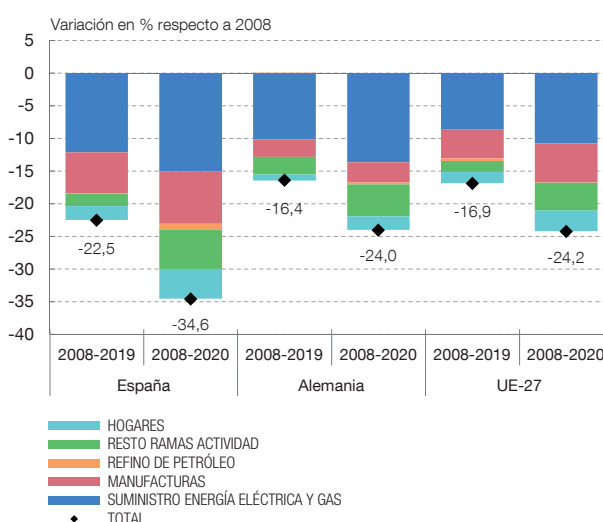
20 Medidas en toneladas de CO₂ equivalente, según datos de avance del INE. Las emisiones de CO₂ fueron 213,3 millones de toneladas, un 77,7 % de total. Otros gases de efecto invernadero, como el metano y el óxido nítrico, representaron, respectivamente, el 14 % y el 6,4 % del total de las emisiones de GEI en España en 2020.

EMISIONES DE GASES DE EFECTO INVERNADERO (GEI): EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIÓN DE LOS DISTINTOS SECTORES

Las emisiones de GEI alcanzaron su máximo en 2008 en España, aproximadamente 18 años después de que lo hicieran en el conjunto de la UE. Desde entonces, las emisiones en nuestro país se han reducido, en promedio, un 4,1 % anual, hasta situarse en 2020 un 13 % por debajo de los niveles registrados en 1990, aún lejos de los objetivos fijados para 2030 y 2050. El factor que más ha contribuido a esta caída en las emisiones ha sido el aumento del peso de las renovables en la producción de electricidad, si bien el cambio en la estructura sectorial de la economía, la especialización en productos menos intensivos en energía y la disminución de las emisiones de los hogares también habrían contribuido a dicha reducción agregada.

1 EVOLUCIÓN DE LAS EMISIONES DE CO₂

2 CONTRIBUCIÓN POR SECTORES A LA REDUCCIÓN DE LAS EMISIONES DESDE 2008



FUENTES: Our World in Data y Eurostat.



implicará un considerable desafío para algunos tipos de sectores, empresas y hogares (véase esquema 4.2).

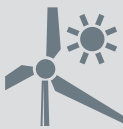
3.2 La heterogeneidad sectorial del desafío climático

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.

De acuerdo con Eurostat, en 2019 la actividad de los hogares —fundamentalmente, relacionada con el transporte y la calefacción— fue responsable de un 20,9 % de las emisiones de GEI en nuestro país (véase gráfico 4.7). El resto de las emisiones se originaron en el sector productivo. Dentro de este, las manufacturas, la agricultura, el transporte y el suministro de energía eléctrica y de gas, sectores que representan aproximadamente el 25 % del VAB de la economía, supusieron casi el 70 % de las emisiones de GEI en 2019.

Las diferencias sectoriales en cuanto al volumen y la intensidad de sus emisiones sugieren que, previsiblemente, la transición ecológica supondrá un

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.

reto muy heterogéneo para las distintas ramas de actividad. Así, por ejemplo, en parte como consecuencia de las diferencias sectoriales en las emisiones de GEI, algunas de las políticas públicas que ya se han desplegado para mitigar el proceso de calentamiento global presentan una incidencia muy asimétrica por ramas de actividad. El sistema europeo de comercio de emisiones (EU-ETS) es un ejemplo concreto de estas asimetrías, pues hasta ahora ha recaído sobre un reducido número de sectores industriales y sobre el transporte aéreo —en los próximos años, se prevé ampliar este sistema, de forma que también incorpore las emisiones asociadas al transporte marítimo, al transporte por carretera y al sector de la construcción de edificios—.

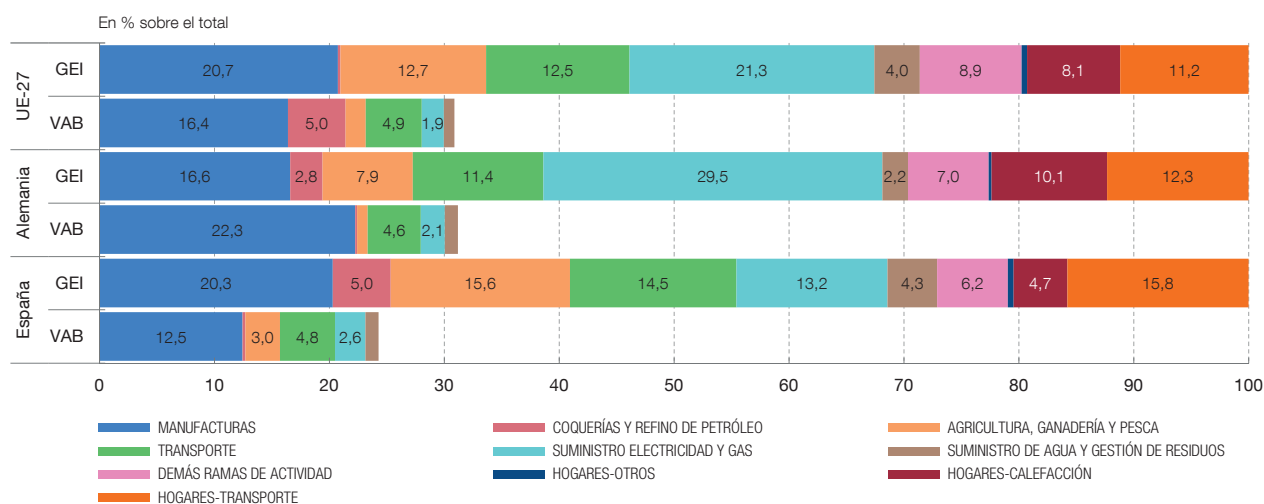
La exposición de un determinado sector al cambio climático no depende solo de sus emisiones directas de GEI, sino también de su intensidad en el uso de energía y de sus vínculos con el resto de los sectores. Como consecuencia de las medidas de mitigación del cambio climático, un sector que emplee mucha energía o utilice muchos *inputs* de sectores de altas emisiones sufrirá, previsiblemente, un mayor incremento relativo de sus costes de producción. Del mismo modo, un sector

Gráfico 4.7

EMISIONES DE GASES DE EFECTO INVERNADERO (GEI): DISTRIBUCIÓN POR SECTORES

Las emisiones directas se concentran en unas pocas ramas de actividad. Las manufacturas, el sector de agricultura, ganadería y pesca, el transporte y el suministro de electricidad y de gas son responsables de casi el 70% de las emisiones GEI en España y en Europa, y generan menos del 25% del VAB en España y en torno al 30% en Europa.

DISTRIBUCIÓN DE LAS EMISIONES GEI Y EL VAB POR SECTORES EN 2019



FUENTE: Eurostat.



que facture una fracción muy importante de su producción a sectores muy contaminantes probablemente tendrá que hacer frente a una mayor caída de su demanda.

Mediante las tablas *input-output* se puede identificar la huella de carbono²¹ de cada sector, de forma que se tienen en cuenta no solo sus emisiones directas de GEI sino también las indirectas —aquellas que se derivan de su intensidad energética y de su participación en las cadenas de valor—. El gráfico 4.8 muestra esta huella de carbono —emisiones directas e indirectas de GEI por cada millón de euros producido— para los diferentes sectores de la economía, distinguiendo entre los que son altamente intensivos en emisiones —por encima de 1.000 Tn CO₂ por millón de euros producido— y los que no lo son. En cuanto a estos últimos, cabe reseñar, por ejemplo, en los casos de la construcción, la elaboración de alimentos y bebidas, la hostelería y el comercio, sectores todos ellos poco intensivos en emisiones directas, pero que tienen una huella de carbono total relativamente elevada, como consecuencia de las emisiones indirectas que se derivan de sus vínculos con otros sectores contaminantes o de su mayor peso relativo en el valor añadido bruto (VAB) total de la economía.

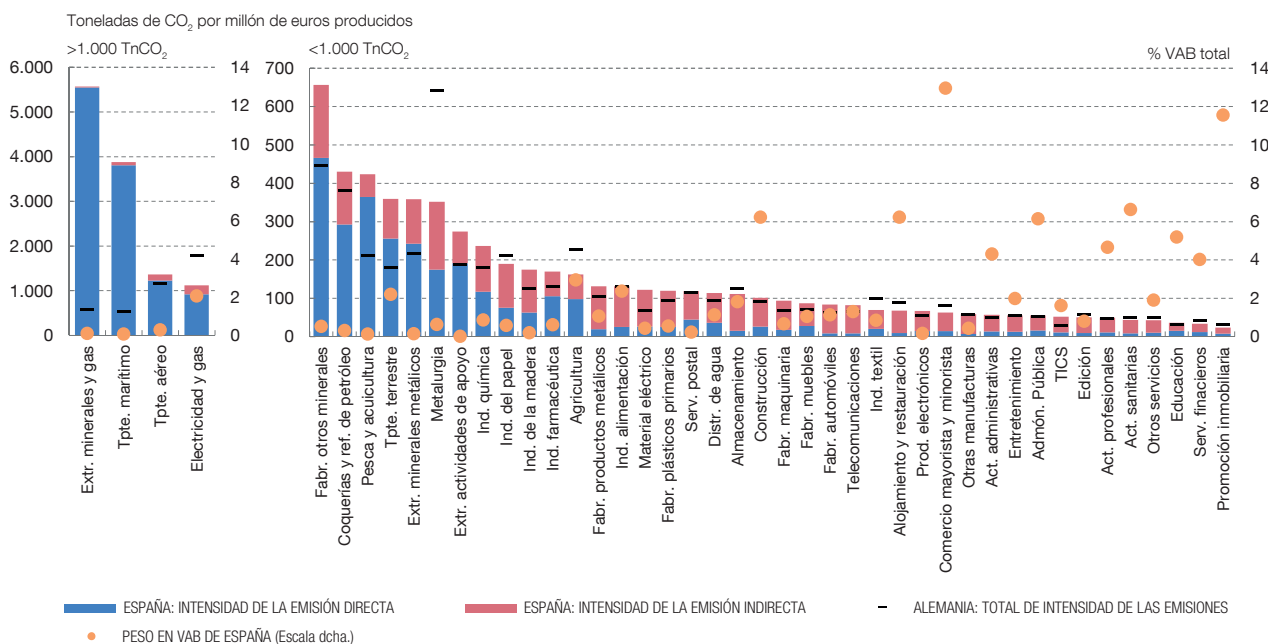
21 Para más detalles sobre la metodología que calcula la huella de carbono de las diferentes ramas de actividad, véase Yamano y Guilhoto (2020).

Gráfico 4.8

INTENSIDAD DE LAS EMISIONES DE GASES DE EFECTO INVERNADERO DIRECTAS E INDIRECTAS EN ESPAÑA

Existe una notable heterogeneidad en la intensidad de las emisiones por sector en España, tanto de las directas como de las indirectas. Estas últimas son las que se derivan del uso de insumos de otros sectores, en especial del energético. Los cuatro sectores más intensivos en emisiones no tienen un peso relevante en el VAB del conjunto de la economía, salvo el de suministro de electricidad y de gas, cuya intensidad de emisiones es menor que en Alemania. Por otro lado, cabe reseñar, por ejemplo, los casos de la construcción, la elaboración de alimentos y bebidas, o la hostelería y el comercio, sectores todos ellos poco intensivos en emisiones directas, pero que tienen una huella de carbono total relativamente elevada, como consecuencia de las emisiones indirectas que se derivan de sus vínculos con otros sectores contaminantes o de su mayor peso relativo en el VAB total de la economía.

INTENSIDAD DE LAS EMISIONES EN LA PRODUCCIÓN (a)



FUENTE: IMF Climate Dashboard.

a La intensidad de las emisiones directas e indirectas se calcula con información referida a 2018 de las emisiones de CO₂ vinculadas al uso de energía de la Agencia Internacional de la Energía (IAE) y las tablas *input-output* globales ICIO-OCDE (2021).



Un modelo sectorial de equilibrio general desarrollado por el Banco de España permite valorar las implicaciones que se derivan del grado de exposición asimétrico al proceso de transición ecológica de las distintas ramas de actividad en la economía española. En particular, el modelo CATS (*CARbon Tax Sectorial model*) del Banco de España²² posee una estructura sectorial muy detallada (51 ramas no energéticas y 2 ramas energéticas: combustibles y electricidad), que incorpora las interrelaciones sectoriales recogidas en las tablas *input-output* descritas anteriormente. Mediante este modelo, calibrado para la economía española, pueden identificarse, entre otros aspectos, los efectos de equilibrio general que se derivan de los cambios en los precios relativos de los productos de las distintas ramas de actividad, que tienen lugar en respuesta a cualquier perturbación, así como la magnitud de los procesos de sustitución que pueden

²² Véase Aguilar, González y Hurtado (2022), de próxima publicación.

producirse entre los diversos *inputs* intermedios y bienes de consumo de la economía.

El principal uso de este modelo es la generación de escenarios de estrés climático de medio plazo, en los que se evalúa la exposición de los distintos sectores productivos ante un aumento en el precio de los derechos de emisión o ante una ampliación de la cobertura del sistema EU-ETS. En particular, para un aumento del precio de los derechos de emisión similar al observado en los últimos años —desde aproximadamente 25 euros por tonelada de CO₂ en 2019 hasta cerca de 100 euros por tonelada a principios de febrero de 2022—, el modelo predice una reducción del nivel de PIB de la economía española de un 0,6 %, en términos acumulados al cabo de tres años. Si además se añadiera una extensión de la cobertura del sistema de ETS para incluir las emisiones de todos los sectores productivos, el modelo predeciría una reducción del PIB de un 1,3 % después de tres años. En todo caso, como se ha mencionado anteriormente, la magnitud de estos impactos agregados ha de interpretarse con una extraordinaria cautela. En particular, el modelo no incorpora algunos aspectos que podrían ser críticos para determinar cuantitativamente las implicaciones de la transición ecológica sobre el conjunto de la economía —por ejemplo, la posibilidad de que los cambios tecnológicos o la implementación de medidas sobre la eficiencia energética a corto plazo se aceleren de manera no lineal ante perturbaciones de gran tamaño—²³. Además, como sucede con otros modelos, los resultados del modelo CATS muestran una elevada sensibilidad a determinados elementos que solo pueden precisarse con una elevada incertidumbre, como la capacidad que tienen los distintos sectores de la economía para sustituir unos *inputs* por otros²⁴, y el destino de los ingresos fiscales que se derivan del sistema ETS²⁵. Frente a estas limitaciones, el modelo CATS sí resulta particularmente apropiado para valorar cualitativamente las asimetrías sectoriales que podría inducir el proceso de transición ecológica. En este sentido, como ilustra el gráfico 4.9, en el primero de los escenarios considerados —un aumento del precio de los ETS—, después de los energéticos, los sectores que se verían más afectados serían otros productos minerales no metálicos, el transporte aéreo y el papel. En cambio, en el segundo de los escenarios diseñados —un aumento del precio de los ETS y una generalización de la cobertura del sistema—, los sectores más afectados, además de los energéticos, serían el de transporte (marítimo, aéreo y terrestre) y el de agricultura, ganadería y pesca.

El modelo CATS también permite valorar en qué medida la estructura sectorial de la economía española y la intensidad de las emisiones de sus sectores

23 En este sentido, resultan una limitación los supuestos simplificadores que el modelo CATS aplica a los sectores energéticos, por los cuales toda la energía eléctrica generada es consumida en el país, mientras que todo el petróleo es importado.

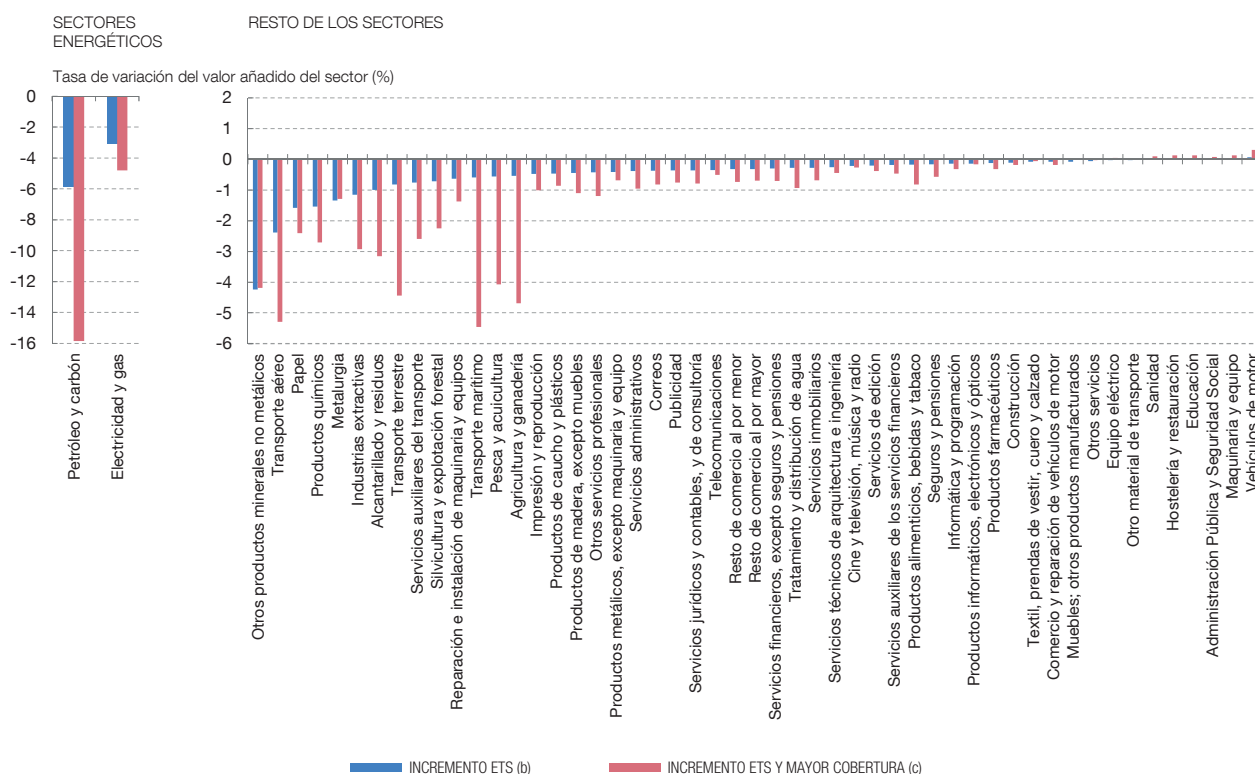
24 Véase [Bachmann et al. \(2022\)](#).

