

# SITUACIÓN ECONÓMICA TRAS LA INVASIÓN DE UCRANIA Y RESPUESTA DE POLÍTICA ECONÓMICA

**Pablo Hernández de Cos**  
Gobernador

INSTITUCIÓN FUTURO - 20º ANIVERSARIO

Pamplona

29 de marzo de 2022

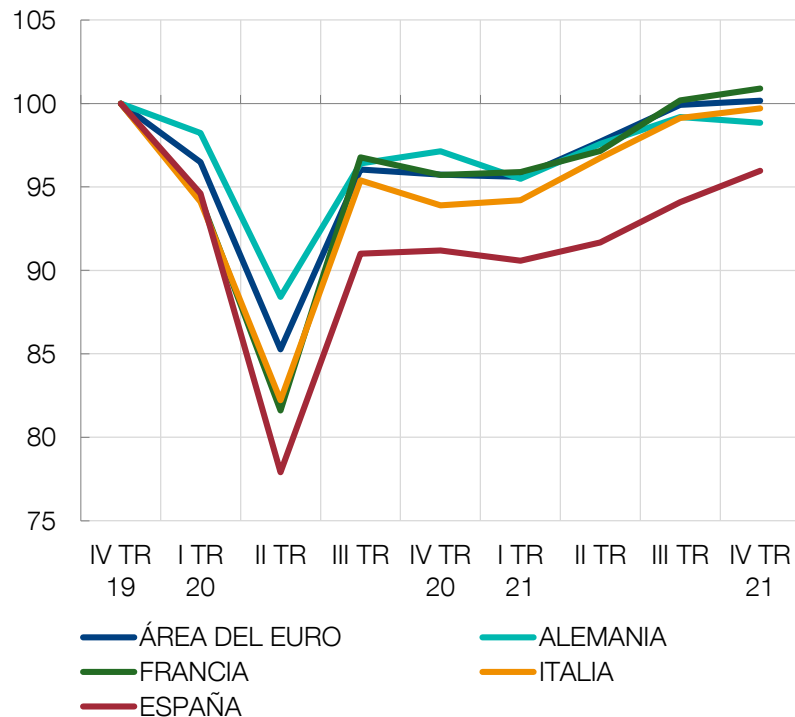


# ANTES DE LA GUERRA, LA ECONOMÍA MUNDIAL Y EUROPEA SE ENCONTRABAN EN UNA SENDA DE RECUPERACIÓN GRADUAL, SI BIEN HETEROGÉNEA ENTRE PAÍSES Y SECTORES...

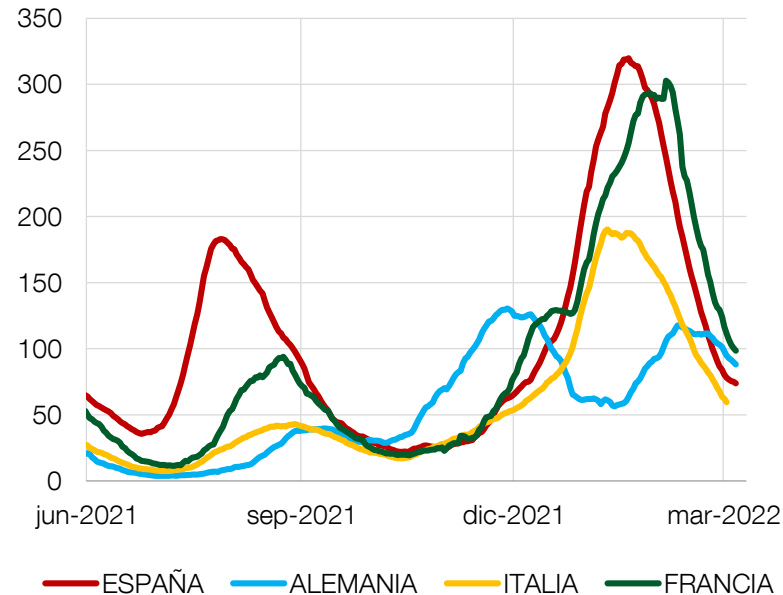
Con anterioridad al inicio de la invasión, las expectativas de los analistas coincidían en anticipar una **moderada desaceleración en el primer trimestre**, como consecuencia del impacto negativo, pero acotado, de la variante ómicron.

Para el resto del ejercicio, y condicionado a una mejora de la evolución de la pandemia, se esperaban avances adicionales en la recuperación, apoyada en la reducción de la incertidumbre, la eliminación progresiva de los cuellos de botella, el mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables y, en Europa, la progresiva implementación del NGEU.

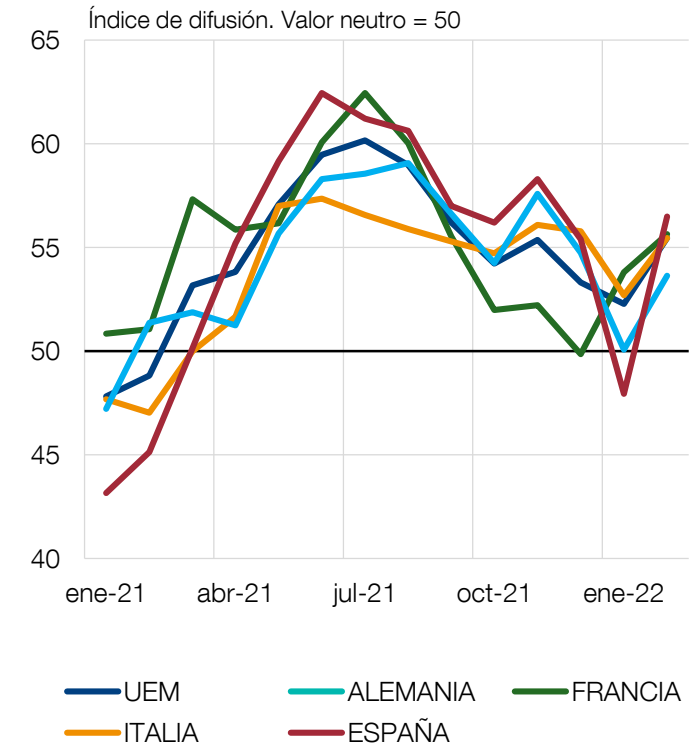
**PIB REAL**  
(100 = IV TR 2019)



**HOSPITALIZACIONES POR COVID-19**  
Nº INGRESOS SEMANALES/MILLÓN HAB.



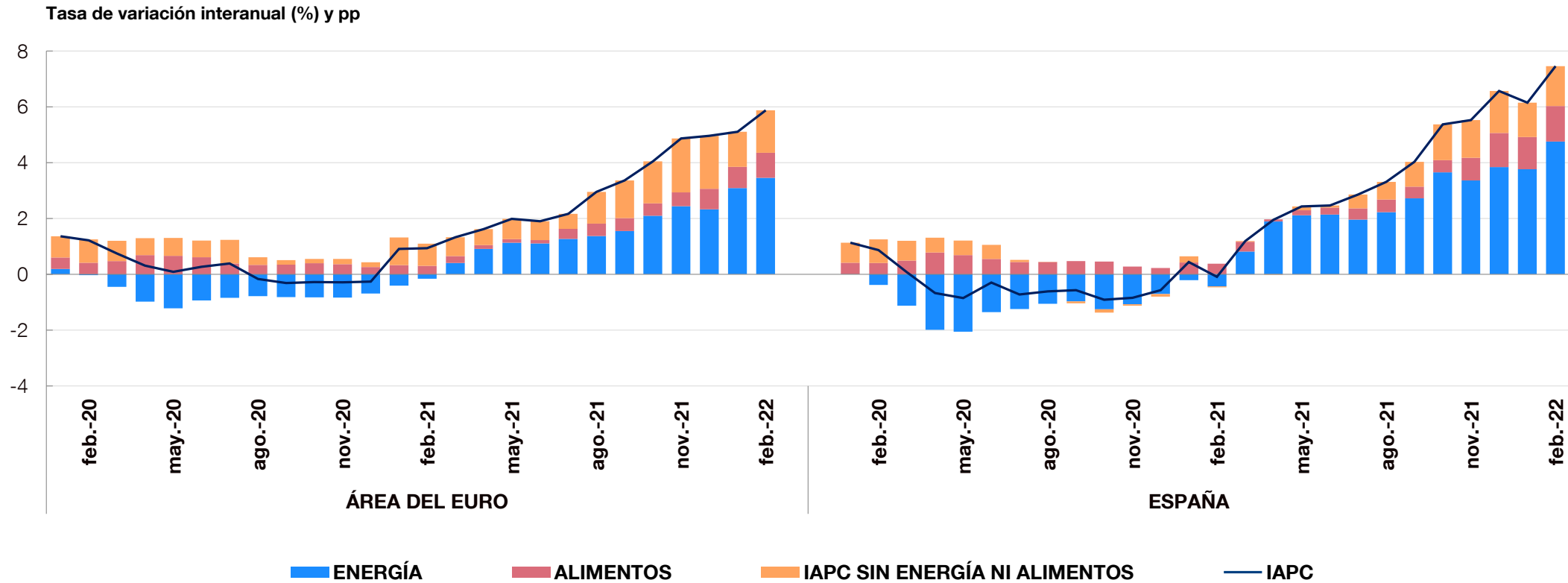
**PMI COMPUESTOS DE PRODUCCIÓN**



Fuentes: Eurostat, IHS Markit y Our World in Data. Última observación: cuarto trimestre de 2021 (PIB), febrero de 2022 (PMI), 3-6 de marzo (hospitalizaciones).

**El repunte de la inflación ha sorprendido al alza** tanto por su intensidad como por su persistencia, incluido en los primeros meses de 2022.

## ÍNDICE GENERAL Y CONTRIBUCIONES



Fuentes: Banco de España, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística. Última observación: febrero de 2022.

## Canal de materias primas

- Rusia y, en menor medida, Ucrania, se encuentran entre los **principales productores de determinadas materias primas, energéticas y no energéticas**.
- **Europa presenta una elevada dependencia** de las importaciones de algunos de estos productos: Rusia representó alrededor del 20% y el 35% del total de importaciones de petróleo y gas del área del euro en 2020, respectivamente. En España, solo el 6% de las importaciones de productos energéticos (el 4,5% del consumo energético) procedían de Rusia en 2019, pero esta cifra es muy superior en países como Alemania e Italia (17% y 22%, respectivamente).
- Una hipotética reducción o corte del suministro de Rusia puede tener un impacto elevado en la economía europea.
- **Se ha producido ya, de hecho, un fuerte repunte de los precios del petróleo, del gas natural y de los precios de otras materias primas no energéticas.**

## Canal financiero

- **Exposiciones financieras directas** a Rusia y Ucrania de las entidades bancarias y empresas europeas son, en general, **muy reducidas** (particularmente, de nuevo, en el caso español).
- Se observó inicialmente un **incremento de la volatilidad y un tensionamiento de las condiciones de financiación**.