25 Por ejemplo, si esa recaudación se utilizase para reducir los impuestos sobre el trabajo, el impacto agregado sobre el PIB en los dos escenarios analizados pasaría a ser positivo. Con un modelo diferente, [Hinterlang et al. \(2021\)](#) obtienen un resultado similar para Alemania. Véase la discusión al respecto en el epígrafe 4.1.

IMPACTO SECTORIAL DE LAS POLÍTICAS MEDIOAMBIENTALES DE EMISIONES (A TRAVÉS DEL MODELO CATS) (a)

Un aumento del precio de los ETS reduce la actividad de sectores no energéticos como el que produce materiales de construcción y otros productos minerales no metálicos, el transporte aéreo, el papel y los productos químicos. En caso de una mayor cobertura de los ETS, el mayor impacto entre los sectores no energéticos ocurriría en los distintos sectores relacionados con el transporte marítimo, aéreo y terrestre, junto con la agricultura, ganadería y pesca. En ambos escenarios se produce una notable reducción del uso de la energía, debido a su intensidad de emisiones, que es mayor en el caso del petróleo: el encarecimiento de las emisiones acelera la electrificación de la economía.

INCREMENTO DEL PRECIO DE LAS EMISIONES DE CO₂ DE 25 A 100 EUROS POR TONELADA E INCREMENTO DEL PRECIO Y DE LA COBERTURA



FUENTE: Banco de España.

a Véase Aguilar *et al.* (2022).

b Incremento del precio de las emisiones de CO₂, desde 25 hasta 100 euros por tonelada.

c Incremento del precio de las emisiones de CO₂, desde 25 hasta 100 euros por tonelada, y extensión del sistema EU-ETS hasta cubrir todas las emisiones de todos los sectores productivos.



productivos podrían condicionar los costes de la transición ecológica en España frente a los de otros países de nuestro entorno. Como se puede apreciar en los gráficos 4.7 y 4.8, existen algunas diferencias muy significativas entre la composición sectorial y la intensidad de las emisiones de las distintas ramas de actividad de la economía española y las de otras economías de nuestro entorno —como las del promedio de la UE-27 o las de Alemania—. Así, por ejemplo, en términos generales, la intensidad de las emisiones en las ramas de las manufacturas españolas tiende a ser superior a la que presentan esas mismas ramas en Alemania. No obstante, también existen diferencias significativas en sentido opuesto, por ejemplo, en el sector de suministro de energía eléctrica y gas, la metalurgia o la agricultura, donde la intensidad de las emisiones en España es sensiblemente

inferior a la de su equivalente alemán. Por su parte, las intensidades de emisión en el sector de servicios están más alineadas entre las dos economías. De acuerdo con calibraciones alternativas del modelo CATS, en conjunto, estas diferencias no implicarían que el coste para la economía española de los riesgos de la transición ecológica fuera sensiblemente mayor o menor que el de otras economías de nuestro entorno. En otras palabras, si, en conjunto, nuestra estructura sectorial y la intensidad de las emisiones de nuestras ramas de actividad fueran iguales a las de Alemania o a las del promedio de la UE-27, el impacto económico agregado de los riesgos de transición simulados seguiría siendo muy similar.

3.3 Un reto desigual para los distintos tipos de empresas

A finales de 2021, el Banco de España realizó una encuesta para pulsar la opinión de las empresas españolas sobre las implicaciones que el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible tendrían para ellas. La encuesta, en la que participaron unas 5.000 empresas, se realizó a través de un módulo adicional a la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE). En este módulo se preguntó a las empresas sobre el impacto previsto asociado al cambio climático y a la transición ecológica, el horizonte temporal de dicho impacto, el grado de conocimiento y las iniciativas puestas en marcha en este ámbito, los principales riesgos que detectaban y su opinión sobre el papel que las políticas públicas debían desempeñar en este proceso.

La encuesta mostró una percepción relativamente optimista de las empresas españolas en cuanto al impacto directo del reto climático sobre su actividad, aunque con diferencias reseñables según el sector de actividad²⁶. En concreto, en torno a un 35 % de las empresas esperaban que el impacto de este desafío sobre su actividad fuera muy negativo (algo menos del 10 % de las empresas) o moderadamente negativo (un 25 %)²⁷. En todo caso, como cabía esperar a la luz de la evidencia presentada en el epígrafe 3.2, la heterogeneidad por ramas de actividad en la respuesta de las empresas resultó muy elevada. Así, en términos generales, se observó que las empresas que operan en los sectores con una mayor intensidad de emisiones de GEI —como el transporte, la agricultura y las manufacturas— tienden a esperar un mayor impacto negativo sobre su actividad asociado al cambio climático (véase gráfico 4.10)²⁸.

En todo caso, dentro de cada sector, las empresas de menor tamaño evidenciaron estar peor preparadas ante los desafíos climáticos. En particular,

26 Para más detalles sobre los resultados de esta encuesta, véase Izquierdo y Montero (2022), de próxima publicación.

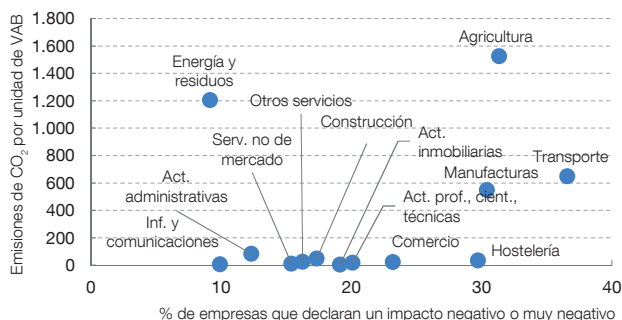
27 Porcentajes sobre el total de empresas que declaraban haber hecho una valoración de estos efectos (aproximadamente, un 65 % del total). Dentro de este grupo de empresas, un 20 % esperaba un impacto positivo, mientras que el 45 % restante esperaba un impacto neutro.

28 Cabe destacar que las empresas del sector energético reportaron estar especialmente bien preparadas para afrontar los desafíos climáticos. En particular, solo el 12 % declaró esperar un impacto negativo sobre su actividad como consecuencia de estos retos.

IMPACTO DEL CAMBIO CLIMÁTICO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y RIESGOS DETECTADOS POR LAS EMPRESAS

De acuerdo con una encuesta realizada en 2021 por el Banco de España para pulsar la opinión de las empresas españolas sobre las implicaciones que el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible tendrían para ellas, las que operan en los sectores con una mayor intensidad de emisiones de GEI —como el transporte, la agricultura y las manufacturas—son las que tienden a esperar un mayor impacto negativo sobre su actividad. Los principales riesgos detectados por las empresas son el potencial aumento en el precio de los insumos energéticos, las mayores obligaciones de información y los cambios en la regulación medioambiental.

1 IMPACTO DEL CAMBIO CLIMÁTICO Y DE LAS EMISIONES, POR RAMAS DE ACTIVIDAD



2 PRINCIPALES RIESGOS PERCIBIDOS POR LAS EMPRESAS Y DIFERENCIAS POR TAMAÑOS (a)



FUENTES: Banco de España (Módulo climático de la EBAE del cuarto trimestre de 2021) y Eurostat (2019).

a Las diferencias por tamaño se estiman una vez tenido en cuenta el impacto de la rama de actividad en la que opera la empresa.



una gran mayoría de las empresas de menor tamaño aún no habría evaluado el impacto potencial sobre su actividad del cambio climático y de la transición ecológica. Además, condicionado a haber hecho esa evaluación, el porcentaje de pequeñas empresas que esperaban un impacto negativo fue casi 8 puntos porcentuales (pp) superior al que presentaban las empresas de mayor tamaño.

Una vez controladas las diferencias por ramas de actividad, las empresas de menor tamaño se mostraron más vulnerables que el resto de las empresas a los problemas que el cambio climático y la transición ecológica podrían suponer en términos de financiación y de pérdida de competitividad (véase gráfico 4.10.2). Más allá de las diferencias por tamaño, también cabe destacar que las empresas de nueva creación se mostraron especialmente preocupadas por la potencial pérdida de valor de sus activos, mientras que las empresas con un mayor nivel de deuda declararon una mayor preocupación relativa por potenciales dificultades en la financiación de su actividad habitual o de nuevos proyectos para enfrentarse al reto del cambio climático. Por su parte, las empresas menos productivas evidenciaron

una mayor preocupación relativa por los potenciales problemas de financiación y de competitividad que podrían sufrir en el futuro, y por el posible aumento del precio de sus *inputs*.

La preocupación por las eventuales presiones inflacionistas que podrían derivarse del proceso de transición ecológica fue, en términos absolutos, el riesgo que un mayor porcentaje de empresas consideraron más relevante para su actividad (véase gráfico 4.10.2). Esto podría ser un reflejo del fuerte repunte de los precios que se ha observado en los últimos trimestres a escala global (para más detalle sobre este episodio, véase el capítulo 3 de este Informe). En efecto, una parte de la inflación reciente podría deberse a la transición climática en curso, en la medida en que, por ejemplo, ha estado parcialmente asociada a la escasez de suministros producida por el cierre de algunas fábricas muy contaminantes en China, a la mayor demanda de gas al acelerarse el abandono del carbón en el *mix* energético y a incrementos muy fuertes en los precios de algunas materias primas —como el litio— que se usan en la fabricación de las baterías eléctricas.

Otro de los principales riesgos asociados a la transición energética que identificaron las empresas fue la posibilidad de sufrir unas mayores cargas administrativas vinculadas a nuevas obligaciones de provisión de información. Para poder avanzar de forma eficiente en el proceso de transición ecológica, resulta imprescindible incrementar el volumen, la calidad y la estandarización de la información disponible sobre la exposición granular de las empresas —en España y en el resto de las economías de nuestro entorno— a los distintos desafíos climáticos. Esto es crucial no solo para las propias empresas —por ejemplo, a la hora de tomar sus decisiones de inversión—, sino también para las autoridades públicas —por ejemplo, para diseñar posibles políticas compensatorias (véase el epígrafe 4.2)— y para el sistema financiero —para asignar eficientemente los flujos de financiación entre sectores y empresas (véanse los epígrafes 5 y 6)—.

En este sentido, cabe reseñar que el denominado «estado de información no financiera» (EINF) que deben elaborar anualmente las empresas españolas, cuyo contenido y alcance se ampliaron de forma significativa tras la Ley 11/2018²⁹, tiene notables áreas de mejora. La CNMV, en su proceso de supervisión de los EINF de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados, identifica anualmente los ámbitos en los que se requieren mayores desgloses y detalla los aspectos identificados para

29 La Ley 11/2018 transpone la Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. A partir de 2021, esta información deben facilitarla unas 3.800 sociedades no financieras en España (las que tienen más de 250 empleados, que es un límite más exigente que el previsto en la directiva, de 500 empleados), si bien existe la posibilidad de exención por pertenencia a grupo europeo.

mejorar la calidad y la comparabilidad de la información³⁰. Con todo, con la regulación actual, persisten tres problemas fundamentales: no existen indicadores armonizados y, los que se publican, se reportan sin un formato digital, lo que dificulta el tratamiento masivo de los datos y la comparación entre empresas; las empresas que pertenecen a un grupo pueden eximirse de ofrecer datos individualizados si el grupo consolidado europeo al que pertenecen los facilita, con lo que se pierde un detalle nacional que es esencial; y las empresas pequeñas y medianas (por debajo de 250 empleados) no tienen obligación de reportar, lo cual supone todo un reto, ya que se hace necesario estimar sus principales indicadores. Para cubrir estas deficiencias, es fundamental diseñar estrategias que permitan recopilar la información necesaria sin imponer un coste excesivo a las empresas, especialmente a las pequeñas.

A nivel nacional, el artículo 32 de la Ley de Cambio Climático también señala obligaciones de divulgación del riesgo del cambio climático para aquellas entidades cuyos valores estén admitidos a negociación en mercados regulados, así como para entidades de crédito, entidades aseguradoras y reaseguradoras, y sociedades por razón de tamaño. El Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en el ámbito de sus respectivas competencias, elaborarán conjuntamente, cada dos años, un informe sobre el grado de alineamiento con las metas climáticas del Acuerdo de París y de la normativa de la UE, basado en escenarios futuros, y sobre la evaluación del riesgo para el sistema financiero español derivado del cambio climático y de las políticas para combatirlo. Este informe se coordinará en el ámbito de la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI).

Dentro del Pacto Verde Europeo, la CE ha puesto en marcha un proceso de reforma de la actual directiva de información no financiera. El primer borrador de la directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD, por sus siglas en inglés) se presentó en abril de 2021 y, una vez superadas varias de las fases de su tramitación, está previsto el comienzo de los debates en el Parlamento Europeo en la primavera de 2022 para su aprobación definitiva. Las principales novedades de la CSRD son la estandarización de los indicadores y la necesidad de que el reporte, que es obligatorio para las empresas europeas de gran tamaño, sea digital. La propuesta de Directiva incluye el mandato al grupo asesor sobre información financiera europea (EFRAG, por sus siglas en inglés) para elaborar los estándares de sostenibilidad en el ámbito europeo. Los primeros indicadores serán comunes a todos los sectores económicos, se aprobarán por un reglamento delegado y entrarán en vigor previsiblemente a partir de 2024. Es importante que estos estándares en materia de sostenibilidad sean compatibles con las normas internacionales que se están desarrollando en el ámbito del Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad (ISSB, por sus siglas en inglés).

30 Los resultados de la supervisión por la CNMV de los EINF de las entidades emisoras de valores se resumen en el «Informe sobre la supervisión de la información no financiera del ejercicio 2020 y principales áreas de revisión del ejercicio siguiente».

3.4 La incidencia asimétrica de la transición ecológica para los hogares

El impacto de los riesgos físicos y de transición asociados al cambio climático podría ser muy dispar entre individuos, en función no solo de su lugar de residencia³¹, sino también, entre otros aspectos, de su estado de salud, edad, nivel educativo y renta. Así, por ejemplo, un gran número de estudios apuntan a que tanto el calentamiento global como los altos niveles de contaminación atmosférica —un fenómeno estrechamente ligado a la emisión de GEI— podrían tener un considerable impacto negativo sobre la salud de las personas, incidencia que sería particularmente adversa en niños, ancianos y personas con enfermedades crónicas³². En el mismo sentido, parece probable que aquellos hogares con un mayor nivel de renta o de formación podrían gozar de un margen de maniobra más amplio para adoptar diversas medidas que les permitan una mejor adaptación a los distintos riesgos vinculados al cambio climático. En particular, los individuos con un mayor nivel de formación estarían mejor preparados para enfrentar episodios en los que se produce una intensa reasignación de la actividad económica entre empresas y sectores³³, episodios que, como se ha detallado en los epígrafes 3.2 y 3.3, previsiblemente tendrán lugar en los próximos años en el marco de la transición hacia un modelo de crecimiento más sostenible.

Entre 2006 y 2020, el hogar medio español presentó un patrón de consumo que generaba 271 kg de CO₂ por cada 1.000 euros de gasto. Esta cifra tiene en cuenta toda la polución generada a lo largo del proceso productivo y se obtiene combinando la Encuesta de Presupuestos Familiares, la información contenida en las tablas *input-output* y las cuentas de emisiones a la atmósfera de cada rama de actividad. A nivel de partidas, se observa que un 20 % de esta huella de carbono se deriva del consumo de los bienes producidos por el sector de suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado, mientras que otro 18 % está asociado al gasto efectuado en bienes producidos por el sector de la alimentación, bebidas y tabaco. En cuanto a su evolución temporal, entre 2012 y 2020 el contenido medio de CO₂ por euro gastado se redujo un 6 % en España —pasó de 281 kg de CO₂ por cada 1.000 euros de gasto a 264 kg—. Por su parte, en una comparativa internacional, se aprecia que la huella de carbono del gasto medio en España se encuentra significativamente por debajo de la observada en Estados Unidos. En particular, entre 2006 y 2018 el hogar medio estadounidense mostró un patrón de gasto que generaba 832 kg de CO₂ por cada 1.000 dólares de gasto, cifra tres veces superior a la española, fundamentalmente como consecuencia de la mayor intensidad de las

31 De acuerdo con [White House](#) (2021), entre 2008 y 2016 una media de 21,5 millones de personas se vieron obligadas a desplazarse anualmente a nivel mundial por motivos relacionados con eventos climáticos extremos. Por su parte, [Rigaud et al.](#) (2018) prevén que, en América Latina, el sur de Asia y el África subsahariana, un 2,8 % de la población tendrá que desplazarse, por algún tipo de evento climático, hasta 2050. Además, según [Desmet et al.](#) (2021), solo por motivos relacionados con la subida del nivel del mar, un 1,46 % de la población mundial se verá obligada a desplazarse antes de 2200.

32 Véanse, por ejemplo, [Holub et al.](#) (2020), [Chay y Greenstone](#) (2003) y Schlenker y Reed-Walker (2016).

33 Véanse, por ejemplo, [Notowidigdo](#) (2020), [Charles et al.](#) (2018) y [Lamo et al.](#) (2011).

emisiones en Estados Unidos en el proceso de producción del sector de suministro de energía eléctrica, gas y agua.

No obstante, el patrón de consumo de los hogares españoles con menores niveles de renta mostró un mayor contenido en carbono. En particular, respecto de los hogares que no perciben rentas, que son aquellos cuyo consumo es más intensivo en bienes con altas emisiones de CO₂, el gasto en consumo de los hogares españoles en la decila inferior de la distribución de la renta conlleva ligeramente menos emisiones: unos 1,15 kg de CO₂ menos por cada 1.000 euros de gasto. En cambio, los hogares en la decila superior de rentas presentan una intensidad de emisiones mucho más reducida: 5,63 kg de CO₂ menos por cada 1.000 euros de gasto que el hogar sin rentas (véase gráfico 4.11.1). Esta relación negativa entre la intensidad de las emisiones en el consumo y los ingresos se debe, fundamentalmente, a que el porcentaje de gasto efectuado en sectores de altas emisiones³⁴ cae con la renta —desde un 8,7 % para los hogares cuya renta se encuentra entre los percentiles 10 y 50 de la distribución, hasta un 8,2 % para los hogares en la decila superior de la renta— (véase gráfico 4.11.2).

La intensidad de las emisiones de CO₂ por euro gastado también varía de manera acusada con la edad. Así, en el período comprendido entre 2006 y 2020, los hogares españoles cuyo cabeza de familia tenía unos 20 años mostraron una mayor huella de carbono en su gasto (19 kg de CO₂ más por cada 1.000 euros) que la de aquellos hogares cuyo cabeza de familia tenía 75 años. El grupo de edad con mayor intensidad de emisiones es el de en torno a 40 años, cuyo gasto excedía en 24 kg de CO₂ por cada 1.000 euros al de en torno a 75 años (véase gráfico 4.11.3). De nuevo, las diferencias por grupos de edad en la intensidad de las emisiones asociadas a su consumo están principalmente vinculadas al distinto porcentaje de gasto que cada tipo de hogar destina a los sectores con altas emisiones (véase gráfico 4.11.4).

La cantidad de emisiones por euro gastado también es mayor entre los hogares españoles con menor nivel educativo, los que no son propietarios de su vivienda, los más numerosos y los que residen en municipios de menor tamaño³⁵. En particular, como muestra el gráfico 4.11.5, entre 2006 y 2020 los hogares que residían en municipios de menos de 100.000 habitantes dedicaron un 9,2 % de su gasto a sectores de altas emisiones, porcentaje que se reduce hasta el 7,5 % en aquellos hogares que residían en municipios con un mayor tamaño. Asimismo, en los hogares con un nivel educativo de Bachillerato o inferior la

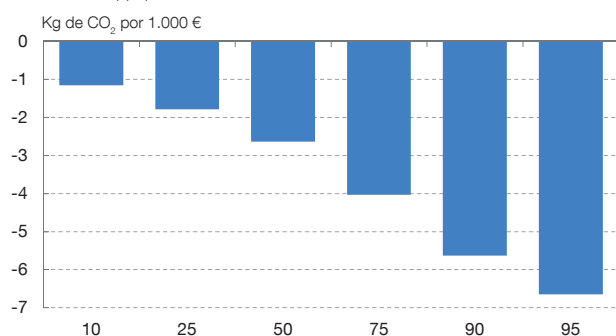
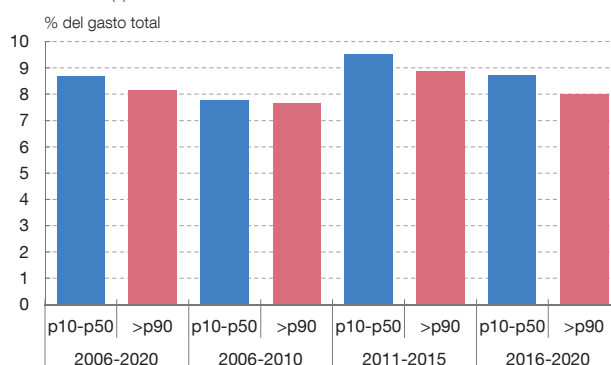
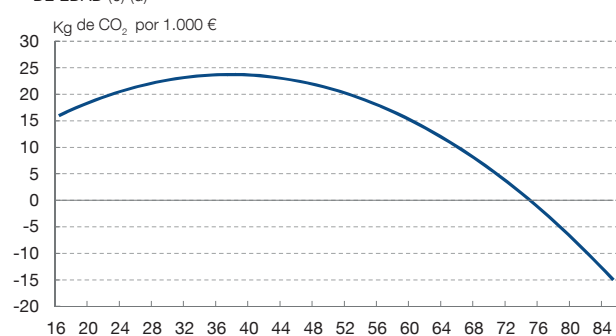
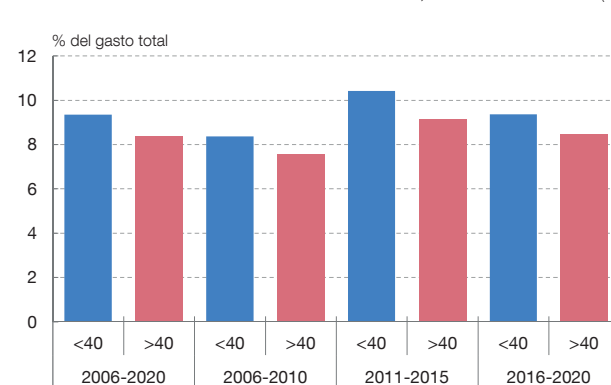
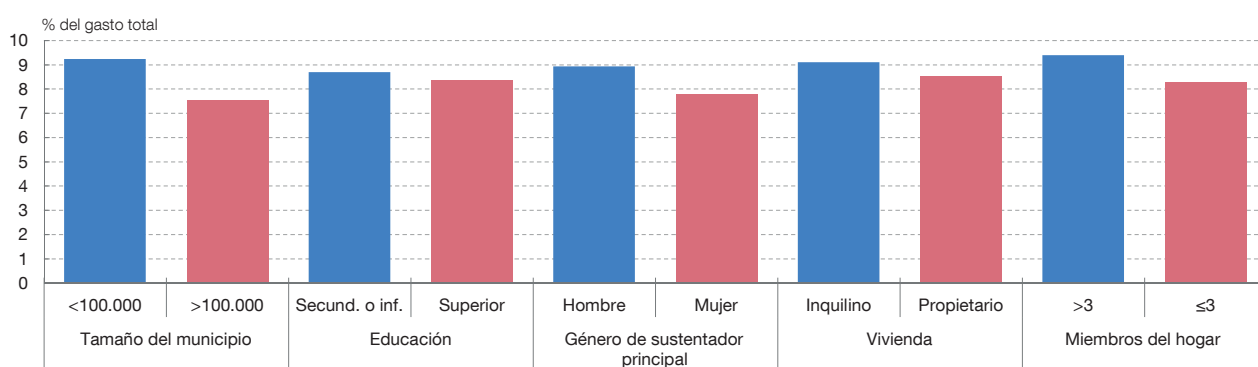
34 Estos son los sectores cuya intensidad de emisiones, medida como kg de CO₂ por cada 1.000 euros de producción, es mayor que la del promedio de todos los sectores (véase gráfico 4.8). En particular, estos sectores incluyen la pesca y la acuicultura, las coquerías y el refino de petróleo, la fabricación de otros productos minerales no metálicos, el suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado, el transporte marítimo y por vías navegables interiores, y el transporte aéreo.

35 Véanse Basso y Pidkuyko (2022) y Basso, Jaimes y Rachedi (2022).

Gráfico 4.11

INTENSIDAD DE LAS EMISIONES Y PROPORCIÓN DEL GASTO CON ALTAS EMISIONES EN LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

Entre 2006 y 2020, el patrón de consumo de los hogares españoles con menores niveles de renta mostró un mayor contenido en carbono. La intensidad de las emisiones alcanza su punto máximo alrededor de los 40 años y disminuye rápidamente después. La parte del gasto en sectores de altas emisiones es mayor entre los hogares con menor nivel educativo, los que no son propietarios de su vivienda, los más numerosos y los que residen en municipios de menor tamaño.

1 VARIACIÓN EN LA INTENSIDAD DE LAS EMISIONES, POR DECILA DE RENTA (a) b)**2 PROPORCIÓN DEL GASTO CON ALTAS EMISIONES, POR DECILA DE RENTA (a)****3 VARIACIÓN EN LA INTENSIDAD DE LAS EMISIONES, POR GRUPO DE EDAD (c) (d)****4 PROPORCIÓN DEL GASTO CON ALTAS EMISIONES, POR GRUPO DE EDAD (c)****5 PROPORCIÓN DEL GASTO CON ALTAS EMISIONES SEGÚN OTRAS CARACTERÍSTICAS SOCIOECONÓMICAS**

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Renta del hogar.
 b Diferencia en la intensidad de las emisiones respecto a los hogares que no perciben rentas.
 c Edad del sustentador principal de la unidad familiar.
 d Diferencia en la intensidad de las emisiones respecto a las unidades familiares cuya cabeza de familia tenía alrededor de 75 años.



DESCARGAR

proporción del gasto dedicado a sectores de altas emisiones fue del 8,6 % en el mismo período, tres décimas más que la de los hogares con un nivel de educación superior. Por su parte, aquellos hogares cuyo cabeza de familia era un hombre dedicaron un 9 % de su gasto a bienes de emisiones elevadas, un porcentaje superior al observado en los hogares cuyo cabeza de familia era una mujer (un 7,8 %).

En suma, existen claros indicios de que los distintos tipos de hogares pueden verse afectados de forma muy dispar por el proceso de transición ecológica.

En particular, 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 las zonas rurales, los que tienen un menor nivel educativo o los que presentan un mayor número de miembros.

A la luz de esta evidencia, 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 por los mayores costes que la transición ecológica les podría suponer (véase el epígrafe 4). Al margen de consideraciones de equidad, la necesidad de desplegar este tipo de medidas compensatorias también estaría justificada en pos de lograr el suficiente e imprescindible consenso social para llevar a cabo el profundo proceso de transformación estructural que la economía y la sociedad necesitan abordar en los próximos años para enfrentar los importantes desafíos climáticos futuros.

4 El papel de las políticas públicas en España

Las políticas públicas, en especial en materia fiscal y en el ámbito de la regulación de la actividad económica, han de desempeñar un papel protagonista en la transición ecológica. Esto es así, en primer lugar, porque los Gobiernos y los Parlamentos son las instituciones que gozan de la necesaria legitimidad para establecer los tiempos y la forma con los que la economía y la sociedad han de acometer la profunda transformación estructural que exigen la mitigación y la adaptación al cambio climático. En segundo lugar, porque las autoridades públicas disponen del conjunto de instrumentos más amplio, granular y adecuado —en comparación con otros agentes— para alcanzar los objetivos propuestos de la manera más eficiente posible, ponderando, al mismo tiempo, consideraciones de equidad. En todo caso, 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.

4.1 La imposición medioambiental

Existe un consenso generalizado en que la imposición medioambiental constituye el mecanismo más eficiente para que los agentes económicos internalicen las consecuencias climáticas de sus decisiones. En efecto, una amplia literatura académica pone de manifiesto que los impuestos medioambientales son el instrumento más adecuado para que los precios que los distintos agentes económicos enfrentan en sus decisiones de producción y de consumo incorporen no solo el coste privado de dichas decisiones, sino también el coste social que se deriva de su impacto medioambiental³⁶. De forma coherente con este análisis, en los últimos años la imposición al carbono ha desempeñado un papel central dentro del conjunto de las iniciativas puestas en marcha por las autoridades de todo el mundo para impulsar la transición ecológica. En particular, destacan la introducción y la posterior ampliación de distintos ETS, así como la modulación de diversos impuestos medioambientales (por ejemplo, los que recaen sobre la energía, los hidrocarburos y el transporte).

España se encuentra, de manera persistente, en el grupo de economías de la UE-27 en las que la fiscalidad medioambiental presenta una menor recaudación relativa (véase gráfico 4.12). La brecha de recaudación en España por este concepto, respecto a la media aritmética de la UE-27, se ha mantenido estable y cercana a 1 pp durante las dos últimas décadas. En concreto, en 2019 España mostró un diferencial negativo de 0,8 pp. Esta menor recaudación se debió, en un 67 %, a los menores impuestos sobre la energía, y en particular sobre los hidrocarburos.

A pesar de que la imposición sobre los hidrocarburos en España es menor que en otros países, los tipos de gravamen no se han incrementado en términos reales en los últimos años (véase gráfico 4.13). Desde 1995, las tarifas nominales de los impuestos especiales sobre el consumo de gasolinas y de gasóleo de uso general en España, que son una cantidad fija de céntimos de euro por litro, se han actualizado periódicamente. Sin embargo, esto no ha supuesto un incremento del tipo de gravamen sobre estos consumos en términos reales, lo que habría favorecido un diferencial negativo en dichos tipos en relación con el conjunto de las economías de la UE³⁷.

Es imprescindible potenciar y mejorar el diseño de la fiscalidad medioambiental en nuestro país, para que la economía española pueda avanzar eficientemente en

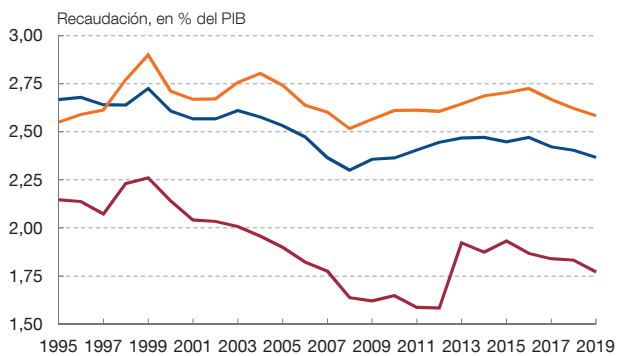
36 Véanse, por ejemplo, Pigou (1932), Fullerton *et al.* (2010) y Stiglitz *et al.* (2017).

37 En estos impuestos, los tipos de gravamen son una cantidad determinada de céntimos de euro por litro de combustible, por lo que, en una comparativa internacional, resulta apropiado ajustar por paridad de poder adquisitivo (PPA).

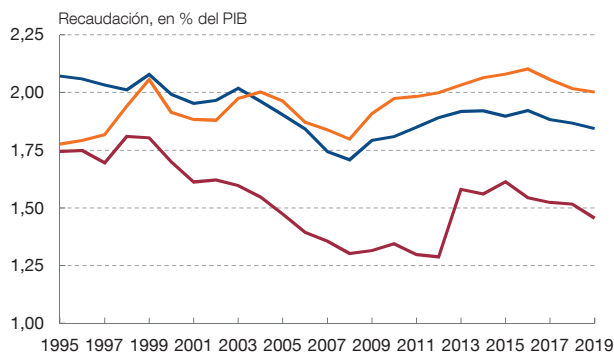
LA FISCALIDAD MEDIOAMBIENTAL EN ESPAÑA EN EL CONTEXTO DE LA UE-27

España se encuentra entre el grupo de economías de la UE-27 en las que la fiscalidad medioambiental presenta una menor recaudación relativa de manera persistente durante las dos últimas décadas. El diferencial de recaudación de España con el promedio de la UE-27 se explica en buena medida por una menor tributación sobre la energía, y en particular por los impuestos sobre los hidrocarburos. Un tercio del diferencial recaudatorio de España se debe a una menor imposición sobre el transporte.

1 IMPUESTOS MEDIOAMBIENTALES

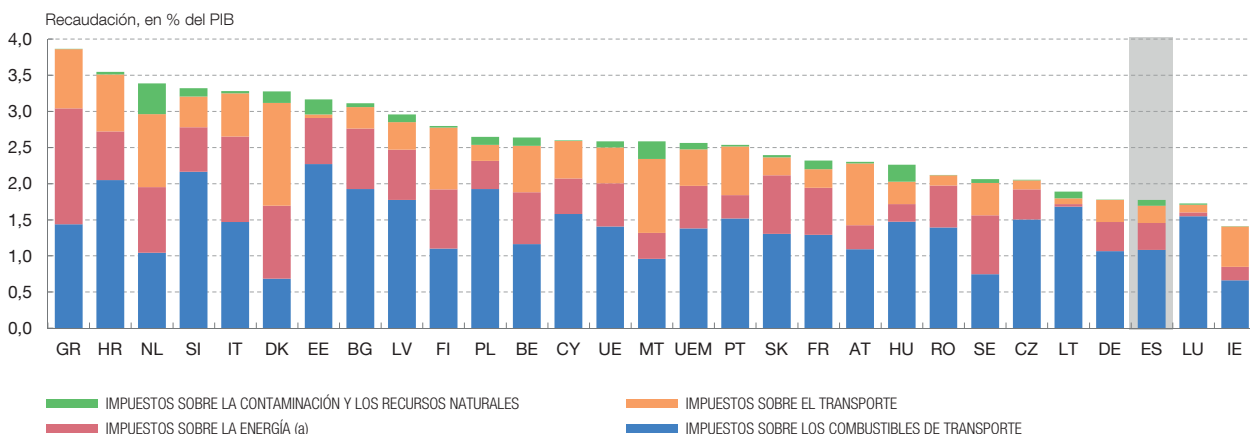


2 IMPUESTOS SOBRE LA ENERGÍA



— ESPAÑA — UE-27 (PONDERADA) — UE-27 (ARITMÉTICA)

3 INGRESOS POR IMPUESTOS MEDIOAMBIENTALES EN LA UE EN 2019



— IMPUESTOS SOBRE LA CONTAMINACIÓN Y LOS RECURSOS NATURALES — IMPUESTOS SOBRE LA ENERGÍA (a)

— IMPUESTOS SOBRE EL TRANSPORTE — IMPUESTOS SOBRE LOS COMBUSTIBLES DE TRANSPORTE

FUENTE: Eurostat.

a Excepto combustibles de transporte.



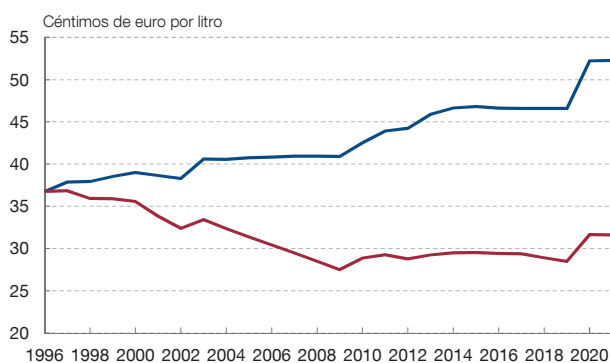
el proceso de transición ecológica. El *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria*³⁸, publicado el pasado mes de marzo —y elaborado por un comité de personas expertas e independientes a petición del Ministerio de Hacienda y Función Pública, con la colaboración del Instituto de Estudios Fiscales—, constituye un punto de partida indispensable de cara a valorar una posible revisión integral de la fiscalidad medioambiental en nuestro país. En particular, en el ámbito medioambiental, este informe plantea un amplio abanico de propuestas y de recomendaciones específicas

38 Véase *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria*.

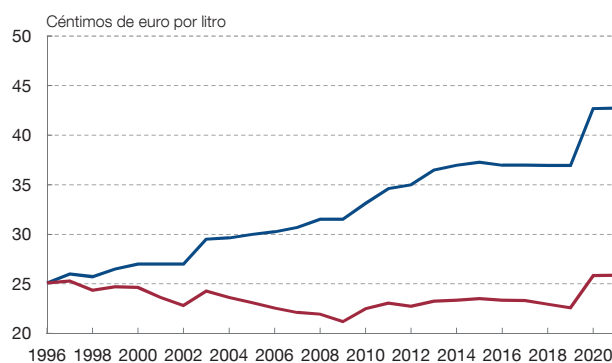
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS EN LOS IMPUESTOS ESPECIALES SOBRE LOS HIDROCARBUROS (1995-2020)

La evolución de los tipos de gravamen de los impuestos especiales sobre los hidrocarburos en España muestra que estos no se han incrementado en términos reales durante el periodo 1995-2020. En términos comparados con las economías de la UE-27, los tipos de gravamen sobre gasolinas y gasóleo de automoción ajustados por paridad de poder adquisitivo (PPA) se encuentran en España por debajo del promedio de la UE-27.