## Canal comercial

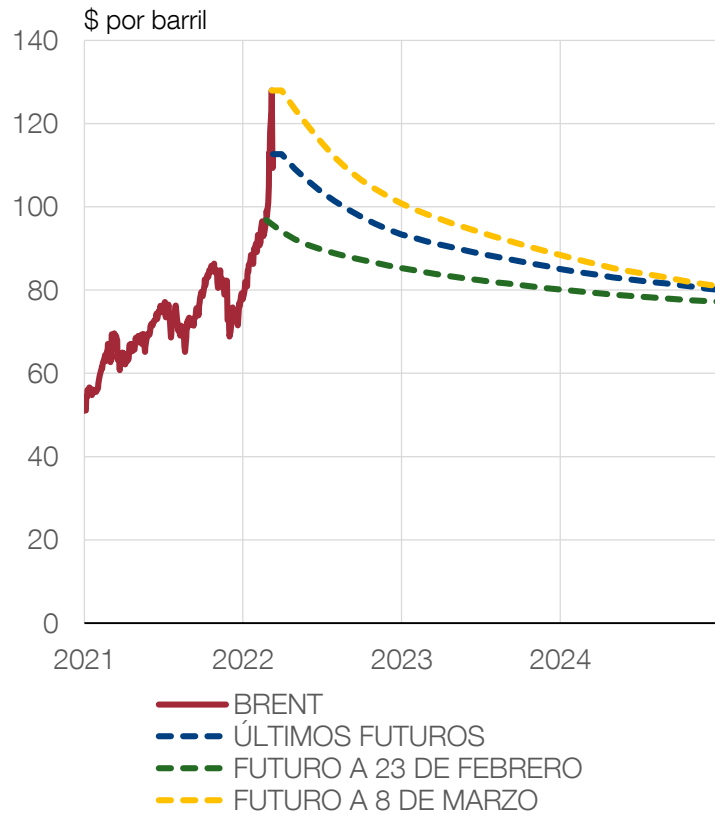
- **La exposición comercial directa de los países europeos a Rusia es moderada y más modesta en España. Pero los efectos indirectos pueden ser elevados**, particularmente en el contexto de las sanciones.
- Las exportaciones del área del euro de mercancías destinadas a Rusia y a Ucrania representaban en 2019 un 1,6% y un 0,3% del total, respectivamente. Las exportaciones de mercancías de España a Rusia representan el 0,7% del total (0,2% a Ucrania), mientras que la dependencia relativa de bienes procedentes de Rusia era del 1,1% en 2019 (0,5% en el caso de Ucrania, aunque más elevado en algunos productos primarios).

## Canal confianza / incertidumbre

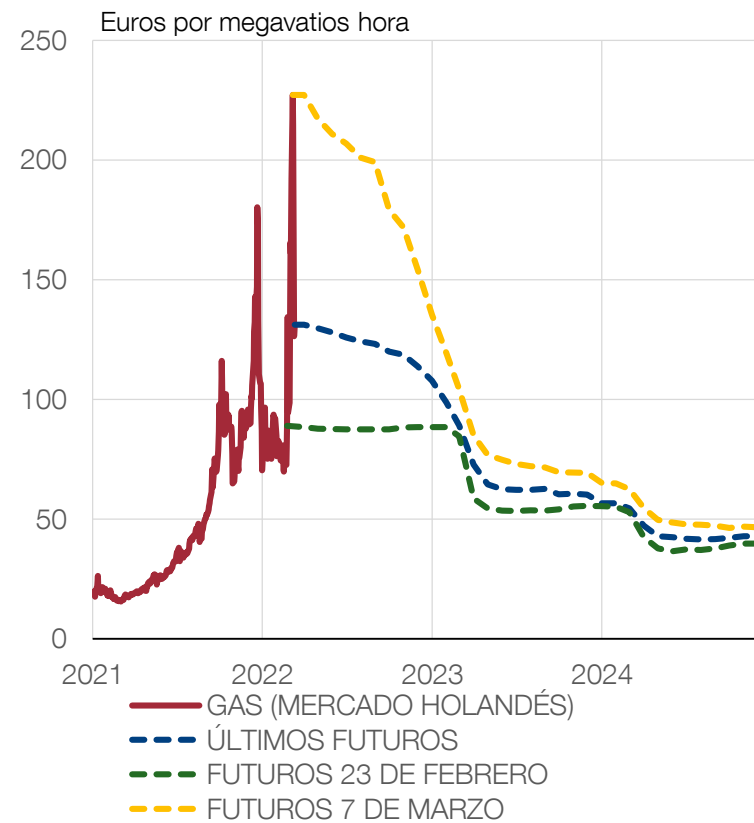
- **Los hogares y empresas experimentarán dificultades para anticipar los desarrollos económicos futuros**, en particular sobre sus rentas, lo que pesará sobre sus decisiones de consumo e inversión.
- Varios ejercicios de simulación internos del Banco de España sugieren que, en algunos escenarios particularmente acusados en relación con la gravedad y la duración del conflicto bélico, la pérdida de PIB debida a este canal podría ser significativa.

# CON LA INVASIÓN DE UCRANIA LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS ENERGÉTICAS Y NO ENERGÉTICAS HAN AUMENTADO DE MANERA SIGNIFICATIVA

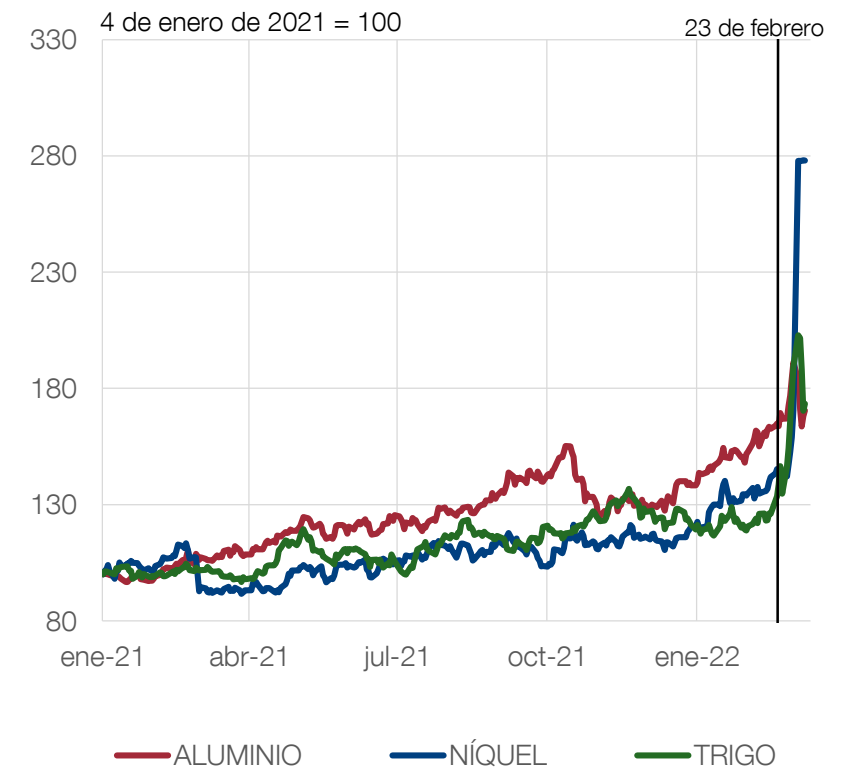
## PRECIO DEL PETRÓLEO Y FUTUROS



## PRECIO DEL GAS Y FUTUROS



## PRECIOS DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS



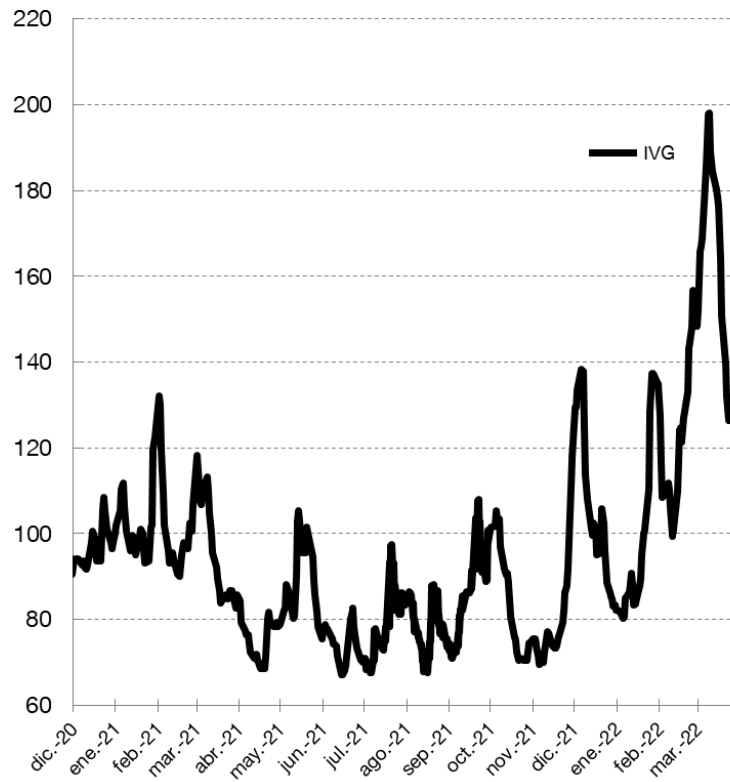
Fuente: Refinitiv. Última actualización: 11 de marzo de 2022.

## PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN DE RUSIA EN LAS IMPORTACIONES NACIONALES DE PETRÓLEO Y GAS NATURAL PROCEDENTES DE FUERA DE LA UE. PRIMER SEMESTRE DE 2021.