1 TARIFAS DEL IMPUESTO ESPECIAL SOBRE GASOLINAS EN ESPAÑA (a) (b)

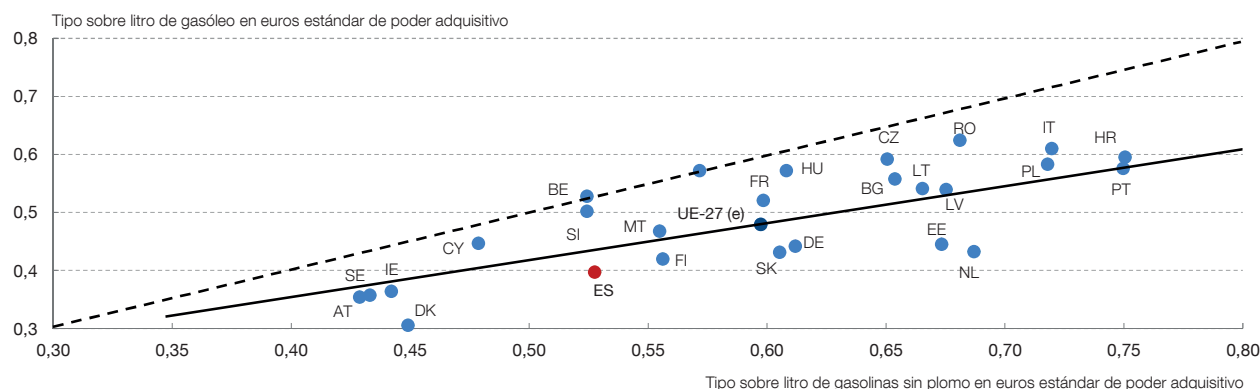


2 TARIFAS DEL IMPUESTO ESPECIAL SOBRE GASÓLEO DE USO GENERAL EN ESPAÑA (a) (b)



— NOMINAL — REAL

3 TIPOS DE GRAVAMEN SOBRE HIDROCARBUROS AJUSTADOS POR PPA EN LAS ECONOMÍAS DE LA UE-27 EN 2020 (c) (d)



FUENTES: Informe Anual de Recaudación Tributaria del año 2020 (AEAT), *Excise Duties Tables-Part II, Energy products and Electricity* (Comisión Europea, 2020) y Eurostat (2021).

- a Las tarifas incluyen tanto el tipo general como el tipo especial del impuesto. El tipo especial incluye el tramo autonómico, que es homogéneo para todas las Comunidades Autónomas desde 2019.
- b Las tarifas reales se obtienen deflactando la tarifa nominal por el deflactor del gasto en consumo final de los hogares y las ISFLSH (índice 1995 = 100).
- c Tipos de gravamen promedio sobre los consumos sujetos a impuestos especiales. Los tipos de gravamen nominales se ajustan por el índice de nivel de precios (PLI, por sus siglas en inglés) para el gasto final de los hogares (UE-27 = 100 en 2020) que resulta de dividir los indicadores de PPA por el tipo de cambio nominal.
- d Regresiones con valores promedios de las tarifas, ajustadas por PPA, vigentes a 1 de julio de 2020 en las economías de la UE-27.
- e UE-27 se refiere a la media aritmética de los tipos, ajustados por PPA, en las economías de la UE-27 vigente a 1 de julio de 2020. En el caso de España, no se incluye el tramo autonómico del tipo especial, que asciende a 0,048 céntimos de euro por litro.



que, en su conjunto, buscan incentivar cambios en el equipamiento y en los patrones de consumo y de movilidad de los hogares, así como el desarrollo y la adopción de tecnologías, bienes de equipo o cambios operativos en las empresas, que permitirían conseguir una reducción de las emisiones contaminantes en nuestro país de manera eficiente.

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. Tanto las propuestas contenidas en el *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria* como la considerable brecha negativa que España mantiene con otras economías de nuestro entorno en cuanto a la recaudación por tributos medioambientales apuntan a que existe un amplio margen para elevar los ingresos de la fiscalidad medioambiental en la economía española. En este sentido, es importante resaltar que la potencia recaudatoria de algunas de las iniciativas tributarias que podrían desplegarse en este ámbito permitirían que los costes que la transición ecológica implicará para la economía española en el corto plazo se vieran sensiblemente mitigados. Por un lado, una mayor recaudación medioambiental podría permitir la posible reducción de otras figuras impositivas que inducen distorsiones importantes sobre el conjunto de la actividad económica. Así, por ejemplo, algunos trabajos³⁹ apuntan a que destinar parte de la nueva recaudación medioambiental a reducir la tributación del trabajo podría tener un considerable impacto expansivo sobre la actividad. Por otro lado, los recursos adicionales que permitiría una mayor fiscalidad medioambiental también podrían servir para desplegar políticas compensatorias que redujeran los costes de transición en el corto plazo para las empresas y los hogares más vulnerables⁴⁰ (véase el epígrafe 4.2). Debe tenerse presente, no obstante, que, si la transición ecológica resultara exitosa, una parte significativa de los ingresos que se derivarían en el corto plazo de una mayor fiscalidad medioambiental tendrían un carácter eminentemente transitorio y que se disiparían gradualmente a medida que los hogares y las empresas se adaptaran a un modelo de crecimiento más sostenible.

4.2 La necesaria atención a los aspectos distributivos

No parece probable que la transición ecológica pueda avanzar a un ritmo adecuado si no se tiene en cuenta, y se mitiga, el acusado impacto asimétrico que este proceso tendrá sobre distintos tipos de sectores, empresas y hogares. En efecto, como se pone de manifiesto en el epígrafe 3, el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible tendrán una incidencia muy heterogénea entre regiones, sectores, empresas y hogares. De hecho, estos procesos tendrán, previsiblemente, un especial impacto adverso sobre algunos de los colectivos de empresas y de hogares que ya son particularmente vulnerables (véanse los epígrafes 3.3 y 3.4, respectivamente), entre otros motivos, porque, dado su patrón de consumo y de producción, estos colectivos se verán relativamente más afectados por un posible incremento de la fiscalidad medioambiental (véase el epígrafe 4.1). En este contexto, es importante tener en cuenta que, aunque la

39 Véanse, por ejemplo, [Hinterlang et al. \(2021\)](#), [Aguilar et al. \(2022\)](#) y [Delgado y Santabárbara \(2022\)](#).

40 Véase, por ejemplo, [Benkhodja et al. \(2022\)](#).

sociedad en su conjunto se muestra dispuesta a abordar con decisión los retos que plantea el proceso de transición ecológica —como muestran diversas encuestas⁴¹—, por razones tanto de eficiencia como de equidad, sería necesario prestar una especial atención a mitigar los importantes efectos distributivos que inducirá dicho proceso. De otro modo, no solo los costes económicos de la transición ecológica podrían ser más elevados, sino que, además, la velocidad y la ambición de dicha transición también podrían verse condicionadas por episodios de contestación social potencialmente disruptivos.

Las autoridades son conscientes de la necesidad de tener en cuenta los aspectos distributivos asociados a la lucha contra el cambio climático y han planteado algunos mecanismos para una transición más equilibrada. Así, por ejemplo, la UE ha dispuesto un Fondo de Transición Justa para adoptar posibles medidas compensatorias en las zonas más afectadas por la transición energética⁴². Asimismo, en España se ha aprobado la Estrategia de Transición Justa, que plantea un amplio abanico de iniciativas para mitigar el impacto negativo sobre determinados colectivos de la transición hacia un modelo económico más sostenible⁴³.

En todo caso, es preciso que las necesarias medidas compensatorias que vayan a desplegarse en el futuro se diseñen cuidadosamente, de forma que se garantice un enfoque focalizado y no se reduzcan los incentivos a disminuir las emisiones contaminantes. En particular, sería deseable que las medidas compensatorias destinadas a los hogares se articulen a través del IRPF y estén condicionadas por su nivel de renta, con el fin de no alterar, en el conjunto de la economía, las señales de precios relativos derivadas de los gravámenes. Además, estas transferencias podrían estar condicionadas por la toma de decisiones de consumo y de inversión coherentes con la transición hacia un modelo económico y social más sostenible. Se trataría, en este sentido, de «cheques verdes», que deberían destinarse, por ejemplo, a la inversión en equipamiento que favorezca una reducción de las emisiones de GEI.

4.3 Inversión pública y subvenciones

Además de desincentivar las actividades medioambientalmente más dañinas —a través de la imposición medioambiental—, la política fiscal también debe desempeñar un papel fundamental en el impulso del cuantioso volumen de inversiones que son necesarias para facilitar la transición ecológica. La CE estima que, para cumplir los objetivos climáticos asumidos en el Pacto Verde Europeo —entre otros, una reducción de las emisiones de GEI del 55 % en 2030—,

41 Véase, por ejemplo, [Centro de Investigaciones Sociológicas](#) (2021).

42 Véase [Comisión Europea](#) (2020b).

43 Véase [Estrategia de Transición Justa](#).

se necesitará un volumen de inversión adicional equivalente a 520 mm de euros por año hasta 2030⁴⁴. En el mismo sentido, en España, la Ley de Cambio Climático pretende movilizar 200 mm de euros a lo largo de la década 2021-2030 para impulsar, entre otras, inversiones en el sector eléctrico, en el transporte y en el sector residencial.

La inversión pública, especialmente en investigación básica, debe ser parte indispensable del proceso de transición ecológica. En un contexto en el que existe una extraordinaria incertidumbre en cuanto a qué tecnologías podrían liderar la transición medioambiental en el futuro y en el que muchos de los rendimientos que podrían derivarse de la inversión en estas nuevas tecnologías no son directamente apropiables, la inversión pública debe desempeñar un papel clave para impulsar la transformación estructural que requiere la economía. Además, como apunta la literatura académica, es precisamente en una coyuntura como la actual cuando la inversión pública tiene un mayor efecto tractor sobre la inversión privada⁴⁵.

En todo caso, la envergadura de las inversiones requeridas hace deseable que, junto con la imposición medioambiental y la inversión pública, también se fomente la inversión privada en tecnologías verdes mediante subvenciones. En este sentido, *Acemoglu et al.* (2016) sugieren que, dada la ventaja relativa de la que gozan —en términos generales— las tecnologías contaminantes sobre las tecnologías verdes en la actualidad, resulta adecuado combinar la imposición sobre las actividades más dañinas medioambientalmente con la subvención de las inversiones en nuevas tecnologías más limpias. De este modo se conseguiría, al mismo tiempo, no retrasar la adopción de estas nuevas tecnologías y evitar una elevación desmesurada de la fiscalidad medioambiental, que podría provocar distorsiones económicas muy significativas.

El PRTR debe suponer una palanca fundamental para impulsar la inversión pública y la privada en nuestro país en los próximos años. De los 69,5 mm de euros que el PRTR español pretende movilizar —en el marco del programa europeo NGEU— en los seis próximos años, está previsto que más de 27 mm de euros se destinen a apoyar la transición verde. En particular, se contemplan inversiones de más de 6.800 millones de euros para aumentar la eficiencia energética de edificios públicos y privados, al tiempo que se prevé invertir 13.200 millones de euros en movilidad sostenible urbana y de larga distancia —por ejemplo, mediante programas que incluyen incentivos a la adquisición de vehículos eléctricos y a la instalación de puntos de recarga, a la mejora de la infraestructura ferroviaria y al desarrollo del transporte público urbano—. También se contempla un impulso a la descarbonización del sector energético mediante la inversión de más de 6.400 millones de euros en tecnologías e infraestructuras limpias.

44 Véase *Comisión Europea* (2022).

45 Véase, por ejemplo, *Alloza, Leiva-León y Urtasun* (2022), de próxima publicación.

Maximizar la capacidad transformadora del programa NGEU requerirá actuaciones decididas tanto en nuestro país como a escala europea. En efecto, como se señala en el capítulo 2 de este Informe, sacar el máximo provecho de este programa exigirá, en nuestro país, seleccionar de manera rigurosa los proyectos de inversión que se han de financiar y complementar dichas inversiones con la implementación de un ambicioso paquete de reformas estructurales. Asimismo, desde una perspectiva europea, podría ser conveniente extender el período contemplado para la petición de préstamos dentro del programa NGEU, para limitar el riesgo de que puedan llegar a discontinuarse algunas de las inversiones necesarias para avanzar en la lucha contra el cambio climático, así como en la digitalización o la autonomía estratégica de la UE. Además, al margen de este programa, también sería deseable el desarrollo de nuevas herramientas a escala europea que permitan financiar con carácter permanente algunas de las necesidades de inversión estructurales —como las asociadas al cambio climático— que son comunes a las distintas economías de la UE.

4.4 Otras intervenciones públicas y la necesidad de una evaluación continua de las políticas

Al margen de la política fiscal, las autoridades públicas también pueden recurrir a otras intervenciones, en el ámbito de la regulación, para impulsar la transición ecológica. Entre estas posibles actuaciones, cabría destacar, por ejemplo, las iniciativas que establecen objetivos de calidad del aire —como la [Directiva de calidad del aire europea](#), que está siendo revisada en la actualidad—, las normas de rendimiento energético en la promoción y renovación de edificios, las normas que exigen ciertos estándares en la fabricación de automóviles⁴⁶ y los objetivos de penetración de fuentes de energía renovable en la generación de energía eléctrica.

En cualquier caso, alcanzar los objetivos medioambientales propuestos sin malgastar recursos y evitando efectos indeseados sobre la actividad exige una evaluación continua de las políticas públicas. Si bien toda política económica debería estar sometida, con carácter general, a una evaluación rigurosa, dicha revisión es más relevante, si cabe, en el ámbito del cambio climático y la transición ecológica, ya que muchos de los instrumentos propuestos son relativamente novedosos, y la dirección y la magnitud de sus posibles impactos, aún muy inciertas. En este sentido, una evaluación adecuada de las políticas públicas requiere, como se avanzaba en el epígrafe 3.3, incrementar el volumen de información granular disponible en materia medioambiental y facilitar el acceso a ella de los investigadores. A modo de ilustración, a continuación se presentan algunos trabajos desarrollados recientemente en el Banco de España que permiten valorar las implicaciones de algunas iniciativas de política económica.

⁴⁶ Por ejemplo, el [Reglamento 2019/631](#) de la UE establece normas sobre las emisiones de CO₂ de la flota de turismos nuevos y de camionetas matriculadas en la Unión.

La lucha contra la contaminación atmosférica, como parte de la lucha contra el cambio climático, podría tener un impacto muy significativo en la salud y en la participación laboral de los españoles. En particular, [Holub et al. \(2020\)](#) demuestran que, para el período comprendido entre 2005 y 2014, existe una relación positiva entre el nivel de contaminación atmosférica en las principales ciudades españolas y la incidencia de las bajas laborales entre los trabajadores afiliados al régimen general de la Seguridad Social. Esta relación positiva es, además, significativamente más acusada en las mayores ciudades de la muestra (de más de 500.000 habitantes). De acuerdo con las estimaciones de este estudio, la reducción en la contaminación atmosférica que se produjo en España durante el período de análisis habría permitido un incremento en la oferta laboral equivalente a 5,58 millones de días adicionales de trabajo y un ahorro de, al menos, 505 millones de euros⁴⁷.

En España, los subsidios a la compra de vehículos eléctricos han tenido un impacto muy heterogéneo por municipios. Una de las principales iniciativas que se han venido desplegando en los últimos años —tanto en España como en muchas otras economías avanzadas— para impulsar la transición ecológica ha sido el fomento de la compra de vehículos de bajas emisiones. Así, por ejemplo, desde febrero de 2009 el Gobierno español ha presupuestado prácticamente 1.000 millones de euros en diferentes versiones del programa MOVES. No obstante, Anghel y Muñoz (2022) apuntan a que, hasta la implementación del programa más reciente —el MOVES III—, estos incentivos a la compra de vehículos de bajas emisiones no habrían elevado significativamente la matriculación de este tipo de vehículos en nuestro país, una vez que se tiene en cuenta la tendencia secular hacia una mayor presencia de estos vehículos en el mercado. Este resultado estaría en línea con [Diamond \(2009\)](#) (que encuentra una escasa relación entre la compra de vehículos eléctricos en Estados Unidos y las ayudas facilitadas por los diferentes estados) y con [Münzel et al. \(2019\)](#) (que, analizando programas de estímulo a la compra de vehículos eléctricos en diferentes países europeos, encuentran un impacto positivo —aunque muy reducido— en las matriculaciones de dichos vehículos). En todo caso, en España estos programas sí parecen haber tenido un impacto positivo sobre la probabilidad de vender coches eléctricos en aquellos municipios con un mayor número de puntos de recarga y con mayor renta per cápita.

Si bien las inversiones en fuentes de energía renovable podrían tener un impacto positivo en el empleo agregado, este no necesariamente tendría que observarse a nivel local. En particular, [Fabra et al. \(2022\)](#) encuentran evidencia de que los municipios españoles que han recibido inversiones en plantas solares o eólicas en los últimos años no habrían experimentado, en general, una reducción significativa del desempleo local.

47 Este cálculo no tiene en cuenta posibles beneficios adicionales, en términos de reducción de la mortalidad y de otros costes asociados a tratamientos médicos. Dado que el impacto de la calidad del aire sobre la oferta laboral es mayor entre trabajadores con peores condiciones de salud o con enfermedades crónicas, estos efectos adicionales podrían ser sustanciales.

5 El papel del sistema financiero

Para movilizar el enorme volumen de recursos que requieren tanto la lucha contra el cambio climático como la transición ecológica, resulta imprescindible la participación activa del sistema financiero. Independientemente de las iniciativas que las autoridades públicas puedan desarrollar —en el ámbito de la regulación de la actividad económica y de la política fiscal— para desincentivar las conductas que suponen una mayor externalidad medioambiental negativa y para impulsar las inversiones sostenibles, en realidad, es el sistema financiero en su conjunto —desde las entidades bancarias a los inversores institucionales y al resto de los intermediarios financieros— el que desempeña un papel fundamental a la hora de canalizar, entre actividades, sectores, empresas y hogares, los recursos que estas actuaciones requieren. Para realizar esta tarea de forma eficiente, 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.

Con el objetivo de que el sistema financiero sirva de palanca para impulsar la transición hacia una economía más sostenible, en los últimos años se ha desarrollado un amplio abanico de iniciativas en esferas muy diversas⁴⁸. Muchas de estas iniciativas tienen como objetivo fundamental incrementar el conjunto de información disponible en cuanto a la exposición de los agentes económicos a los riesgos físicos y de transición vinculados al cambio climático. Dentro de este conjunto de iniciativas, destacan, por ejemplo, las recomendaciones voluntarias elaboradas por la Task Force on Climate-Related Financial Disclosures —que buscan orientar a las empresas sobre la divulgación de información en relación con los riesgos y las oportunidades climáticas⁴⁹— y los trabajos de la CE desde 2018 bajo el plan de acción para la financiación del crecimiento sostenible —en particular, la puesta en marcha del reglamento sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR, por sus siglas en inglés)⁵⁰ y la propuesta de CSRD, que modificará los requisitos actuales de la Directiva de divulgación no financiera—.

Algunas de estas iniciativas están orientadas a establecer y a armonizar la forma en la que el sistema financiero ha de evaluar y procesar los riesgos asociados al cambio climático y a la transición ecológica. En particular, dentro de este conjunto de iniciativas, destacan, en el ámbito global, las desarrolladas bajo la Iniciativa Financiera del Programa de Naciones Unidas para el Medioambiente (UNEP Fi). Entre ellas se encuentran, por ejemplo, los Principios de Inversión

48 Véase [González \(2021a\)](#).

49 Véase Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2017).

50 Véase Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

Responsable, los Principios de Banca Responsable y los Principios para la Sostenibilidad en Seguros. Por su parte, a nivel europeo destaca, entre otras iniciativas, el desarrollo de una taxonomía europea de actividades económicas ambientalmente sostenibles. También cabe señalar la propuesta de Directiva sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad⁵¹. Además, desde la perspectiva de la supervisión y la estabilidad financiera, se han elaborado distintas guías supervisoras y han comenzado a realizarse, a efectos informativos, pruebas de resistencia a las entidades bancarias ante un posible recrudecimiento de los riesgos climáticos (para más detalles, véanse los epígrafes 6.2 y 6.3).

A raíz de estos desarrollos institucionales, pero también —y muy especialmente— como consecuencia de un creciente interés genuino por parte de los inversores, las finanzas sostenibles han experimentado un extraordinario repunte en los últimos años. Esto ha supuesto la introducción y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, como los bonos verdes, los bonos sociales, los bonos de sostenibilidad y los bonos con objetivos vinculados a la sostenibilidad⁵². Como se puede apreciar en el gráfico 4.14.1, desde 2013 hasta 2021 (última información disponible) el volumen de recursos que se ha canalizado en los mercados de renta fija internacionales a través de estos instrumentos verdes y sostenibles ha aumentado de forma muy significativa, en especial desde 2019. En el caso de los emisores españoles, este crecimiento ha sido igualmente notable (véase gráfico 4.14.2). En particular, las emisiones de bonos verdes aumentaron un 83 % en 2021, donde destaca la primera emisión por parte del Tesoro español de un bono verde, en septiembre de 2021.

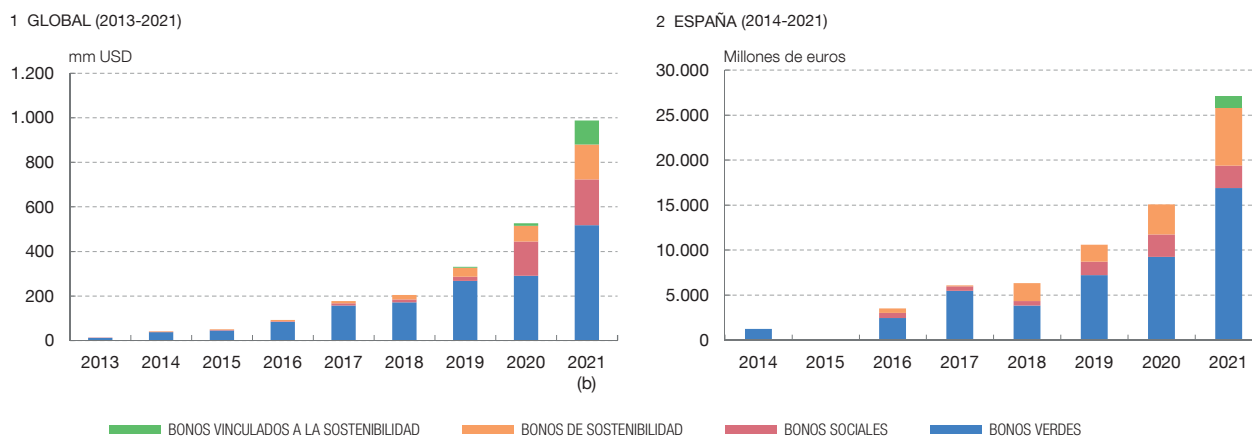
En el ámbito de los mercados de capitales, una de las cuestiones más relevantes en la actualidad es si los precios de los diferentes activos financieros ya incorporan completamente todos los riesgos climáticos a los que están expuestos. Si no lo hicieran, existiría un doble problema. Por una parte, aquellos activos para los que se estuvieran infravalorando los riesgos climáticos, o sobrevalorando los beneficios de la transición ecológica, podrían sufrir ajustes bruscos en su precio en cualquier momento. Por otra parte, se estaría distorsionando la asignación de recursos entre actividades, sectores y empresas, lo que afectaría adversamente a la velocidad y a la eficiencia del proceso de transición ecológica. En todo caso, [Marqués y Romo](#) (2018) señalan que, por el momento, la literatura académica no ofrece una respuesta concluyente en cuanto a si existe o no un

51 Esta [propuesta](#) tiene por objetivo fomentar un comportamiento empresarial sostenible y responsable a lo largo de las cadenas de suministro mundiales.

52 Véase [González y Núñez](#) (2021). Los bonos verdes son aquellos cuyos fondos se utilizan para financiar proyectos directamente relacionados con la sostenibilidad, la preservación de los entornos naturales y la transición a una economía baja en carbono. En el caso de los bonos sociales, los ingresos se aplican a diversos proyectos sociales que buscan promover, por ejemplo, la salud o la educación, y tener un impacto positivo en las comunidades. Por su parte, un bono de sostenibilidad se define como aquel cuyos ingresos se aplican a propósitos ambientalmente sostenibles, una combinación de proyectos verdes y sociales. Por último, un bono vinculado a la sostenibilidad es aquel cuyas características financieras y/o estructurales pueden variar en función de si el emisor alcanza un objetivo predefinido de sostenibilidad (ya sea ambiental, social o de gobernanza).

BONOS VERDES Y SOSTENIBLES (a)

El volumen de recursos que se ha canalizado en los mercados de renta fija internacionales a través de varios instrumentos «verdes y sostenibles» ha aumentado considerablemente en los últimos años, tanto a nivel global como en España.



FUENTES: González y Núñez (2021), con datos de IFF, Sustainable Debt Monitor & CBI y Dealogic.

a Los bonos verdes son aquellos cuyos fondos se utilizan para financiar proyectos directamente relacionados con la sostenibilidad, la preservación de los entornos naturales y la transición a una economía baja en carbono. En el caso de los bonos sociales, los ingresos se aplican a diversos proyectos sociales que buscan promover, por ejemplo, la salud o la educación, y tener un impacto positivo en las comunidades. Por su parte, un bono de sostenibilidad se define como un bono cuyos ingresos se aplican a propósitos ambientalmente sostenibles, una combinación de proyectos verdes y sociales. Por último, un bono vinculado a la sostenibilidad es aquel cuyas características financieras y/o estructurales pueden variar en función de si el emisor alcanza un objetivo predefinido de sostenibilidad (ya sea ambiental, social o de gobernanza).

b Cifras provisionales.



desajuste generalizado en la actualidad en la valoración de los riesgos climáticos que incorporan los precios de los distintos activos financieros⁵³.

Al margen de esta cuestión, las dinámicas más recientes en los mercados de renta fija apuntan a la existencia de una cierta prima «verde». En esta dirección apuntan, por ejemplo, Gimeno y Sols (2020), que encuentran que, en el caso del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y del Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), los bonos verdes han mostrado, en los últimos años, un diferencial de rentabilidad negativo frente a los bonos convencionales del mismo emisor (véase gráfico 4.15.1).

Por su parte, en renta variable, algunos trabajos han identificado la existencia de un factor «verde», que explica el exceso de rentabilidad en bolsa en una medida similar, e incluso superior, a como lo hacen otros factores comúnmente utilizados en la literatura. En particular, Gimeno y González (2022) construyen un factor verde como la rentabilidad de una cartera que mantiene una posición larga en

⁵³ Por ejemplo, Monnin (2018), Hong, Li y Xu (2019) y Kumar, Xing y Zhang (2019) presentan evidencia de una incorrecta valoración de los riesgos climáticos en los activos intensivos en carbono. Sin embargo, Griffin *et al.* (2015) y Gimeno y González (2022) sugieren que los mercados financieros sí que reaccionan a las noticias climáticas.

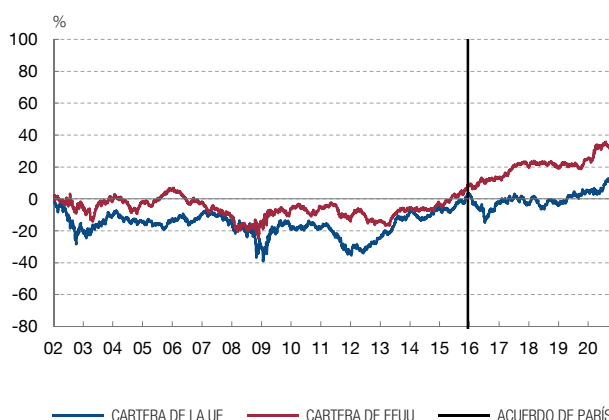
EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD ENTRE ACTIVOS VERDES Y CONVENCIONALES

Las dinámicas más recientes en los mercados de renta fija apuntan a la existencia de una cierta prima «verde» a favor de los bonos verdes y un factor verde en renta variable que tiene un elevado poder explicativo en el exceso de rentabilidad.

1 PRIMA DE BONOS VERDES (a)



2 FACTOR VERDE EN BOLSA (b)



FUENTES: Gimeno y Sols (2020) y Gimeno y González (2022).

- a La prima se calcula como la media de las diferencias entre la rentabilidad de los bonos verdes y la rentabilidad que deberían tener de acuerdo con la curva de rendimientos estimada con los bonos normales.
- b El factor verde se construye como la rentabilidad de una cartera que mantiene una posición larga en activos verdes y una corta en activos menos verdes. Ambas subcarteras se forman equiponderando 50(60) empresas del S&P 500 y EURO STOXX amplio, con baja y alta huella de carbono, y controlando por que en las dos haya el mismo peso por sector y por tamaño.



activos verdes y una posición corta en activos menos verdes (véase gráfico 4.15.2)⁵⁴, y demuestran que este factor —cuya relevancia ha crecido desde el Acuerdo de París— proporciona información relevante para los inversores en bolsa.

De cara al futuro, el progreso de las finanzas sostenibles 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. La disponibilidad de información es clave en este ámbito, y la falta de estándares unificados, así como de obligatoriedad global, hace muy complicado el análisis del grado de sostenibilidad medioambiental de una empresa. La disponibilidad de estándares es de especial importancia en los mercados financieros, y en particular en el caso de los bonos verdes, por los retos asociados al cumplimiento y a la verificación de los compromisos adquiridos por sus emisores —para evitar un posible «ecopostureo»—. En este sentido, el hecho de que, como señalan algunos trabajos⁵⁵, los emisores de bonos verdes no estén reduciendo sus emisiones subraya la necesidad de ir hacia modelos de emisiones que tengan en cuenta toda

54 Ambas subcarteras se forman equiponderando 50 (60) empresas del S&P 500 (del EURO STOXX amplio), con baja y alta huella de carbono, y con iguales pesos por sector y por tamaño.

55 Véase, por ejemplo, Ehlers, Mojon y Packer (2020).

la actividad productiva del emisor y no solo proyectos de inversión individuales⁵⁶. Además, en todo este proceso la verificación también ha de desempeñar un papel muy relevante. Así lo reconoce la CE, que está desarrollando un estándar de bono verde europeo con cuatro pilares fundamentales: alineamiento con la taxonomía, transparencia, revisión externa y supervisión de estos revisores por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

6 El papel de los bancos centrales

El cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible también suponen 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 (véase el epígrafe 6.1), suponer considerables riesgos para estabilidad financiera (véase el epígrafe 6.2) y exigir una respuesta decidida en materia tanto de regulación de las entidades financieras como de supervisión prudencial (véase el epígrafe 6.3). En la medida en que los bancos centrales sean capaces de adaptarse —en el ámbito de sus mandatos— a estos desafíos, podrán contribuir activamente al proceso de transición ecológica. Además, como el resto de los inversores institucionales en los mercados internacionales de capital, los bancos centrales también podrían impulsar el proceso transformacional que demanda la lucha contra el calentamiento global a través de la política de inversión de sus carteras de activos propias (véase el epígrafe 6.4).

6.1 Política monetaria

Existe ya un amplio consenso en que el cambio climático y la transición ecológica podrían afectar a la conducción de la política monetaria a través de diversos canales. Por ejemplo, en la medida en que dichos procesos estructurales puedan inducir cambios en el nivel y en la volatilidad de la inflación, afectar al nivel del tipo de interés real de equilibrio o generar distorsiones en el sistema financiero —en particular, en las entidades de crédito— que dificulten la transmisión de la política monetaria.

Como ha quedado constatado en los últimos trimestres, la transición ecológica puede tener una incidencia muy significativa sobre el nivel de la inflación y, por tanto, sobre la orientación de la política monetaria. En efecto, una parte del fuerte repunte de la inflación que ha tenido lugar a escala global desde principios de 2021 ha estado asociada a las políticas que los diferentes Gobiernos mundiales han venido adoptando recientemente para impulsar la reducción de las emisiones de GEI en sus economías. Así, por ejemplo, tras el anuncio por la Comisión Europea del

⁵⁶ Véase Delgado (2021).

paquete legislativo «Objetivo 55», el 14 de julio de 2021, el precio de los derechos de emisión en la UE se incrementó un 56 % —un 142 % a lo largo de todo el año 2021—, lo que supuso una presión al alza adicional sobre el precio de la electricidad, tanto en los mercados mayoristas como en los minoristas. Como se apunta en el capítulo 3 de este Informe, donde también se analizan el resto de los factores que han estado detrás del actual episodio inflacionista, ante semejantes dinámicas de precios, los principales bancos centrales mundiales han necesitado ajustar sensiblemente el tono de su política monetaria en los últimos trimestres.

La mitigación del proceso de cambio climático y la adaptación de las economías a este no solo afectarían al nivel de la inflación, sino también a su volatilidad. Por una parte, un amplio abanico de estudios señala que, en la medida en que el proceso de calentamiento global está asociado con la ocurrencia de fenómenos meteorológicos adversos cada vez más intensos y frecuentes, los precios de determinados productos —como los alimentos— posiblemente presentarán una mayor volatilidad en el futuro⁵⁷. Por otra parte, las distintas políticas económicas desplegadas para favorecer la transición ecológica también podrían incrementar la volatilidad de la inflación. En este sentido apunta un trabajo reciente del Banco de España. En particular, Santabábara y Suárez-Varela (2022) documentan empíricamente que, en los últimos años, los sistemas de comercio de derechos de emisión introducidos en muchas economías avanzadas han generado una mayor volatilidad de la inflación, fundamentalmente de su componente energético.

Estos procesos estructurales también condicionarían el margen de actuación de la política monetaria convencional, en la medida en que tuvieran un impacto sobre el tipo de interés real de equilibrio (r^*)⁵⁸. Desde un punto de vista conceptual, en principio, este impacto podría ser tanto al alza como a la baja. Por un lado, la materialización de los riesgos físicos vinculados al cambio climático y la mayor incertidumbre asociada con la transición ecológica presionarían el nivel de r^* a la baja, como resultado de caídas en la productividad laboral, de aumentos en la mortalidad y de un incremento en el ahorro por motivo de precaución. Por otro lado, el tipo de interés real de equilibrio podría aumentar debido al fuerte incremento que habría de producirse en la demanda de fondos para financiar los múltiples proyectos de inversión que será necesario acometer de cara a modificar estructuralmente los patrones de producción y de consumo actuales. A su vez, es posible que estas inversiones también provoquen un notable aumento de la productividad agregada y del r^* . Por el momento, aún existe una considerable incertidumbre respecto a cuál de estos canales sería cuantitativamente más relevante⁵⁹. En todo caso, si el efecto

57 Véase [European Environment Agency](#) (2021).

58 Los tipos de interés naturales o de equilibrio son aquellos que prevalecen cuando la economía se mantiene en su nivel potencial y la inflación se encuentra estable en su objetivo. Para más detalles acerca del concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria del tipo de interés natural, véase [Galesi, Nuño y Thomas](#) (2017).

59 Véanse, por ejemplo, [Cantelmo](#) (2020) y [Brand et al.](#) (2018).

neto final implicara una reducción del r^* , los tipos de interés alcanzarían el límite inferior efectivo con mayor frecuencia en el futuro, lo que limitaría el espacio para las herramientas convencionales de política monetaria.

La transmisión de la política monetaria podría verse, además, afectada. Si la creciente materialización de los riesgos físicos asociados al cambio climático provocara pérdidas que indujeran un deterioro apreciable en los balances de las entidades de crédito (véase el epígrafe 6.2), la transmisión bancaria de las decisiones de política monetaria se vería perjudicada⁶⁰. Estos efectos adversos serían aún mayores si, además, se produjeran aumentos bruscos de las primas de riesgo crediticio —por ejemplo, como consecuencia de una revisión repentina de los riesgos financieros relacionados con el clima— que, entre otras implicaciones, tuvieran una incidencia negativa sobre las garantías proporcionadas por las entidades en las operaciones de política monetaria⁶¹.