	Petróleo		Gas natural	
	Porcentaje (%) sobre el consumo final de energía	Participación (%) de Rusia en las importaciones nacionales desde fuera de la UE	Porcentaje (%) sobre el consumo final de energía	Participación (%) de Rusia en las importaciones nacionales desde fuera de la UE
UEM	36,1		23,7	
España	45,0	0-25	19,1	0-25
Alemania	34,9	25-50	26,8	50-75
Francia	37,1	0-25	20,6	25-50
Italia	31,3	0-25	30,9	25-50
Finlandia	23,7	75-100	3,0	75-100

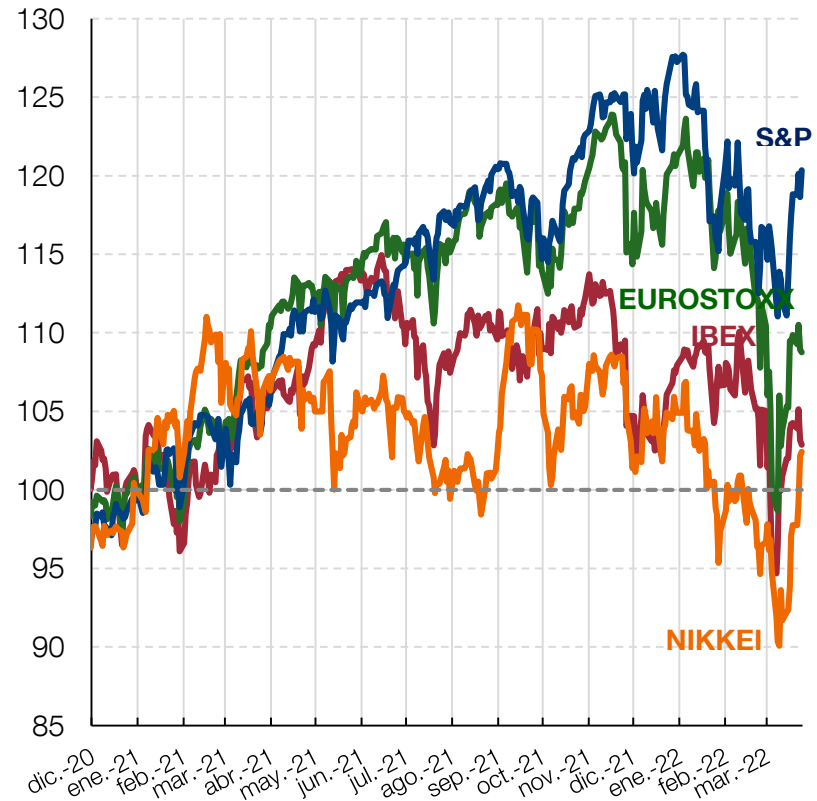
# CANAL FINANCIERO: TRAS EL FUERTE IMPACTO NEGATIVO INICIAL DE LA GUERRA EN LOS MERCADOS, LA SITUACIÓN SE HA NORMALIZADO, ALGO MENOS EN EUROPA

### INCERTIDUMBRE GLOBAL (BASE 100=31/12/2020)



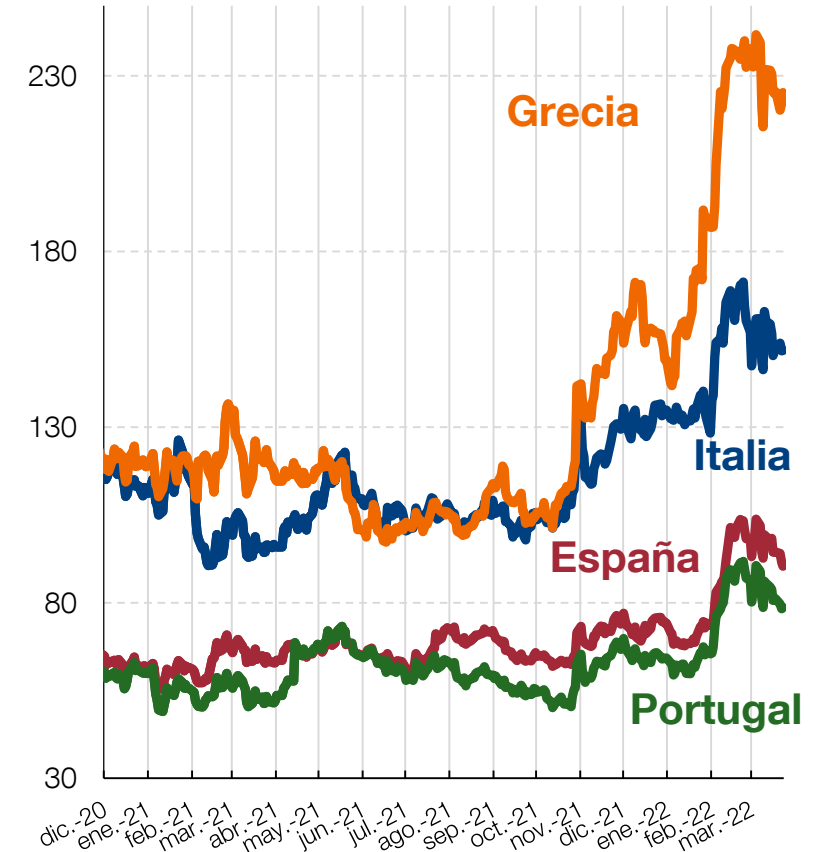
Fuente: Bloomberg

### MERCADOS BURSÁTILES (BASE 100=31/12/2020)



### DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA

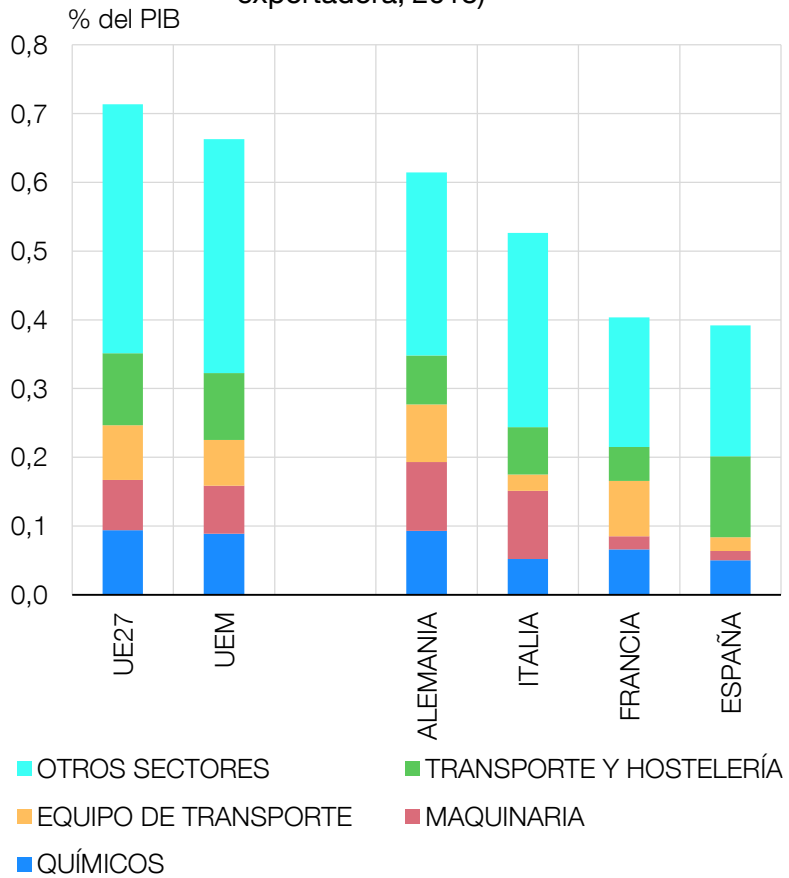
#### DEUDA A 10 AÑOS (PB)



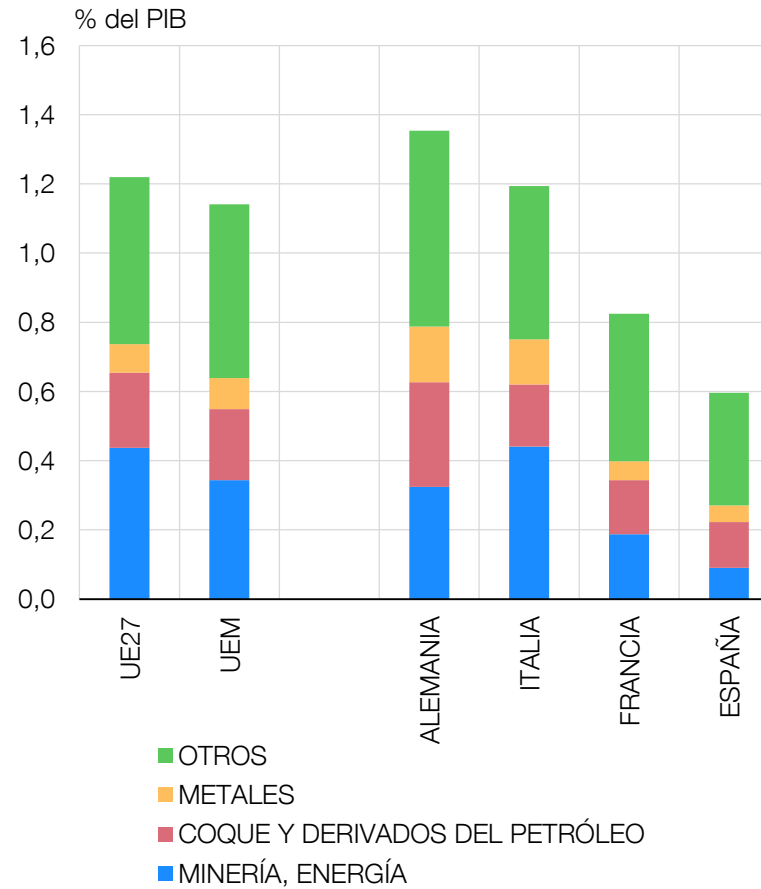


# CANAL COMERCIAL: LA EXPOSICIÓN COMERCIAL DIRECTA DE LA UE A RUSIA Y UCRANIA ES REDUCIDA PERO LOS EFECTOS INDIRECTOS PUEDEN SER RELEVANTES. LOS CUELLOS DE BOTELLA HAN AUMENTADO RECIENTEMENTE

**EXPORTACIONES A RUSIA**  
(Valor añadido generado por las exportaciones a Rusia, por industria exportadora, 2018)

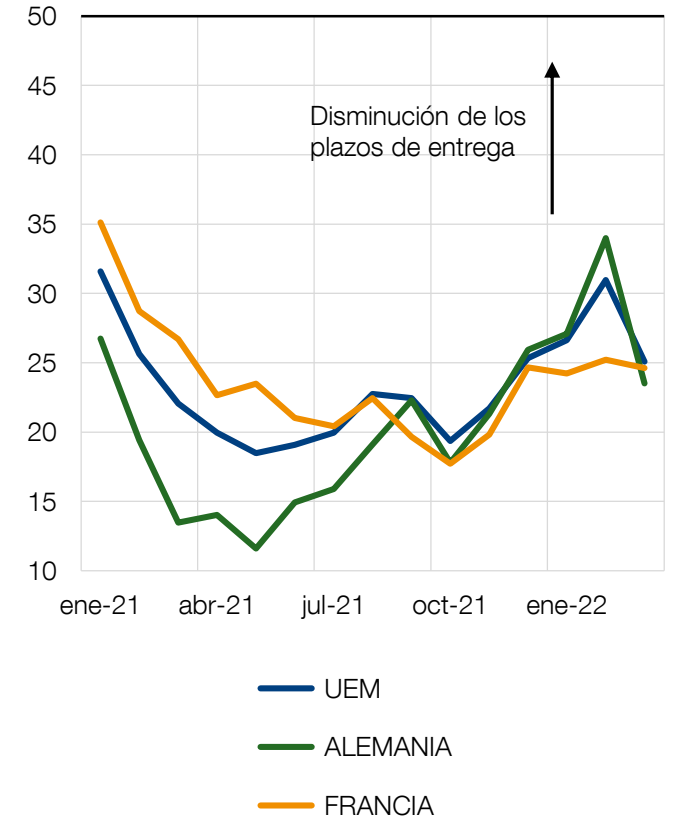


**VALOR AÑADIDO GENERADO EN RUSIA EN LAS IMPORTACIONES EUROPEAS, 2018**



**MANUFACTURAS PLAZO DE ENTREGA**

Índice de difusión  
Valor neutro = 50

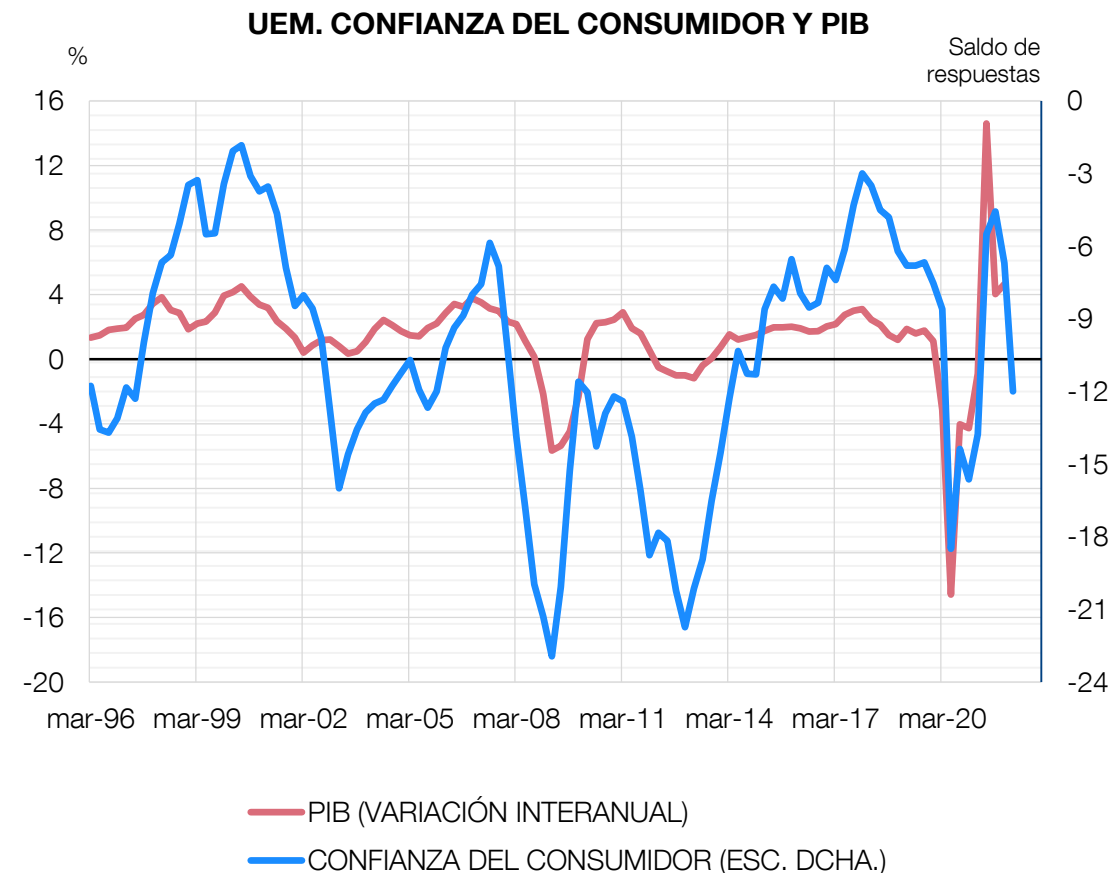
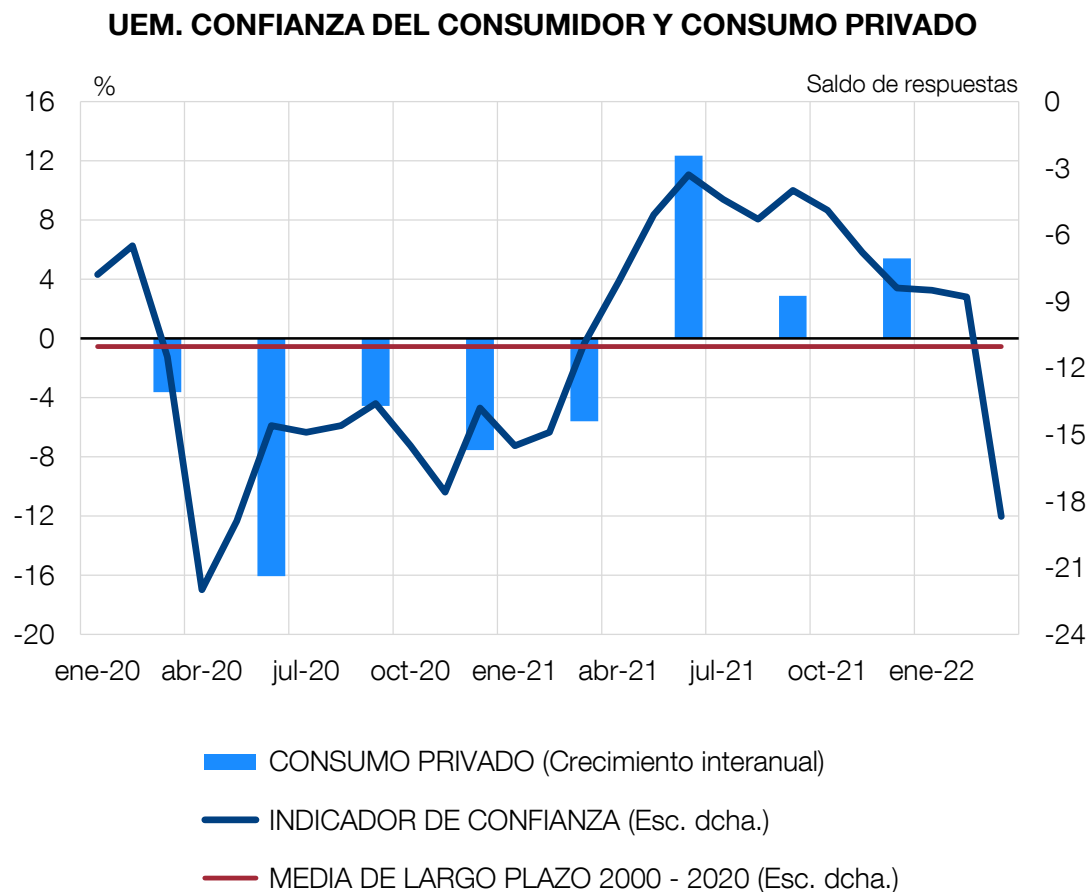


Fuentes: Eurostat, OECD TiVA y IHS Markit.



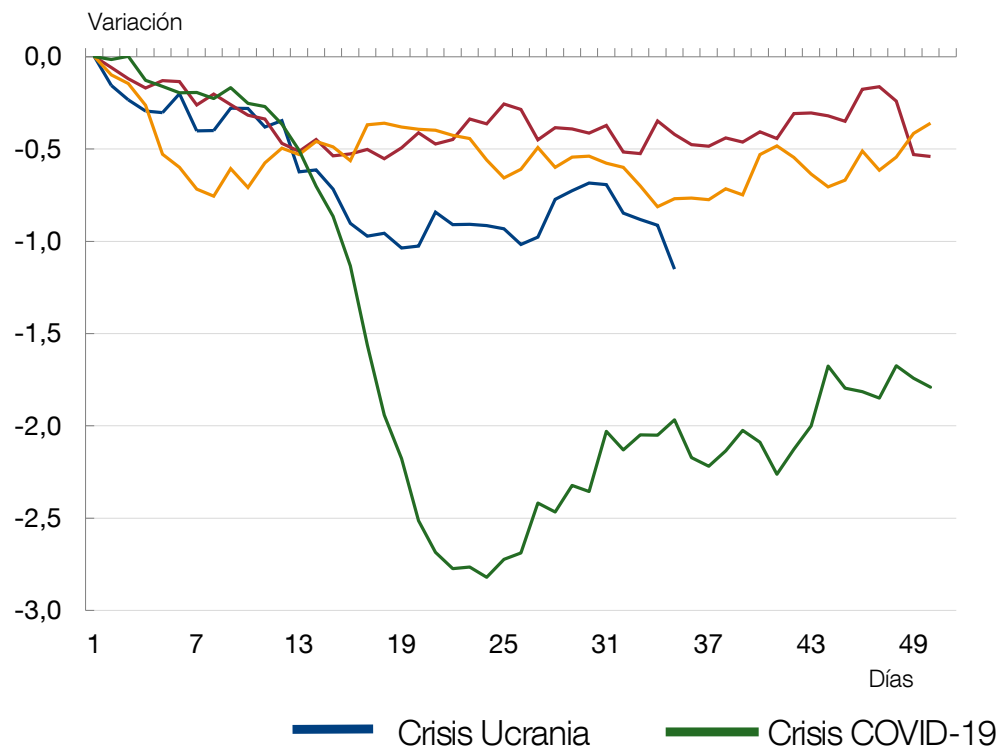
# LA REPERCUSIONES ECONÓMICAS DE LA GUERRA EN UCRANIA PARA LA UEM PODRÍAN SER MAYORES A TRAVÉS DEL CANAL DE LA CONFIANZA...