Como consecuencia de todo ello, los principales bancos centrales mundiales han comenzado a integrar consideraciones relacionadas con el cambio climático y la transición ecológica en la determinación y en la implementación de su política monetaria, si bien este proceso se encuentra aún en una etapa muy temprana⁶². A modo de ejemplo, cabe señalar que el Banco de Inglaterra publicó en 2020 su primera divulgación financiera relacionada con el clima, en la que estableció su enfoque de cara a la gestión de los riesgos climáticos en sus operaciones⁶³. Por su parte, la Reserva Federal estadounidense se encuentra desarrollando, en la actualidad, diversos escenarios para incorporar los riesgos financieros asociados con el cambio climático en sus modelos económicos⁶⁴.

El Banco Central Europeo (BCE) se ha comprometido a desarrollar un ambicioso plan de acción hasta 2024 para incluir consideraciones climáticas en seis áreas clave de su marco de política monetaria⁶⁵. En primer lugar, en sus evaluaciones de política monetaria y en la modelización macroeconómica, acelerando el desarrollo de nuevos modelos y realizando análisis teóricos y empíricos para seguir de cerca las implicaciones del cambio climático en la economía, en el sistema financiero y en la transmisión de la política monetaria. En segundo lugar, en el marco estadístico, mediante el desarrollo de nuevos indicadores experimentales que cubran los instrumentos financieros verdes y la huella de carbono de las

60 Véanse Álvarez *et al.* (2022) y Alogoskoufis *et al.* (2021a).

61 Véase, por ejemplo, el discurso de Isabel Schnabel, «Climate Change and monetary policy», de 17 de diciembre de 2020.

62 Véanse Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero (2020b) y González y Núñez (2021).

63 Véase «The Bank of England's climate-related financial disclosure 2020», Banco de Inglaterra, 18 de junio de 2020.

64 Véase el discurso de Lael Brainard, «Building Climate Scenario Analysis on the Foundations of Economic Research», Reserva Federal de Estados Unidos, de 7 de octubre de 2021.

65 Véase «El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria», nota de prensa del Banco Central Europeo, de 8 de julio de 2021.

instituciones financieras, así como su exposición a los riesgos físicos relacionados con el clima. En tercer lugar, en relación con la introducción de requisitos de divulgación de información sobre los activos del sector privado, ya sea como un nuevo criterio de elegibilidad o como base para un tratamiento diferenciado a efectos de su presentación como activos de garantía y de las compras de activos⁶⁶. En cuarto lugar, en las capacidades de evaluación de riesgos, sometiendo el balance del Eurosistema a pruebas de resistencia climática. En quinto lugar, en los marcos de valoración y de control de riesgos de los activos de garantía aportados por las entidades de contrapartida en las operaciones de crédito del Eurosistema. En sexto lugar, en el programa de compras de activos del sector empresarial, incorporando —con arreglo a su mandato— criterios climáticos en el marco de asignación de las compras de bonos corporativos y divulgando —a partir del primer trimestre de 2023— información sobre el clima.

6.2 Estabilidad financiera

El sector bancario está expuesto a los riesgos derivados del cambio climático y de la transición ecológica, fundamentalmente, a través del crédito concedido a las actividades productivas⁶⁷. Así, por ejemplo, los riesgos físicos vinculados a la materialización de eventos climáticos extremos, al mermar previsiblemente el valor de los colaterales inmobiliarios y la productividad de las empresas localizadas en las geografías afectadas, pueden dañar la calidad de una parte de los préstamos que los bancos han concedido⁶⁸. Asimismo, la adopción por las autoridades públicas de impuestos y de subsidios para facilitar la transición energética también puede condicionar la rentabilidad y la liquidez de los prestatarios, y, por tanto, su capacidad para cumplir con los compromisos financieros que han asumido con las entidades de crédito.

Una posibilidad para estimar el grado de exposición del sector bancario a los riesgos de transición consiste en analizar la distribución del crédito extendido a las empresas en función de la intensidad de sus emisiones. De acuerdo con este enfoque, en España, cerca del 17 % de las exposiciones de crédito a las actividades productivas en 2018 correspondían a empresas pertenecientes a los sectores con mayores niveles de emisiones, porcentaje ligeramente inferior al registrado en el promedio del área del euro (véase gráfico 4.16.1). Por otra parte, un

66 Véase, «El BCE aceptará como activos de garantía bonos vinculados a criterios de sostenibilidad», nota de prensa del Banco Central Europeo, de 22 de septiembre de 2020.

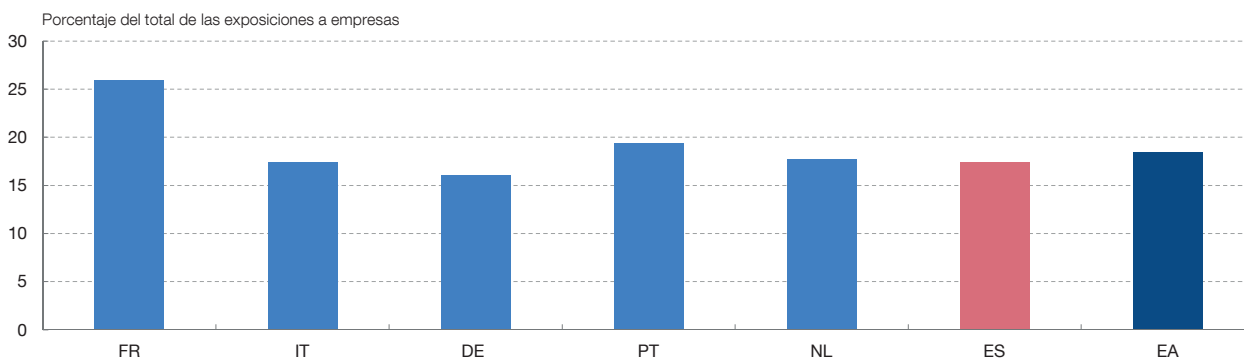
67 Una amplia literatura, institucional y académica, analiza esta exposición. Véanse, por ejemplo, [Basel Committee on Banking Supervision](#) (2021a), [Financial Stability Board](#) (2021), [Hansen](#) (2022) y [Roncoroni et al.](#) (2021).

68 En principio, el sector asegurador y, en su caso, los marcos públicos para hacer frente a catástrofes naturales permitirían mitigar el impacto de estos riesgos físicos, evitando su concentración en sectores y en geografías concretos. No obstante, el alcance global y la magnitud de dichos riesgos supondrán, previsiblemente, unos costes de mutualización demasiado elevados como para permitir una cobertura completa de aquellos a través de estos mecanismos de aseguramiento.

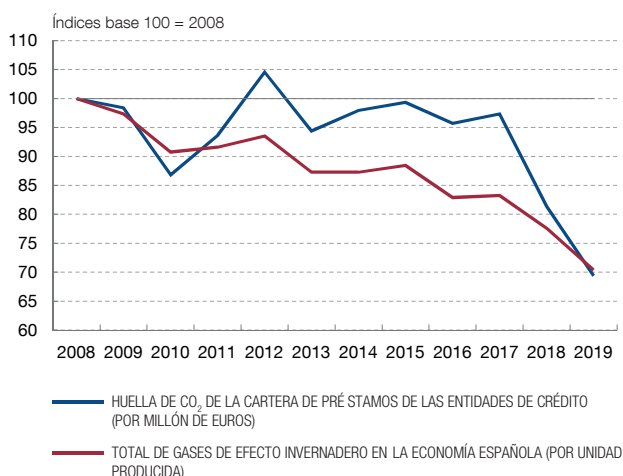
EXPOSICIÓN DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL A LOS RIESGOS CLIMÁTICOS DE TRANSICIÓN

En España, cerca del 17 % de las exposiciones de crédito a las actividades productivas en 2018 correspondían a empresas pertenecientes a los sectores con mayores niveles de emisiones, porcentaje ligeramente inferior al registrado en el promedio del área del euro. La intensidad de la huella de carbono en la cartera de préstamos de las entidades de crédito españolas se ha reducido de forma apreciable en los últimos años, en coherencia con la reducción en la intensidad de emisiones GEI en el conjunto de la economía española, pero también con una ligera recomposición de la cartera de préstamos de las entidades de crédito españolas hacia las ramas de actividad menos contaminantes.

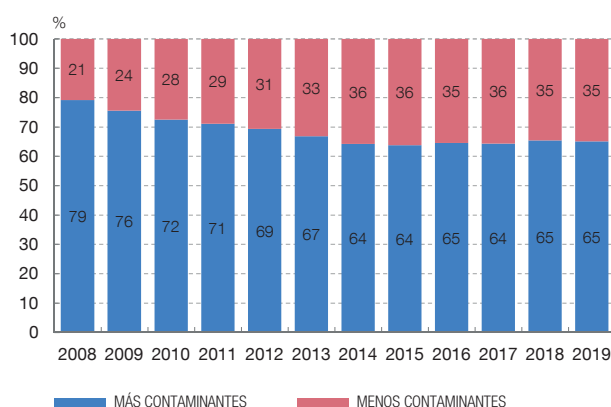
1 EXPOSICIONES DE BANCOS A EMISORES DE NIVEL MUY ALTO, POR PAÍSES, EN 2018 (a)



2 HUELLA DE CARBONO DE LA CARTERA DE PRÉSTAMOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN ESPAÑA (b)



3 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE PRÉSTAMOS A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO ESPAÑOLAS SEGÚN SU INTENSIDAD CONTAMINANTE (c)



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Porcentaje de exposición a emisores de nivel muy alto publicado en el ejercicio [ECB economy-wide climate stress test](#), de septiembre de 2021. Las exposiciones a emisores de nivel muy alto son las vinculadas a empresas con emisiones por encima del percentil 90 de la distribución de empresas emisoras a los que los bancos están expuestos. Se incluyen las emisiones directas (*scope 1*), las emisiones indirectas relacionadas con el consumo de energía (*scope 2*) y otras emisiones indirectas generalmente relacionadas con el transporte (*scope 3*).
- b Este indicador representa la media ponderada de los ratios de emisiones contaminantes (directas e indirectas) por unidad de producción de las actividades productivas según el peso relativo de cada rama en el saldo de la financiación concedida por las entidades de crédito en España.
- c La clasificación de las ramas entre más o menos contaminantes se realiza en función de la intensidad de sus emisiones contaminantes (promedio 2008-2019), de forma que se asignan a la categoría de más contaminantes aquellas que superan la mediana de los ratios de emisión de las 64 ramas analizadas.



indicador experimental desarrollado por el Banco de España, que trata de cuantificar la intensidad de la huella de carbono⁶⁹ de la cartera de préstamos a empresas residentes en poder de las entidades de crédito españolas, sugiere que dicha huella se habría reducido de forma apreciable en los últimos años (véase gráfico 4.16.2). Este descenso resulta coherente con la reducción en la intensidad de las emisiones contaminantes que ha tenido lugar en el conjunto de la economía española durante este período (véase el epígrafe 3.1), pero también con una ligera recomposición de la cartera de préstamos de las entidades de crédito españolas hacia las ramas de actividad menos contaminantes (véase gráfico 4.16.3).

También existen diferentes aproximaciones para valorar, todavía de forma muy preliminar, la exposición del sector bancario a los riesgos físicos derivados del cambio climático. Una de estas aproximaciones es la que planteó el BCE en el marco de la prueba de resistencia climática⁷⁰ que desarrolló en 2021, y en la que valoró, entre otros aspectos, el impacto de los riesgos físicos en los bancos europeos en función de su ubicación geográfica y de la composición de sus carteras. Cabe destacar, no obstante, que, en este ejercicio, la estimación de la sensibilidad del sector bancario a los riesgos físicos debe considerarse como una primera aproximación tentativa. En particular, existen dudas en cuanto al impacto relativo que se le asignó a diferentes tipos de riesgos físicos vinculados al cambio climático. Por ejemplo, al riesgo de incendios y de creciente desertificación —que afectaría más a los países del sur de Europa—, frente al riesgo de mayores inundaciones —que tendría una mayor incidencia en algunos países del centro y del norte de Europa—.

En todo caso, la evidencia empírica disponible para España confirma el impacto negativo de los riesgos físicos sobre la actividad empresarial. En particular, un trabajo reciente del Banco de España⁷¹ apunta a que las empresas afectadas por un incendio en nuestro país ven reducido su saldo de crédito y su empleo (véase gráfico 4.17). No obstante, los efectos reales de esta perturbación adversa son menores para aquellas empresas domiciliadas en lugares donde operan bancos locales, los cuales, por su exposición o mayor disponibilidad de información, pueden ayudar a limitar los efectos negativos de la materialización de este riesgo físico. Además, el incremento en la exposición de los bancos locales a las áreas afectadas no vendría acompañado de un aumento en la morosidad de las nuevas operaciones, que sería similar al observado en los bancos no locales.

Los riesgos físicos y de transición que enfrentan las entidades de crédito podrían suponer una amenaza para la estabilidad financiera, lo que exige una

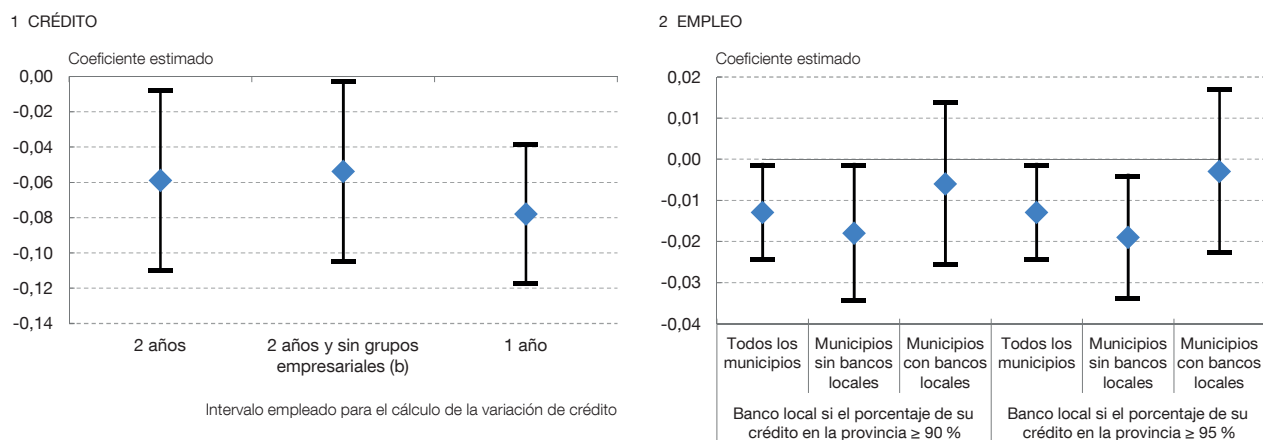
69 La huella de carbono de un determinado sector refleja el volumen de emisiones de GEI derivado tanto de su propia actividad directa como de la producción de los insumos que utiliza, incluidos los energéticos. Puede expresarse en nivel absoluto o por unidad de actividad.

70 Véase [Alogoskoufis et al. \(2021b\)](#).

71 Véase [Álvarez, et al. \(2022\)](#).

EFFECTO DE LOS INCENDIOS EN LA VARIACIÓN DE CRÉDITO Y DE EMPLEO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (a)

Las empresas afectadas por un incendio ven reducidos su saldo de crédito y su empleo. Los efectos reales se ven mitigados para las empresas domiciliadas en municipios donde operan bancos locales, los cuales, por su exposición o información, podrían limitar los efectos de materialización de riesgos físicos.



FUENTE: Álvarez *et al.* (2022).

- a Se incluyen los incendios con una superficie quemada igual o superior a 500 ha en España entre 2004 y 2017. Se incluyen las empresas localizadas a menos de 10 km y aquellas entre 20 km y 40 km de un incendio. Una empresa se considera afectada si se encuentra a menos de 10 km de un incendio. Las bandas representan el intervalo de confianza (IC) al 90 %.
- b Se excluyen de la muestra las empresas que pertenecen a un grupo empresarial.



respuesta decidida por parte de los bancos centrales. Al margen de las diversas iniciativas que los bancos centrales pueden desplegar en el ámbito de la supervisión y de la regulación (véase el epígrafe 6.3), el desarrollo de pruebas de resistencia climáticas por estas instituciones constituye un instrumento fundamental para la detección temprana de los posibles efectos adversos del cambio climático y de la transición ecológica en la rentabilidad y en la solvencia del sector bancario. Estas herramientas son de especial utilidad, dadas su naturaleza prospectiva, su flexibilidad y su capacidad para incorporar múltiples escenarios, que recogen mucha de la incertidumbre asociada al proceso de cambio estructural en curso. En cualquier caso, a lo largo de los próximos trimestres aún será necesario enriquecer estos instrumentos en múltiples dimensiones. Por ejemplo, para introducir un mayor desglose microsectorial —en una estructura todavía muy centrada en la evaluación de escenarios macrofinancieros agregados— y para adaptar el período de proyección de estos ejercicios a los horizontes de largo plazo asociados a la transición ecológica —lo que también exigirá incorporar respuestas dinámicas por parte de los agentes económicos, en términos de mejoras tecnológicas, cambios en las preferencias de los consumidores y recomposición del tejido productivo, entre otros aspectos—.

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. Este

ejercicio⁷², que utiliza el marco interno de pruebas de resistencia FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*), analiza el impacto sobre las entidades de crédito de nuestro país de distintas políticas de aumento de los precios de los derechos de emisión de CO₂. En particular, se cuantifica el impacto de dichas políticas sobre la evolución del VAB de los principales sectores de actividad de la economía española y se estima su traslación a probabilidades de impago diferenciadas por sector. Los resultados de este ejercicio apuntan a que, de media, estas políticas tendrían un impacto moderado sobre la calidad crediticia de los préstamos a empresas, si bien esta incidencia sería más acusada en los sectores de actividad que presentan mayores emisiones. El análisis preliminar indica también que la materialización intensa de los riesgos físicos asociados al cambio climático implicaría aumentos sustanciales a largo plazo de las probabilidades de impago de hogares y de empresas, que, en el caso de estas, serían muy superiores a los aumentos estimados al inicio de un proceso de transición ordenada hacia un modelo de producción más sostenible (véase gráfico 4.18).