Se ha producido ya un fuerte deterioro de la confianza de los consumidores en el área del euro, de acuerdo con los indicadores de la CE.

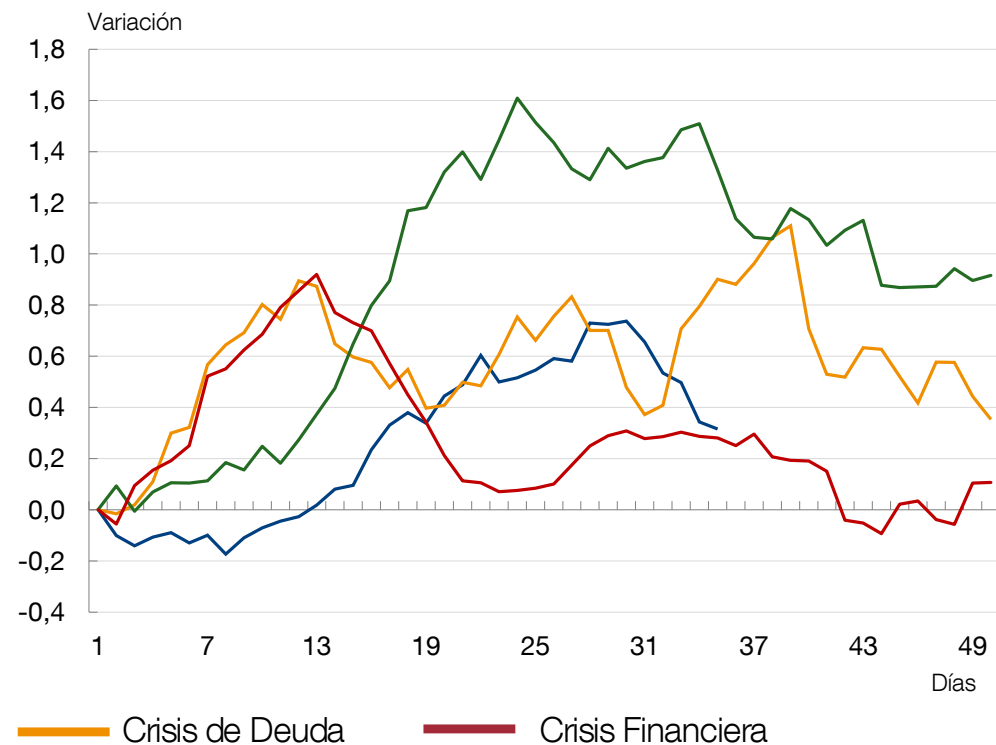


Fuente: Comisión Europea. Última observación: marzo de 2022 (dato preliminar).

## SENTIMIENTO ECONÓMICO EN ESPAÑA (INDICADOR DENSI)



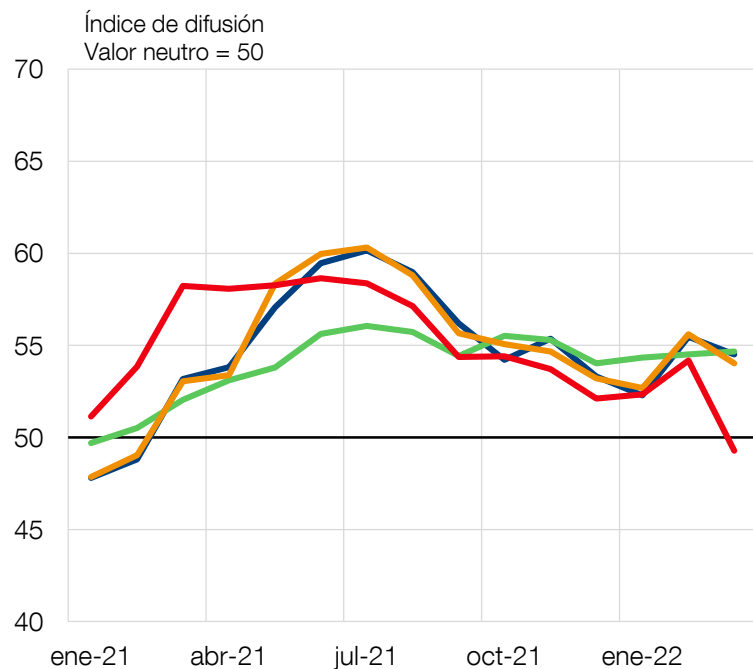
## INCERTIDUMBRE SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN ESPAÑA (INDICADOR EPU)



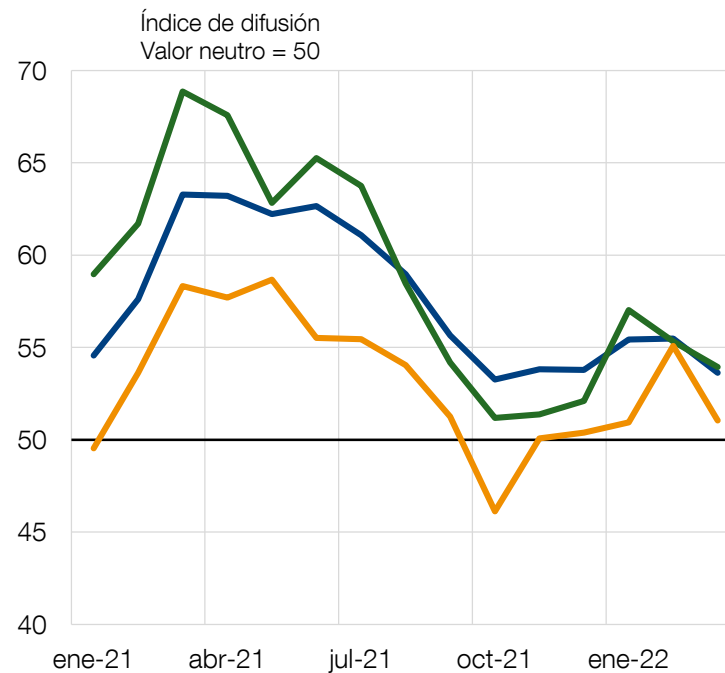
Fuentes: Banco de España, GPR, EPU, Refinitiv y Factiva.

Los indicadores DENSI y EPU se construyen a partir del “sentimiento económico” y de la “incertidumbre sobre las políticas económicas” contenido 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 en el corto plazo mientras que el EPU se basa en el número de artículos que tratan sobre incertidumbre en el ámbito de las políticas económicas.

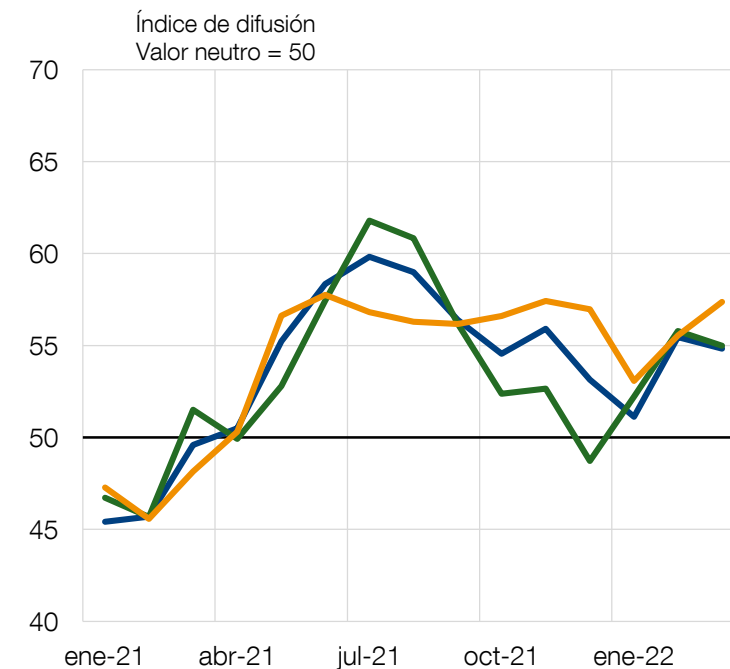
## PMI COMPUESTO DE LA UEM



## PMI MANUFACTURAS PRODUCCIÓN



## PMI SERVICIOS



— PRODUCCIÓN      — EMPLEO  
— NUEVOS PEDIDOS      — N. PED. EXTERIORES

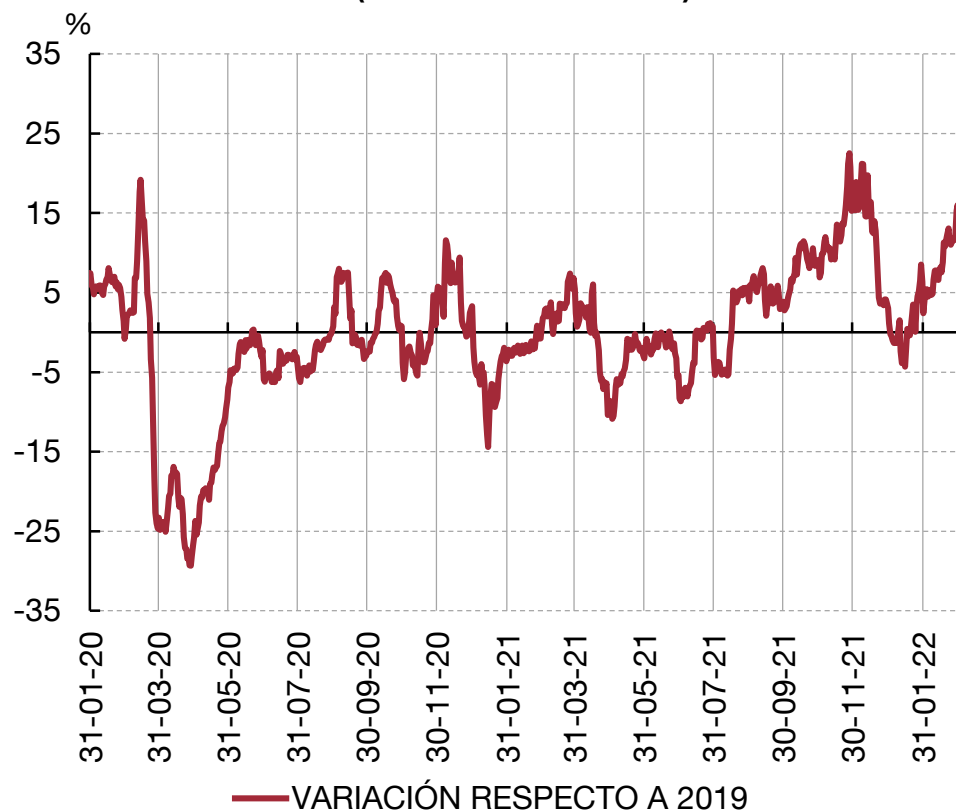
— UEM      — ALEMANIA

— FRANCIA

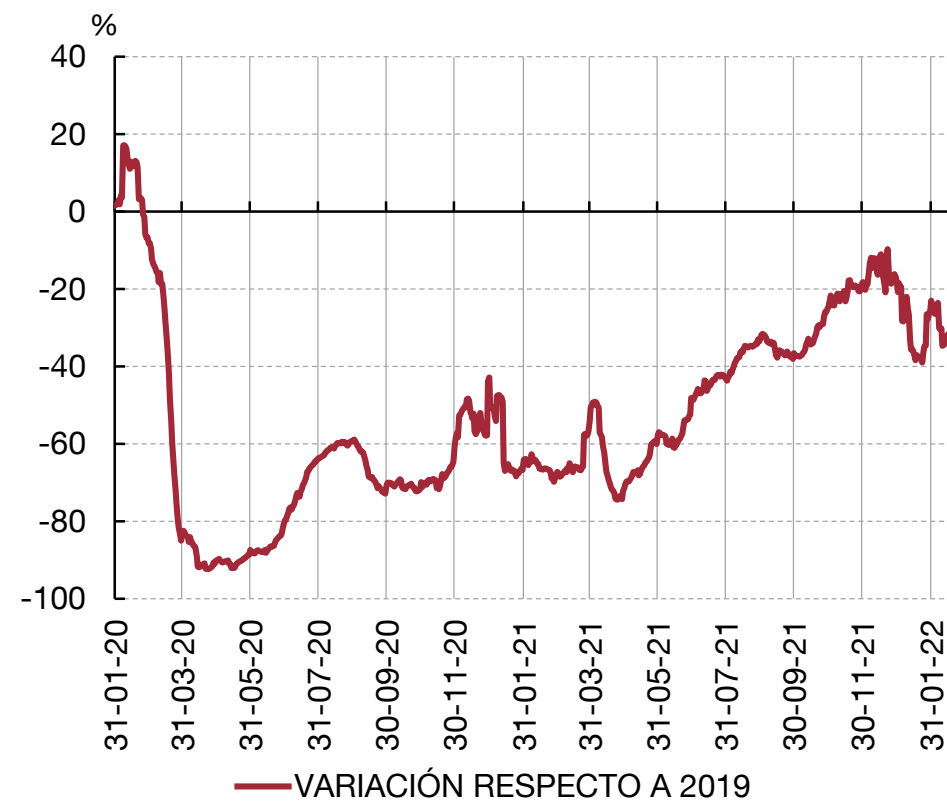
Fuente: IHS Markit. Última observación: dato preliminar de marzo.

# EN ESPAÑA, LAS VENTAS AL POR MENOR DE LAS GRANDES EMPRESAS NO MUESTRAN TODAVÍA UNA DESACELERACIÓN, QUIZÁ AFECTADAS POR EFECTO ACOPIO

**VENTAS DEL COMERCIO AL POR MENOR DE EMPRESAS ACOGIDAS AL SISTEMA DE SUMINISTRO INMEDIATO DE INFORMACIÓN**  
(media móvil de 14 días)

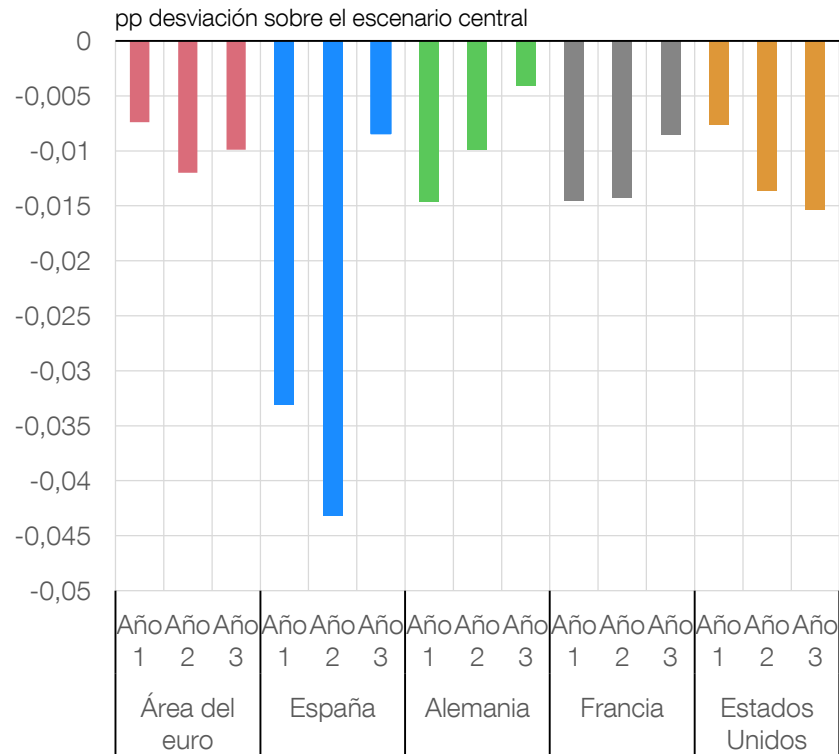


**VENTAS DE EMPRESAS DE LA HOSTELERÍA ACOGIDAS AL SISTEMA INMEDIATO DE SUMINISTRO DE INFORMACIÓN**  
(media móvil de 14 días)

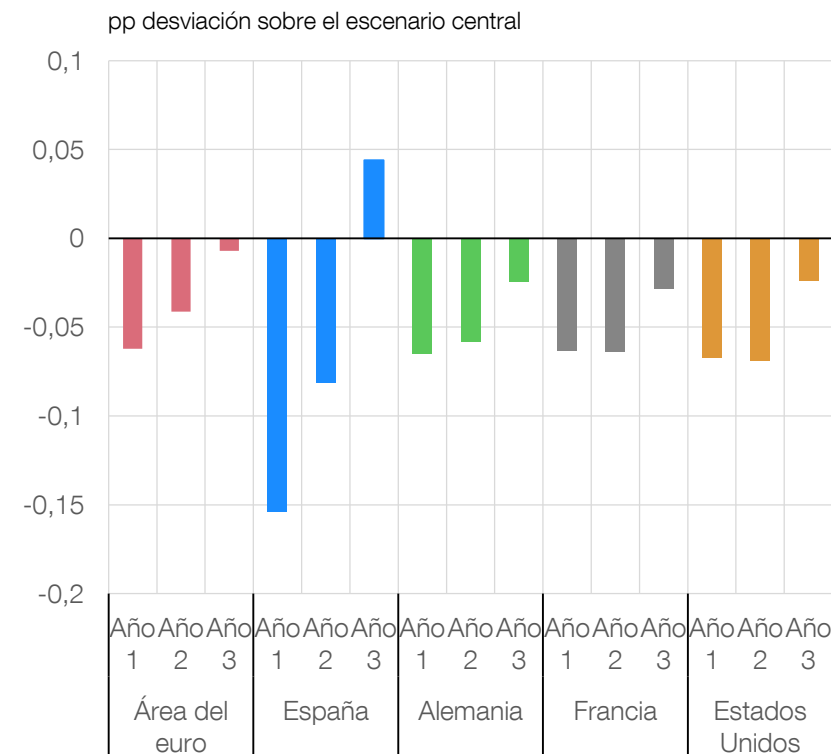


Fuente: AEAT en base a las declaraciones del Sistema de Información Inmediata de la Agencia Estatal de Administración Tributaria de las empresas cuya actividad principal es el comercio al por menor y la hostelería. Los datos han sido deflactados con el IPC. Último dato disponible: 8 de marzo de 2022.

**IMPACTO SOBRE PIB DE UN INCREMENTO DEL 10% DEL PRECIO DEL GAS DURANTE 1AÑO**



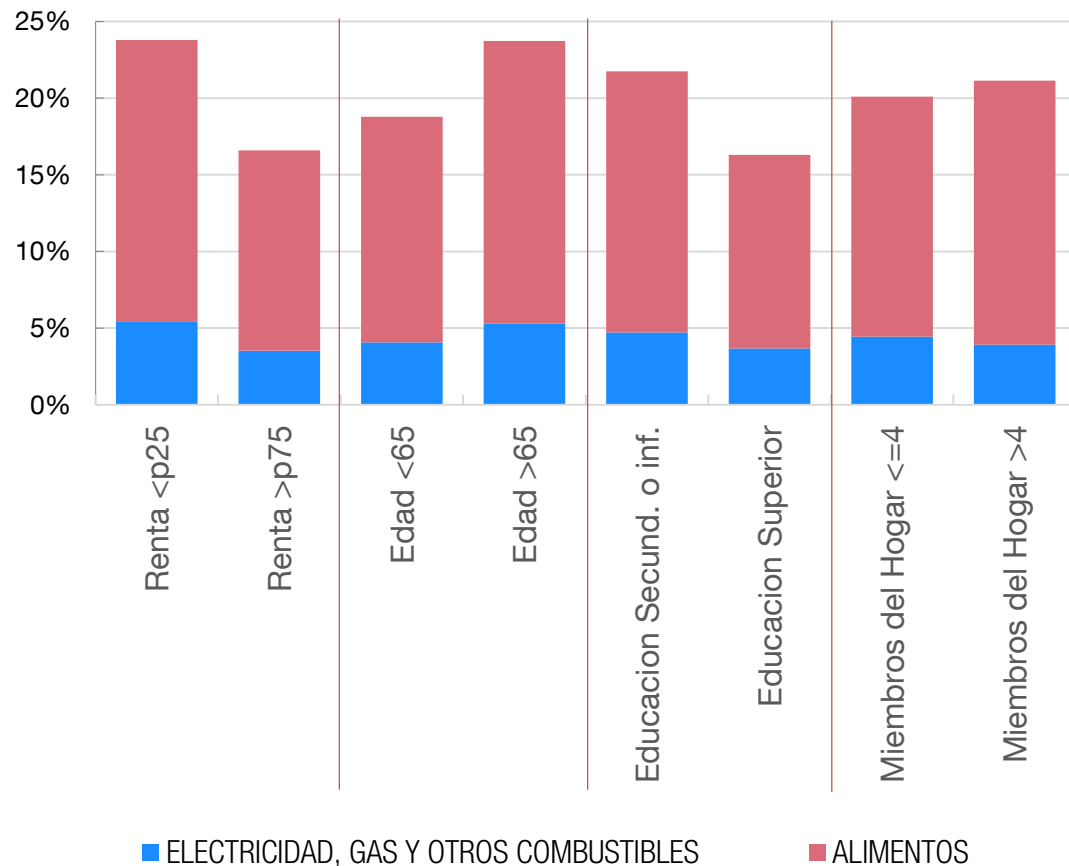
**IMPACTO SOBRE PIB DE UN INCREMENTO DEL 10% DEL PRECIO DE PETRÓLEO DURANTE 1AÑO**