6.3 Regulación y supervisión prudencial

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, lo que contribuye al proceso de transición ecológica. Cabe destacar el desarrollo de guías y de expectativas supervisoras que abordan cómo se espera que las entidades de crédito consideren los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental en sus operaciones diarias, estrategias de negocio, gestión del riesgo, contabilidad y comunicación con el mercado. En Europa, tanto la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) como el Banco de España y el BCE han emitido recomendaciones en este ámbito⁷³.

En cuanto a la divulgación de información, dentro de las iniciativas que se están desarrollando tanto a nivel global como europeo, destaca la publicación de la EBA, en enero de 2022, de las normas sobre divulgación de riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés)⁷⁴. Estas normas establecen las bases para que el sector bancario europeo publique información cuantitativa comparable sobre cómo los riesgos asociados al cambio climático impactan en sus balances. Esta información incluirá el denominado *Green Asset Ratio*, que identifica la

⁷² Véase Ferrer *et al.* (2021).

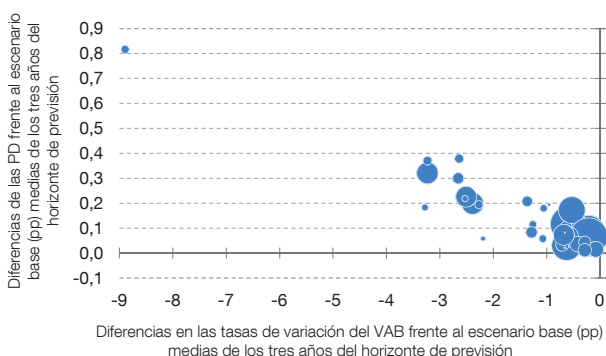
⁷³ Véanse Autoridad Bancaria Europea (2021), Banco de España (2020) y Banco Central Europeo (2020). A nivel global, véanse la consulta en Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2021c), sobre los principios para una supervisión y gestión efectivas de los riesgos financieros asociados al cambio climático, y el informe anterior en Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2021b), sobre la medición de estos.

⁷⁴ Véase Autoridad Bancaria Europea (2022).

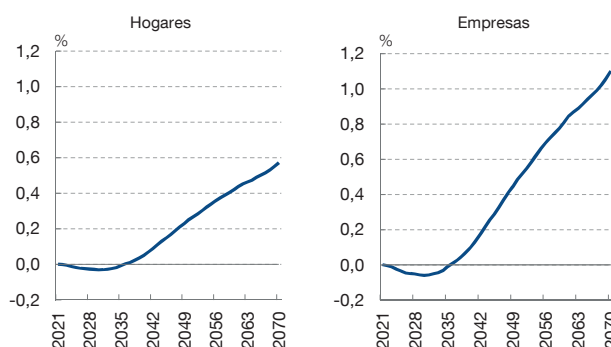
EL IMPACTO EN LA CALIDAD DEL CRÉDITO EMPRESARIAL DE LOS RIESGOS CLIMÁTICOS ES HETEROGÉNEO POR SECTORES, Y SE ESTIMA UN MAYOR DETERIORO A LARGO PLAZO POR LA MATERIALIZACIÓN DE LOS RIESGOS FÍSICOS

El aumento de los precios de los derechos de emisión de CO₂ tendría un impacto muy heterogéneo en el nivel de actividad y de probabilidades de impago (PD) de las empresas españolas en función de su nivel de emisiones y del tipo de política aplicada. Los impactos más severos se concentrarían en un grupo reducido de sectores, lo que limitaría el efecto final en la rentabilidad y en la solvencia bancarias. El análisis preliminar indica también que la materialización intensa de los riesgos físicos asociados al cambio climático implicaría aumentos sustanciales a largo plazo de las PD de hogares y de empresas, que, en el caso de estas, serían muy superiores a los aumentos estimados al inicio de un proceso de transición ordenada hacia un modelo de producción más sostenible.

1 IMPACTO EN PD Y EN VAB DE LOS RIESGOS DE TRANSICIÓN A CORTO PLAZO. EMPRESAS EN ESPAÑA (a) (b)



2 DIFERENCIAS EN LA PROBABILIDAD DE INCUMPLIMIENTO (c)



FUENTE: Banco de España.

- a El escenario más severo supone el efecto combinado del encarecimiento de las emisiones y la ampliación de la cobertura del sistema de derechos de emisión (ETS, por sus siglas en inglés) a todos los sectores empresariales, e incluye además la ampliación de la cobertura a los hogares.
- b Cada punto del gráfico representa un sector. La PD representa la probabilidad de que las empresas no cumplan sus compromisos financieros con los bancos. La estimación de las PD a lo largo del horizonte de proyección se realiza para cada banco, pero se muestran las diferencias en las medias ponderadas para cada sector. La ponderación se realiza por número de titulares. El tamaño de las burbujas indica el peso de la exposición del sector, considerando el conjunto de las exposiciones crediticias en España.
- c Para cada cartera, hogares y empresas, y cada año, el gráfico presenta la diferencia en la PD esperada bajo dos escenarios diferentes, uno de materialización intensa de riesgos físicos (*hot house scenario*) y otro de transición ordenada hacia un modelo energético sostenible. Las proyecciones hasta 2070 se obtienen aplicando secuencialmente un modelo autorregresivo que relaciona PD y crecimiento del PIB. Las sendas para esta última variable se derivan de escenarios elaborados por la NGFS.



proporción de activos verdes —de acuerdo con la definición de la taxonomía europea— sobre el conjunto de activos de la entidad. A escala global, cabe señalar también que, en noviembre de 2021, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) apoyó el establecimiento del Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad (ISSB)⁷⁵, con el objetivo de fijar estándares globales para la información financiera sobre sostenibilidad, y comunicó que estaba explorando el uso del marco de pilar 3⁷⁶ para establecer una divulgación común de los riesgos financieros relacionados con el clima.

La divulgación de información relativa a riesgos ESG, por su novedad y por las lagunas de información existentes, va a suponer un reto y un esfuerzo

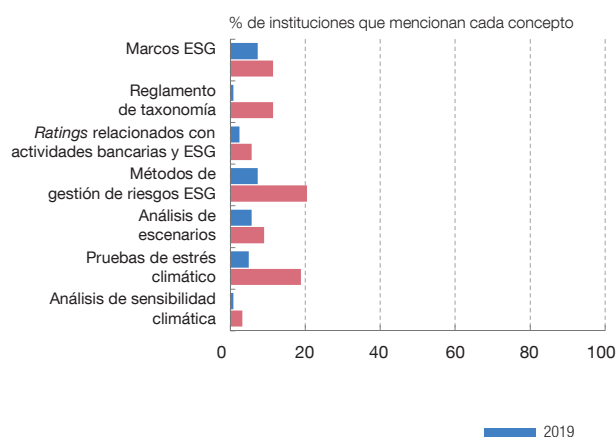
⁷⁵ Véase [International Financial Reporting Standards Foundation](#) (2021).

⁷⁶ La normativa de Basilea se basa en tres pilares: el pilar 1, de requerimientos mínimos de capital; el pilar 2, de proceso de examen del supervisor; y el pilar 3, de disciplina de mercado a través de la divulgación de información con relevancia prudencial.

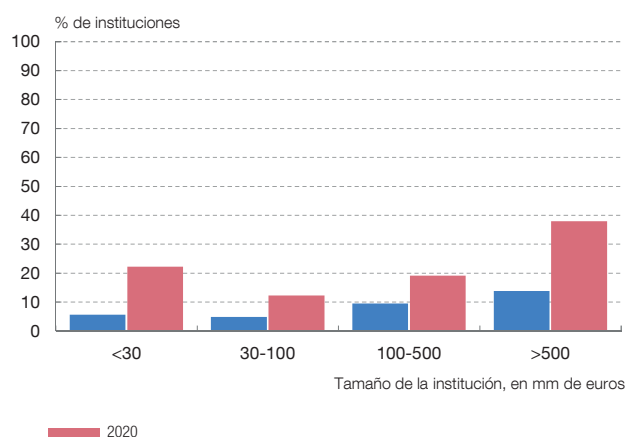
MENCIÓN A RIESGOS ESG EN LOS INFORMES DE LAS INSTITUCIONES EUROPEAS

El nivel de detalle en cuanto a los riesgos ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) incluido en los informes prudenciales de pilar 3 correspondientes al período 2019-2020 de la mayoría de las entidades financieras significativas que están bajo la supervisión directa del BCE es aún relativamente reducido. No obstante, se aprecia que el grado de información sobre estos aspectos se incrementó entre 2019 y 2020, aumento que fue particularmente significativo en las instituciones más pequeñas —aquellas con activos por debajo de 30 mm de euros—.

1 INSTITUCIONES QUE MENCIONAN CONCEPTOS RELACIONADOS CON MARCOS ESG Y MÉTODOS DE GESTIÓN DE RIESGOS ESG



2 INSTITUCIONES QUE MENCIONAN CONCEPTOS RELACIONADOS CON MARCOS ESG Y MÉTODOS DE GESTIÓN DE RIESGOS ESG, POR TAMAÑO



FUENTE: Moreno y Caminero (2022).



importante para el sector bancario, si bien también será una herramienta fundamental para avanzar en la transición ecológica. Considerando los costes de adaptación, se han introducido ciertos elementos de transitoriedad en la normativa de la EBA. En cualquier caso, aportar esta información al mercado proporcionará a las entidades incentivos para avanzar hacia una economía sostenible y para mejorar en la medición y en la gestión de los riesgos asociados. En este sentido, un trabajo reciente del Banco de España⁷⁷, que aplica técnicas de minería de textos a los informes prudenciales de pilar 3 correspondientes al período 2019-2020 de la mayoría de las entidades financieras significativas que están bajo la supervisión directa del BCE, apunta a que el nivel de detalle incluido en estos informes en cuanto a los riesgos ESG es aún relativamente reducido (véase gráfico 4.19). No obstante, se aprecia que el grado de información sobre estos aspectos se incrementó entre 2019 y 2020, aumento que fue particularmente significativo en las instituciones más pequeñas —aquellas con activos por debajo de 30 mm de euros—.

Desde una perspectiva prudencial, es fundamental preservar la atribución de mayores requerimientos de capital a los activos más arriesgados. Este principio

77 Véase Moreno y Caminero (2022).

debería regir también la adaptación del marco regulatorio para incorporar los riesgos climáticos; es decir, que el tratamiento de los diferentes activos se base en su riesgo, dejando otras consideraciones de política económica a otro tipo de intervenciones públicas.

Dentro de la regulación microprudencial de requisitos de capital, existen múltiples iniciativas a nivel europeo y global para considerar adecuadamente los riesgos climáticos y ambientales. En el paquete de reforma bancaria publicado a finales de 2021⁷⁸, la CE ha incorporado de forma explícita la sostenibilidad en el pilar 2 de la normativa prudencial. Además, la EBA evaluará, con plazo límite de 2023, si es necesario un tratamiento específico de pilar 1 para las exposiciones relacionadas con objetivos medioambientales y/o sociales. En este sentido, cabe señalar que una posible adaptación del pilar 1 para incorporar estas consideraciones no resulta evidente, ya que, entre otros motivos, no se dispone de una calibración histórica adecuada para un evento como el cambio climático, que representa una profunda ruptura estructural. Por su parte, el trabajo del BCBS, aún en un estado incipiente, también está evaluando si el marco de requerimientos de capital para las entidades captura correctamente los riesgos climáticos físicos y de transición.

En el ámbito de la regulación macroprudencial, el alcance global del cambio climático obliga a considerar su impacto en el riesgo sistémico y la posibilidad de activar herramientas macroprudenciales para su prevención y mitigación. Por ejemplo, teniendo en cuenta la extraordinaria incertidumbre que existe en cuanto al impacto económico del cambio climático, podría considerarse un aumento progresivo de los colchones de capital macroprudenciales exigibles. En fases posteriores, dependiendo de la evolución de las políticas públicas, del propio proceso de cambio climático y de las exposiciones del sector bancario, podrían considerarse también medidas más restrictivas, como los límites a la concentración frente a determinados sectores. En todo caso, debe tenerse en cuenta que la transición hacia una economía de bajas emisiones requerirá fuertes inversiones sostenidas en el tiempo, por lo que la implementación de estas medidas no debería dificultar la adecuada financiación de dichas inversiones. En este contexto, en julio de 2021, la CE solicitó asesoramiento técnico a la EBA, al BCE y a la Junta Europea de Riesgo Sistémico sobre la revisión de las herramientas macroprudenciales⁷⁹. Entre las cuestiones que planteó la CE, se encuentra si las herramientas macroprudenciales son adecuadas para prevenir y mitigar los riesgos para la estabilidad financiera derivados del cambio climático.

En todo este contexto, el BCE ha planteado un enfoque supervisor gradual de los riesgos climáticos para el sector bancario, y centra su evaluación inicial en el cumplimiento de las expectativas supervisoras en cuestiones organizativas y metodológicas, en las que ha detectado ya algunas deficiencias. En 2021, el

⁷⁸ Véase [Comisión Europea \(2021d\)](#).

⁷⁹ Véase [Comisión Europea \(2021b\)](#).

BCE apuntó que las entidades de crédito habían logrado ciertos progresos en la adaptación de sus prácticas bancarias, y estos son mayores en relación con los riesgos de transición⁸⁰. En el primer trimestre de 2022, sin embargo, el BCE ha encontrado que ninguno de los bancos existentes dentro del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) cumple completamente sus expectativas, que el progreso en el suministro de información es moderado con respecto a su evaluación preliminar de 2020, y que existen lagunas relevantes en la medición de riesgos y de su impacto en el negocio de las entidades⁸¹. Esta nueva evaluación será complementada con los resultados obtenidos en la prueba de resistencia *bottom-up* de riesgo climático, que será desarrollada a nivel europeo en la primera mitad de 2022⁸².

El Banco de España también ha comenzado a evaluar el grado de alineamiento de las entidades bajo su supervisión directa con las expectativas supervisoras emitidas en octubre de 2020. El enfoque utilizado para inspeccionar la gestión de los riesgos climáticos y medioambientales por parte de las entidades es similar al definido por el BCE, pero aplicando el principio de proporcionalidad a entidades de menor tamaño y complejidad. Durante 2022 se medirán los avances realizados y los potenciales obstáculos encontrados, lo que podría llevar a actualizar las expectativas supervisoras.

6.4 Carteras propias

Los bancos centrales también pueden contribuir a la transición ecológica incorporando criterios de sostenibilidad en sus carteras de inversión propias⁸³. A nivel global, la NGFS está canalizando muchos de los trabajos que los bancos centrales mundiales están desarrollando en esa dirección⁸⁴. Además, los diecinueve países del Eurosistema y el BCE alcanzaron una posición común, en febrero de 2021, por la cual se van a aplicar principios de inversión sostenible y responsable relacionados con el cambio climático en las carteras denominadas en euros no vinculadas con la política monetaria⁸⁵. Al mismo tiempo, se comprometieron a comenzar a divulgar aspectos climáticos de estas carteras en el plazo de dos años desde el anuncio.

80 Véase [Banco Central Europeo](#) (2021).

81 Véase «[Banks must get better at disclosing climate risks, ECB assessment shows](#)», nota de prensa, Banco Central Europeo, de 14 de marzo de 2022.

82 Este ejercicio está orientado a evaluar el grado de preparación de las entidades de crédito frente a los *shocks* económicos y financieros derivados de los riesgos físicos y de transición. Véase [Banco Central Europeo](#) (2022). A diferencia de las pruebas de resistencia *top-down* analizadas en el epígrafe 6.2, una prueba de resistencia *bottom-up* es ejecutada por las propias entidades bancarias aplicando sus modelos y bases de datos internos, aunque bajo las guías metodológicas proporcionadas por el supervisor.

83 Véase [González](#) (2021b).

84 Véanse Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero (2019 y 2020a).

85 Véase [El Eurosistema acuerda una posición común sobre inversiones sostenibles relacionadas con el cambio climático en las carteras no relacionadas con la política monetaria](#)», nota de prensa, Banco Central Europeo, 4 de febrero de 2021.

El Banco de España, que ya venía aplicando criterios de sostenibilidad y de responsabilidad en la política de inversión de sus carteras propias desde 2019, se ha adherido también a la reciente posición común del Eurosistema en estos ámbitos⁸⁶. Como parte de esta estrategia, el Banco de España mantiene inversiones directas en bonos verdes en distintas divisas y participa en los dos fondos de inversión —en dólares y en euros— que el Banco de Pagos Internacionales (BPI) ha lanzado para este tipo de activos.

7 Conclusiones

Desde un punto de vista científico, existe un amplio consenso en que el calentamiento global supone un extraordinario riesgo para nuestro planeta y en que las emisiones de GEI deberían reducirse de forma muy importante en los próximos años. Además, la reciente invasión de Ucrania por Rusia y las tensiones geopolíticas —presentes y futuras— vinculadas a esta guerra también parecen aconsejar que, desde la perspectiva europea y española, se acelere la reducción de nuestra elevada dependencia de los combustibles fósiles.

Desde un punto de vista económico, aún existe una considerable incertidumbre en cuanto a la magnitud de los impactos que podrían derivarse de los distintos riesgos físicos y de transición asociados a la lucha contra el calentamiento global. En cualquier caso, sí parece evidente que, en un contexto tan incierto, las políticas económicas que se desplieguen para facilitar y acelerar la transición ecológica deberían de ser claras, tendrían que estar coordinadas internacionalmente, y habrían de dotar a los agentes económicos de certidumbre y de un marco operativo estable.

Tanto en nuestro país como a nivel internacional, la imposición medioambiental, la inversión pública y la regulación de la actividad económica han de ser las palancas fundamentales con las que impulsar la transición ecológica. Teniendo en cuenta que los riesgos físicos y de transición vinculados al calentamiento global podrían afectar de forma más intensa precisamente a algunos de los hogares y empresas más vulnerables, es imprescindible que estas políticas públicas presten una especial atención a mitigar, de forma temporal, el mayor impacto adverso del cambio climático en el corto plazo sobre dichos colectivos. La conveniencia de desplegar este tipo de medidas compensatorias no solo estaría justificada por cuestiones de equidad, sino también en pos de lograr el suficiente e indispensable consenso social para llevar a cabo de forma eficiente la necesaria transición ecológica.

⁸⁶ Véanse «El Banco de España se adhiere a la posición común del Eurosistema para la inversión sostenible», nota de prensa, Banco de España, 4 de febrero de 2021, y Banco de España (2021).