Fuente: Banco de España

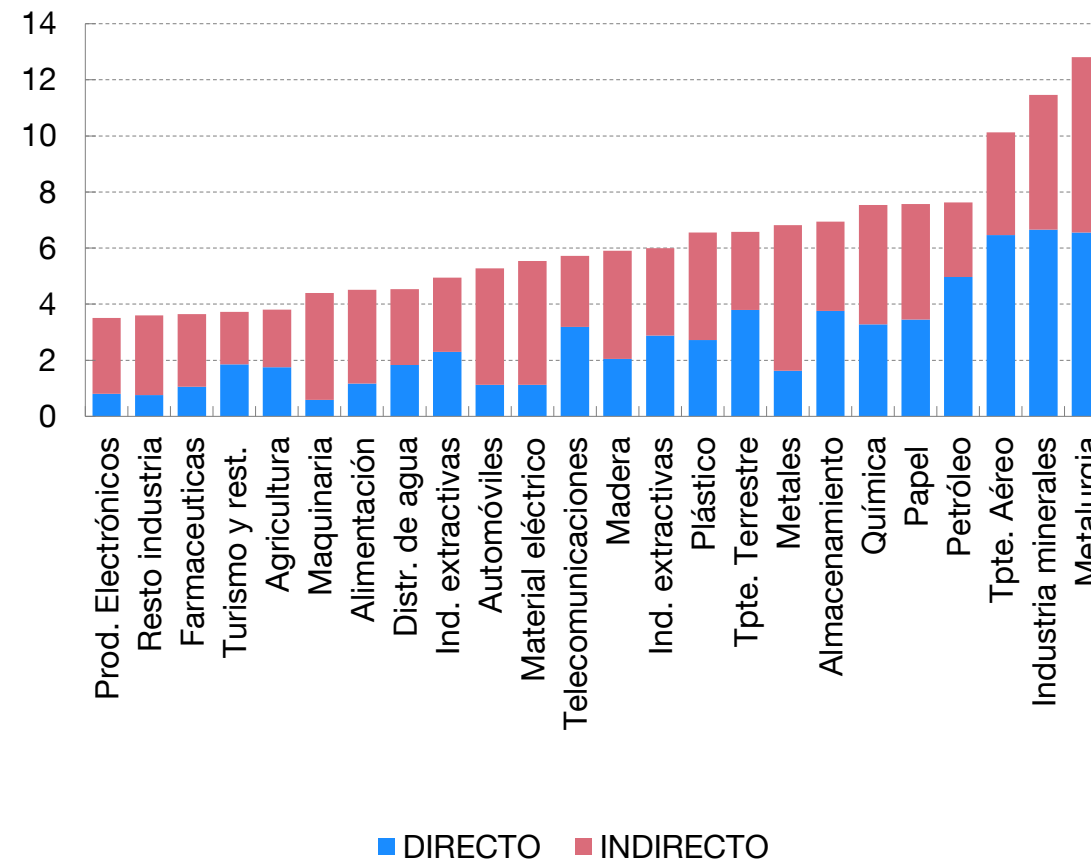
# ... IMPACTO QUE TENDRÁ UNA INCIDENCIA MUY HETEROGÉNEA ENTRE HOGARES Y POR SECTORES

PROPORCIÓN DE GASTO EN ALIMENTOS Y ELECTRICIDAD, GAS Y OTROS COMBUSTIBLES



Fuente: Banco de España.

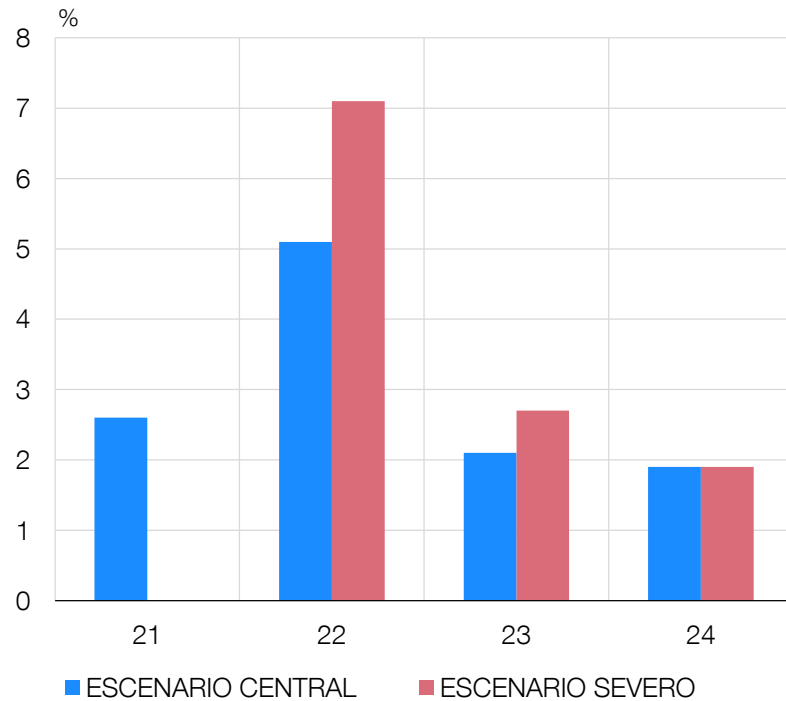
CONSUMO DE GAS Y ELECTRICIDAD (% DE LA PRODUCCIÓN)



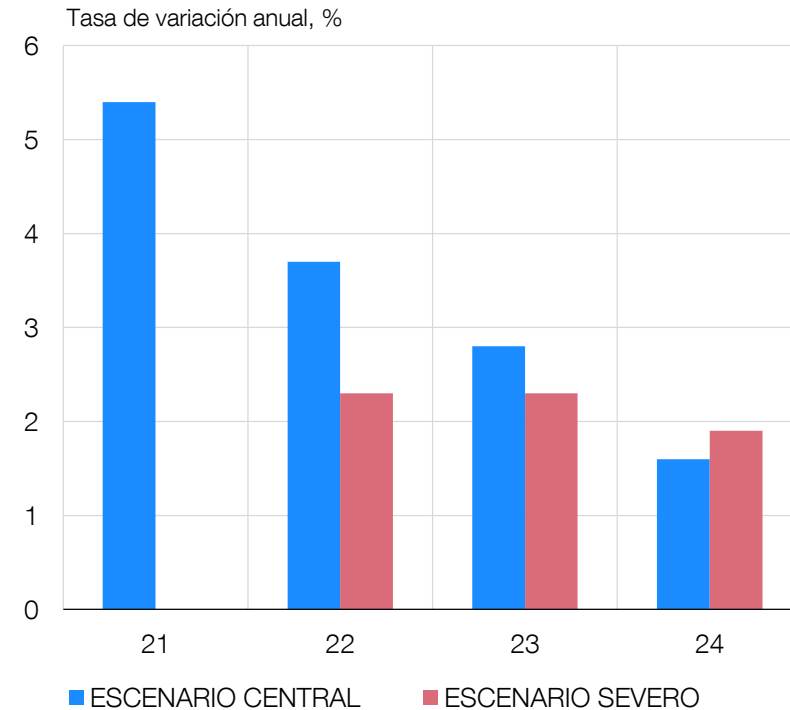
Fuente: OECD. Inter-Country Input-Output (ICIO).

**En cuanto a la magnitud del impacto, las estimaciones están sometidas a una incertidumbre extraordinaria. El BCE contempla tres escenarios : el crecimiento del PIB en el área del euro en 2022 se reduciría, con respecto a las previsiones realizadas en diciembre, entre 0,5 pp (hasta el 3,7%) y 1,9 pp (hasta el 2,3%). Por su parte, la inflación media en 2022 se incrementaría, de nuevo en relación con las previsiones de diciembre, entre 1,9 pp (hasta el 5,1%) y 3,9 (hasta el 7,1%).**

**INFLACIÓN GENERAL DE LA UEM**



**PIB REAL DE LA UEM**



Fuente: Banco Central Europeo (proyecciones de marzo de 2022).



## Aumentar la autonomía estratégica y aliviar el impacto de la crisis

- A corto plazo, la acción debe destinarse a **respaldar a las empresas y colectivos de población más vulnerables** (relajar transitoriamente el marco de ayudas de estado al sector empresarial, establecer algunos límites temporales a los precios minoristas de la electricidad, aumentar el almacenamiento).
- Con una perspectiva de medio plazo, **es necesario aumentar la autonomía estratégica europea, en particular en energía y defensa**. En materia energética, a través de una mayor diversificación de suministradores e impulsando una reducción más rápida de la dependencia de los combustibles fósiles.