En el contexto actual, una continua y rigurosa evaluación de las políticas públicas es más necesaria que nunca. Si bien toda política económica debería estar sometida, con carácter general, a una evaluación rigurosa, dicha revisión es más relevante, si cabe, en el ámbito del cambio climático. En particular, existe una extraordinaria incertidumbre no solo en torno a los riesgos climáticos que enfrentamos —y a su impacto económico—, sino también sobre la efectividad y las implicaciones de muchas de las medidas de política económica —relativamente novedosas— que se están desplegando para abordarlos. Solo con una evaluación continua y rigurosa de estas iniciativas podrá garantizarse que la transición ecológica se produce de forma eficiente, sin efectos indeseados, y sin malgastar recursos públicos y privados.

Una evaluación adecuada de las políticas públicas y de los riesgos climáticos exige incrementar el volumen y la calidad de la información disponible. Disponer de una mayor cantidad de información medioambiental, de calidad y armonizada —entre países, sectores y empresas— es indispensable para diseñar correctamente las políticas públicas que faciliten la transición ecológica. Pero también lo es para el sistema financiero, para 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. En este sentido, cabe reseñar que, aunque en los últimos años se han venido desplegando múltiples iniciativas para incrementar la cantidad y la calidad de la información recopilada y diseminada sobre las exposiciones climáticas, aún queda mucho trabajo por hacer. Desde la perspectiva de los bancos centrales, en general, y del BCE y del Banco de España, en particular, avanzar, de la mano del sistema financiero, en la incorporación de las consideraciones climáticas en los marcos operativos de política monetaria, de estabilidad financiera, de supervisión y de regulación constituye una prioridad en la actualidad y de cara al futuro más inmediato.

BIBLIOGRAFÍA

- Acemoglu, D., U. Akcigit, D. Hanley y W. Kerr (2016). «[Transition to clean technology](#)», *Journal of Political Economy*, vol. 124, n.º 1, pp. 52-104, febrero.
- Aguilar, P., B. González y S. Hurtado (2022). *Carbon Tax Sectoral Model (CATS): A sectoral model for climate change stress test scenarios*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Alloza, M., D. Leiva-León y A. Urtasun (2022). «La respuesta de la inversión privada a un incremento de la inversión pública», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.
- Alogoskoufis, S., S. Carbone, W. Coussens, S. Fahr, M. Giuzio, F. Kuik, L. Parisi, D. Salakhova y M. Spaggiari (2021a). «[Climate-related risks to financial stability](#)», *Financial Stability Review*, Banco Central Europeo, mayo.
- Alogoskoufis, S., N. Dunz, T. Emambakhsh, T. Hennig, M. Kaijser, C. Kouratzoglou, M. A. Muñoz, L. Parisi y C. Salleo (2021b). *ECB economy-wide climate stress test*, Occasional Paper Series, n.º 281, Banco Central Europeo, septiembre.
- Álvarez, L., S. Mayordomo, C. Vergara y X. Vives (2022). «Climate risk and credit supply», Banco de España, mimeo.
- Anghel, B., y A. Muñoz (2022). «Impacto del programa de subsidios a la compra de vehículos eléctricos en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.
- Autoridad Bancaria Europea (2021). *On management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, Report, EBA/REP/2021/18, junio.
- Autoridad Bancaria Europea (2022). «[EBA publishes binding standards on Pillar 3 disclosures on ESG risks](#)», nota de prensa, 24 de enero.
- Bachmann, R., D. Baqaee, C. Bayer, M. Kuhn, A. Löschel, B. Moll, A. Peichl, K. Pittel y M. Schularick (2022). «[What if? The economic effects for Germany of a stop of energy imports from Russia](#)», *EconPol Policy Report*, n.º 36, marzo, vol. 6, CESIFO Institute.
- Banco Central Europeo (BCE) (2020). *Guía sobre riesgos relacionados con el clima y medioambientales. Expectativas supervisoras en materia de gestión y comunicación de riesgos*, noviembre.
- Banco Central Europeo (2021). *The state of climate and environmental risk management in the banking sector*, Report on the supervisory review of banks' approaches to manage climate and environmental risks, noviembre.
- Banco Central Europeo (2022). «[ECB Banking Supervision launches 2022 climate risk stress test](#)», nota de prensa, 27 de enero.
- Banco de España (2020). *Expectativas supervisoras del Banco de España sobre los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental*, octubre.
- Banco de España (2021). «Gestión de activos y de riesgos financieros», epígrafe 3.2, «[Principales actividades](#)», capítulo 2, *Informe Institucional 2020*.
- Basso, H. S., R. Jaimes y O. Rachedi (2022). «Demographics and Climate Footprint: The Age Structure of Carbon Emissions», mimeo.
- Basso, H. S., y M. Pidkuyko (2022). «Emisiones de carbono de los hogares españoles entre 2006 y 2020», Banco de España, mimeo.
- Benkhodja, M. T., V. Fromentin y X. Ma (2022). «[Macroeconomic Effects of Green 'Helicopter' Money](#)», mimeo.
- Boer, L., A. Pescatori y M. Stuermer (2021). *Energy Transition Metals*, Working Paper 21/243, Fondo Monetario Internacional, noviembre.
- Brand, C., M. Bielecki y A. Penalver (eds.) (2018). *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy*, Occasional Papers Series, n.º 217, Banco Central Europeo.
- Cantelmo, A. (2020). *Rare disasters, the natural interest rate and monetary policy*, Economic Working Papers, n.º 1309, Banca d'Italia.
- Centro de Investigaciones Sociológicas (2021). *Encuesta sobre tendencias sociales (I). Avance de resultados*, Estudio n.º 3343, noviembre.

- Charles, K., E. Hurst y M. Notowidigdo (2018). «Housing Booms, Manufacturing Declines and Labor Market Outcomes», *The Economic Journal*, febrero.
- Chay, K., y M. Greenstone (2003). «The impact of Air Pollution on Infant Mortality: Evidence from Geographic Variation in Pollution Shocks Induced by a Recession», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n.º 3, pp. 1121-116, agosto.
- Comisión Europea (2019). *El Pacto Verde Europeo*, COM(2019) 640 final, diciembre.
- Comisión Europea (2020a). *Estrategia de la UE sobre la biodiversidad de aquí a 2030. Reintegrar la naturaleza en nuestras vidas*, COM(2020) 380 final, mayo.
- Comisión Europea (2020b). *European Semester 2020. Overview of investment guidance on the just transition fund 2021-2027 per member state (Annex D)*, 2020 Country Reports.
- Comisión Europea (2021a). *La senda hacia un planeta sano para todos. Plan de Acción de la UE: «Contaminación cero para el aire, el agua y el suelo»*, COM(2021) 400 final, mayo.
- Comisión Europea (2021b). *Review of the EU Macprudential Framework. Call for advice*, consulta pública, junio.
- Comisión Europea (2021c). «Objetivo 55»: *cumplimiento del objetivo climático de la UE para 2030 en el camino hacia la neutralidad climática*, COM(2021) 550 final, julio.
- Comisión Europea (2021d). «Banking Package», comunicación de la Comisión Europea, octubre.
- Comisión Europea (2022). «Towards a green, digital and resilient economy: our European Growth Model», nota de prensa, 2 de marzo.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2021a). *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, Analytical Report, BPI, abril.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2021b). *Climate-related financial risks – measurement methodologies*, Report, BPI, abril.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2021c). *Principles for the effective management and supervision of climate related financial risks*, Consultative Document, BPI, noviembre.
- Consejo de la Unión Europea (2022). «El Consejo llega a un acuerdo sobre el Mecanismo de Ajuste en Frontera por Carbono (MAFC)», nota de prensa, 15 de marzo.
- Dasgupta, S., B. Laplante, H. Wang y D. Wheeler (2002). «Confronting the environmental Kuznets curve», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16, n.º 1, pp. 147-168, invierno.
- Delgado, M. (2021). «Finanzas sostenibles. La visión de los bancos centrales», nota informativa, Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, 28 de octubre.
- Delgado, M., y D. Santabábara (2022). *A global model to assess the implications of a border carbon adjustment (in the EU)*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- Desmet, K., R. E. Kopp, S. A. Kulp, D. K. Nagy, M. Oppenheimer, E. Rossi-Hansberg y B. H. Strauss (2021). «Evaluating the economic cost of coastal flooding», *American Economic Journal: Macroeconomic*, 13(2), pp. 444-486.
- Diamond, D. (2009). «The impact of government incentives for hybrid-electric vehicles: Evidence from US states», *Energy Policy*, vol. 37, n.º 3, pp. 972-983, marzo.
- Dietz, S., y N. Stern (2015). «Endogenous Growth, Convexity of Damage and Climate Risk: How Nordhaus' Framework Supports Deep Cuts in Carbon Emission», *The Economic Journal*, vol. 125, n.º 583, pp. 574-620, marzo.
- Dormido, L., I. Garrido, P. L'Hotellerie-Fallois y J. Santillán (2022). *El cambio climático y la sostenibilidad del crecimiento: iniciativas internacionales y políticas europeas*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Ehlers, T., B. Mojon y F. Packer (2020). «Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level», *BIS Quarterly Review*, pp. 31-47, BPI, septiembre.
- European Environment Agency (2021). «Global climate change impacts and the supply of agricultural commodities to Europe», Briefing, febrero.
- Fabra, N., E. Gutiérrez, A. Lacuesta y R. Ramos (2022). *Do Renewables Create Local Jobs?*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

- Ferrer, A., J. García Villásur, N. Lavín, I. Pablos Nuevo y C. Pérez Montes (2021). «An initial analysis of energy transition risks using the Banco de España's FLESB stress-testing framework», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 41, Banco de España, otoño.
- Feyen, L., J. C. Ciscar-Martínez, S. Gosling, D. Ibarreta-Ruiz, A. Soria-Ramírez, A. Dosio, ... y M. Olariaga-Guardiola (2020). «Climate change impacts and adaptation in Europe», *JRC PESETA IV final report* (n.º JRC119178), Joint Research Centre (Seville site).
- Financial Stability Board (2021). *FSB Roadmap for Addressing Climate-Related Financial Risks*, julio.
- Fullerton, D., A. Leicester y S. Smith (2010). «Environmental Taxes», en J. Mirrlees, S. Adam, T. Besley, R. Blundell, S. Bond, R. Chote, M. Gammie, P. Johnson, G. Myles y J. Poterba (eds.), *Dimensions of Tax Design: The Mirrlees Review*, Oxford University Press.
- Galesi A., G. Nuño y C. Thomas (2017). «El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.
- Gimeno, R., y F. Sols (2020). «La incorporación de factores de sostenibilidad en la gestión de carteras», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 39, pp. 181-202, Banco de España, otoño.
- Gimeno, R., y C. I. González (2022). *The role of a green factor in stock prices. When Fama & French go green*, Documentos de Trabajo, n.º 2207, Banco de España.
- González, C. I. (2021a). «El papel de los bancos centrales en la lucha contra el cambio climático y el desarrollo de las finanzas sostenibles», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- González, C. I. (2021b). «Panorámica de iniciativas institucionales globales y europeas en finanzas sostenibles», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- González, C. I., y S. Núñez (2021). *Markets, financial institutions and central banks in the face of climate change: challenges and opportunities*, Documentos Ocasionales, n.º 2126, Banco de España.
- Griffin, P. A., A. M. Jaffe, D. H. Lont y R. Domínguez-Faus (2015). «Science and the stock market: Investors' recognition of unburnable carbon», *Energy Economics*, 52, pp. 1-12.
- Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (2021). *AR6 Climate Change 2021: The Physical Science Basis*, Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change, Cambridge University Press.
- Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (2022). *Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change*, The Working Group III to the Sixth Assessment Report.
- Hansen, L. P. (2022). «Central banking challenges posed by uncertain climate change and natural disasters», *Journal of Monetary Economics*, vol. 125, pp. 1-15, enero.
- Hinterlang, N., A. Martin, O. Röhe, N. Stähler y J. Strobel (2021). *Using energy and emissions taxation to finance labor tax reductions in a multi-sector economy: An assessment with EMuSe*, Discussion Paper n.º 50/2021, Deutsche Bundesbank.
- Holub, F., L. Hospido, y U. J. Wagner (2020). *Urban air pollution and sick leaves: Evidence from social security data*, Documentos de Trabajo, n.º 2041, Banco de España.
- Hong, H., F. W. Li y J. Xu (2019). «Climate risk and market efficiency», *Journal of Econometrics*, 208(1), pp. 265-281.
- International Financial Reporting Standards Foundation (2021). «IFRS Foundation Trustees announce strategic direction and further steps based on feedback to sustainability reporting consultation», nota de prensa, 2 de marzo.
- Izquierdo, M., y J. M. Montero (2022). *Climate Awareness: Evidence from Spanish Firms*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Kumar, A., W. Xin y C. Zhang (2019). *Climate sensitivity and predictable returns*, mimeo.
- Lamo, A., J. Messina y E. Wasmer (2011). «Are specific skills an obstacle to labor market adjustment?», *Labour Economics*, 18(2), pp. 240-256.
- Marqués Sevillano, J. M., y L. Romo González (2018). «El riesgo de cambio climático en los mercados y las entidades financieras: retos, medidas e iniciativas internacionales», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 34 (mayo), pp. 115-140.
- Monnin, P. (2018). *Central banks should reflect climate risks in monetary policy operations*, SUERF Policy Note, n.º 41.
- Moreno, A. I., y T. Caminero (2022). *Analysis of ESG disclosures in Pillar 3 reports. A text mining approach*, Documentos Ocasionales, n.º 2204, Banco de España.

- Münzel, C., P. Plötz, F. Sprei y T. Gnann (2019). «How large is the effect of financial incentives on electric vehicle sales? A global review and European analysis», *Energy Economics*, vol. 84, octubre.
- Nieto, M. J. (2022). *Whatever it Takes to Reach Net Zero Emissions Around 2050 and Limit Global Warming to 1.5c: The Cases of United States, China, European Union and Japan*, Paper n.º 170, BAFFI CAREFIN Centre Research, Università Bocconi, enero.
- Nordhaus, W. D. (2017). «Revisiting the social cost of carbon», *Earth, atmospheric, and planetary Sciences*, vol. 114, n.º 7, pp. 1518-1523, Proceedings of the National Academy of Sciences, enero.
- Notowidigdo, M. (2018). «The incidence of Local Labor Demand Shocks», *Journal of Labor Economics*, vol. 38, n.º 3.
- Pigou, A. (1932). *The Economics of Welfare*, 4.ª ed., Palgrave Macmillan, Londres, Macmillan.
- Pörtner, H. O., et al. (2021). *Scientific outcome of the IPBES-IPCC co-sponsored workshop on a biodiversity and climate change*, IPBES Secretariat, Bonn.
- Prentice, I. C., et al. (2001). «The carbon cycle and atmospheric carbon dioxide», capítulo 3, *Tar Climate Change 2001: The scientific basis*, IPCC, Cambridge University Press.
- Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero (2019). *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*, Technical Document, octubre.
- Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero (2020a). *Progress report on the implementation of sustainable and responsible investment practices in central banks' portfolio management*, Technical document, diciembre.
- Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero (2020b). *Survey on monetary policy operations and climate change: key lessons for further analyses*, Technical document, diciembre.
- Rigaud, K. K., A. M. De Sherbinin, B. Jones, J. Bergmann, V. Clement, K. Ober, J. Schewe, S. B. Adamo, B. McCusker, S. Heuser y A. Midgley (2018). *Groundswell: preparing for internal climate migration*, The World Bank, Washington, D. C.
- Roncoroni, A., S. Battiston, L. O. L. Escobar-Farfán y S. Martínez-Jaramillo (2021). «Climate risk and financial stability in the network of banks and investment funds», *Journal of Financial Stability*, vol. 54, junio.
- Santabábara, D. J., y M. C. Suárez-Varela (2022). *Carbon pricing and inflation volatility*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- Schlenker, W., y W. Reed-Walker (2016). «Airports, air pollution, and contemporaneous health», *The Review of Economic Studies*, vol. 83, n.º 2, pp. 768-809.
- Serrano-Puente, D. (2021). «Are we moving toward an energy-efficient low-carbon economy? An input-output LMDI decomposition of CO₂ emissions for Spain and the EU28», *SERIEs*, 12, pp. 151-229.
- Stern, D. I. (2004). «The rise and fall of the environmental Kuznets curve», *World Development*, vol. 32, n.º 8, pp. 1419-1439.
- Stiglitz, J. E., N. Stern, M. Duan, et al. (2017). *Report of the High-Level Commission on Carbon Prices*, Carbon Pricing Leadership Coalition, mayo.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2017). *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, junio.
- White House (2021). *Report on the impact of climate change on migration*, octubre.
- Yamano, N., y J. Ghiloto (2020). *CO₂ emissions embodied in international trade and domestic final demand*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2020/11, OCDE.

GLOSARIO DE ACRÓNIMOS CLIMÁTICOS

CATS	<i>CArbon Tax Sectorial model</i>
CBPS	<i>Greening our Corporate Bond Purchase Scheme</i>
COP21	21.ª Conferencia sobre el Cambio Climático de las Naciones Unidas
COP26	26.ª Conferencia sobre Cambio Climático de las Naciones Unidas
CSRD	Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial
EFRAG	<i>European Financial Reporting Advisory Group</i>
ESG	Ambientales, Sociales y de Gobernanza
ETS	Sistema de Comercio de Emisiones
EU-ETS	Sistema Europeo de Comercio de Emisiones
FLESB	<i>Forward Looking Exercise on Spanish Banks</i>
GEI	Gases de efecto invernadero
IPCC	Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático
ISSB	Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad
NDC	Contribuciones Determinadas a nivel Nacional
NGFS	Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero
PNACC	Plan Nacional de Adaptación al Cambio Climático
PNIEC	Plan Nacional Integrado de Energía y Clima
PRTR	Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia
SFDR	Reglamento sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros
UNEP FI	Iniciativa Financiera del Programa de Naciones Unidas para el Medioambiente

ÍNDICE DE IMÁGENES

Chaflán de Cibeles. Autor: Luis Asín. © Banco de España	Portada
Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España. © Banco de España	10
Edificio Cibeles. Tondo (o detalle escultórico) en fachada © Banco de España	52
Edificio Cibeles (Edificio cierre). Tondo (o detalle escultórico) en fachada © Banco de España	134
Edificio Cibeles. Tondo (o detalle escultórico) en fachada © Banco de España	190
Edificio Cibeles. Monumento a José Echegaray. Detalle escultórico (Mercurio) © Banco de España	242

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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



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

© Banco de España, Madrid, 2022
ISSN: 1579 - 8615 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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