## Mutualizar el coste

- Como en el caso de la pandemia, el conflicto bélico supone una perturbación muy negativa de carácter exógeno y común al conjunto de economías europeas, pero con potenciales efectos asimétricos entre países, sectores y empresas, dado que los niveles de exposición y dependencia a la economía rusa y ucraniana son muy distintos, y la posición de partida de los países es también diferente.
- **La acción conjunta europea vuelve a ser la vía más eficaz, a través de la mutualización de recursos presupuestarios**, para facilitar la financiación del gasto público que ha surgido como consecuencia de la invasión.
- **Debe evitarse con ello que la guerra sea una fuente de fragmentación financiera en Europa.**

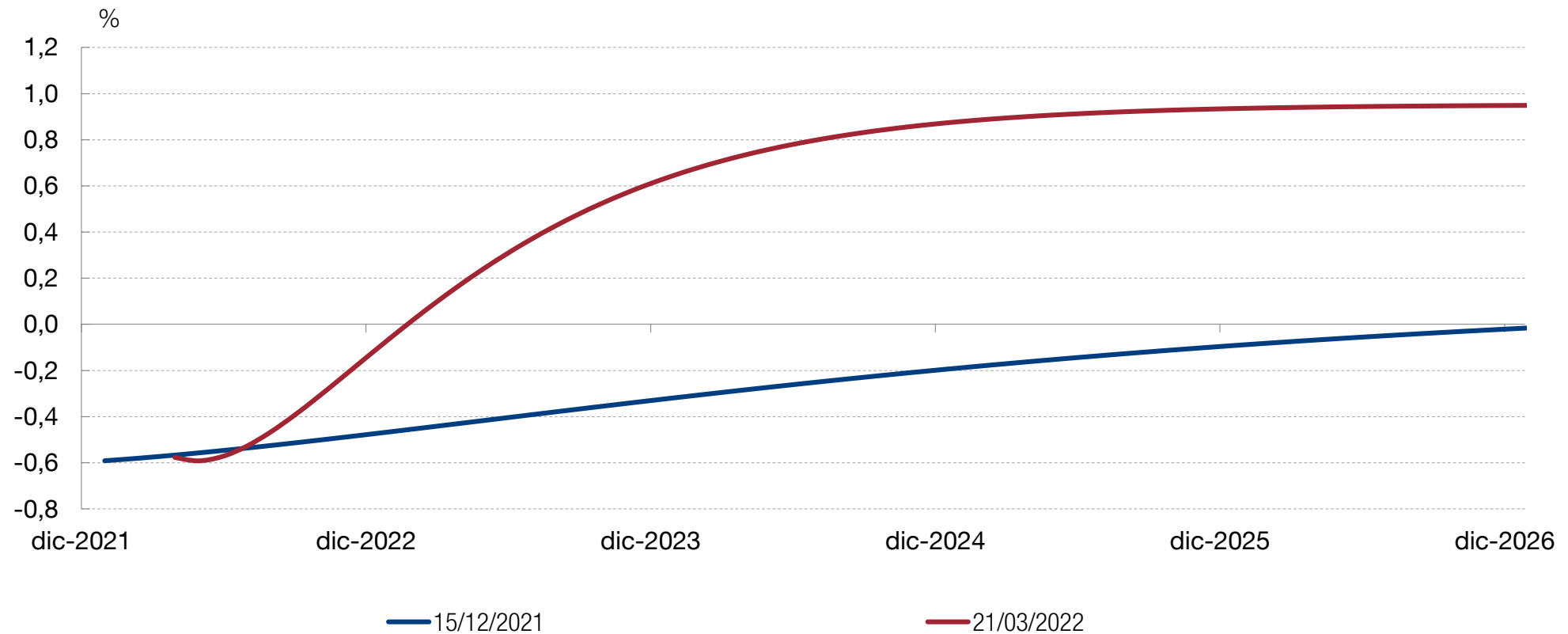
## Acelerar la integración europea

- Constitución de una **capacidad fiscal común y permanente** en el área del euro.
- Creación de un **activo seguro europeo** (un avance en este sentido, son las emisiones de bonos paneuropeos para financiar el NGEU) y **mayor grado de integración de los mercados de capitales** del área del euro.
- **Completitud de la Unión Bancaria:** constitución de un mecanismo europeo de garantía de depósitos y establecimiento de un marco común para la resolución de crisis sistémicas.

- Las decisiones **ponderan los distintos riesgos** que surgen en el contexto actual para el objetivo de estabilidad de precios:
  - De un lado, la nueva perturbación **incrementa la dinámica al alza de la inflación en el corto plazo y aumenta la probabilidad de la aparición de efectos de segunda ronda** y, de esa manera, de la traslación al medio plazo.
  - **En sentido contrario**, la guerra generará un **efecto negativo sobre el crecimiento**, que podría ser muy significativo, en particular en el corto plazo y en un contexto en el que la economía del área del euro se encuentra todavía lejos de su nivel potencial, lo que **podría reducir las presiones inflacionistas en el medio plazo**, que es el horizonte temporal relevante para la política monetaria.
  - En todos los escenarios analizados **se espera que la inflación descienda progresivamente y se estabilice en niveles próximos a nuestro objetivo del 2 % en 2024**.
  - Distintos indicadores de las **expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de las encuestas se encuentran también ancladas en torno al 2 %** una vez se descuentan las primas de riesgo.
- Ya no resulta tan necesario reforzar el tono acomodaticio a través de las compras netas de activos: **las compras mensuales del APP se reducen para el 2º trimestre** y la calibración para el 3º dependerá de la evolución de las perspectivas económicas.
- Se enfatiza el carácter **data dependent** y se aumenta la **flexibilidad y opcionalidad** en el uso de los instrumentos:
  - **Se adoptarán las medidas necesarias para garantizar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera.**
  - Si en los próximos meses, los nuevos datos respaldan la expectativa de que las perspectivas de inflación a medio plazo no se debilitarán, se finalizarán las compras netas del APP en el tercer trimestre. Sin embargo, si las perspectivas de inflación a medio plazo cambian, se revisará el plan de compras netas de activos (tanto importe como duración).
  - **Se amplían las posibilidades de distanciamiento temporal entre el final de las compras netas y el momento en que se comenzará a elevar los tipos de interés**
  - El ajuste de los tipos de interés será **gradual**.
  - **Necesidad de evitar la fragmentación** con una reinversión flexible de las amortizaciones de deuda del PEPP o, en su caso, con instrumentos alternativos.

# DESDE DICIEMBRE PASADO SE HA PRODUCIDO UN ADELANTO DE LAS EXPECTATIVAS DE SUBIDAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS POR PARTE DE LOS MERCADOS

UEM: CURVA OIS €STR FORWARD INSTANTÁNEO



FUENTE: Refinitiv Datastream y Banco de España

## Política fiscal nacional

- Respuestas **granulares y focalizadas** en los hogares, empresas y sectores más vulnerables.
- Las medidas deben ser **temporales y selectivas**, dado el notable aumento de los desequilibrios presupuestarios durante la pandemia y el actual contexto de elevada inflación, evitando un impulso fiscal generalizado.
- Debe acompañarse de un diseño temprano y, una vez que la recuperación esté asentada, de la implementación de un **programa de consolidación a medio plazo** que permita reducir gradualmente el elevado endeudamiento público.
- Aplicación de un **conjunto exhaustivo y ambicioso de reformas** que aborden nuestros problemas estructurales y eleven nuestro producto potencial, lo que permitirá reducir también nuestro endeudamiento público.
- **Aceleración de los proyectos y reformas del programa NGEU.**
- Como parte del pacto de rentas, es necesario **evitar el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto** que pudieran alimentar adicionalmente el actual proceso inflacionista.

## Pacto de rentas entre trabajadores y empresas

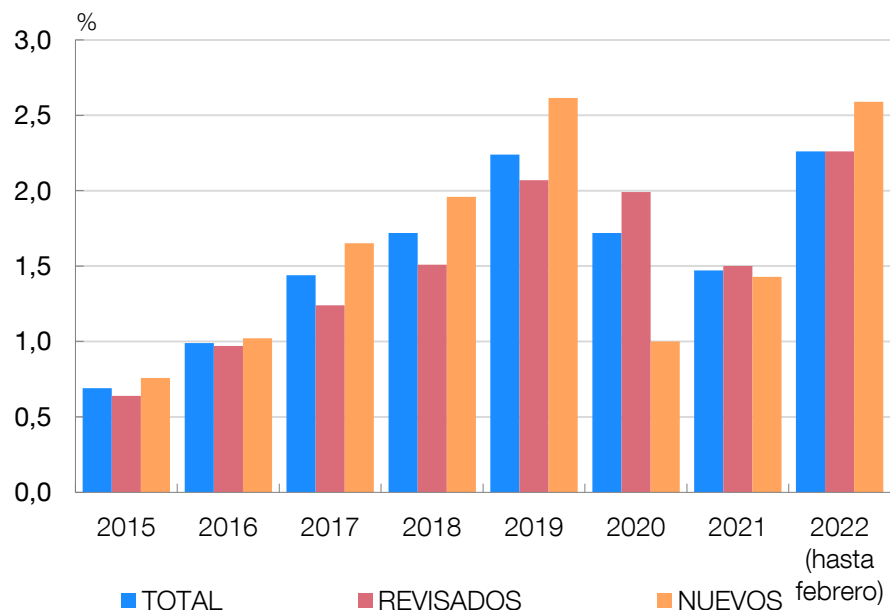
- La **pérdida de rentas** de la economía que supone el aumento de costes energéticos, agravado a raíz de la invasión de Ucrania, **debe ser repartida entre trabajadores** (caída de su poder adquisitivo) **y empresas** (disminución de sus márgenes), que evite una espiral inflacionista
- **Evitar la adopción de medidas generales o excesivamente rígidas**, dada la heterogeneidad de sectores, empresas y trabajadores, permitiendo que el ajuste no recaiga en los colectivos más vulnerables.
- **No recurrir a fórmulas de indiciación automática** de los salarios a la inflación pasada o a cláusulas de salvaguarda, cuya aplicación elevaría los efectos de segunda ronda (espiral inflación-crecimiento salarial).
- **Compromisos plurianuales en los aumentos salariales** (e.g. a la inflación subyacente), complementados, en su caso, con compromisos en la **protección del empleo**, que aporten certidumbre a los agentes en sus decisiones de consumo e inversión.
- **Compromisos de moderación de los márgenes empresariales**, para asegurar la competitividad de las empresas españolas y que el crecimiento económico se resienta lo menos posible.

**Por el lado de los trabajadores,** en febrero, el incremento salarial pactado para 2022 se incrementó hasta el 2,3% –desde el 1,5% de 2021–, porcentaje claramente inferior a las tasas de inflación observadas en los últimos meses y a las esperadas para 2022.

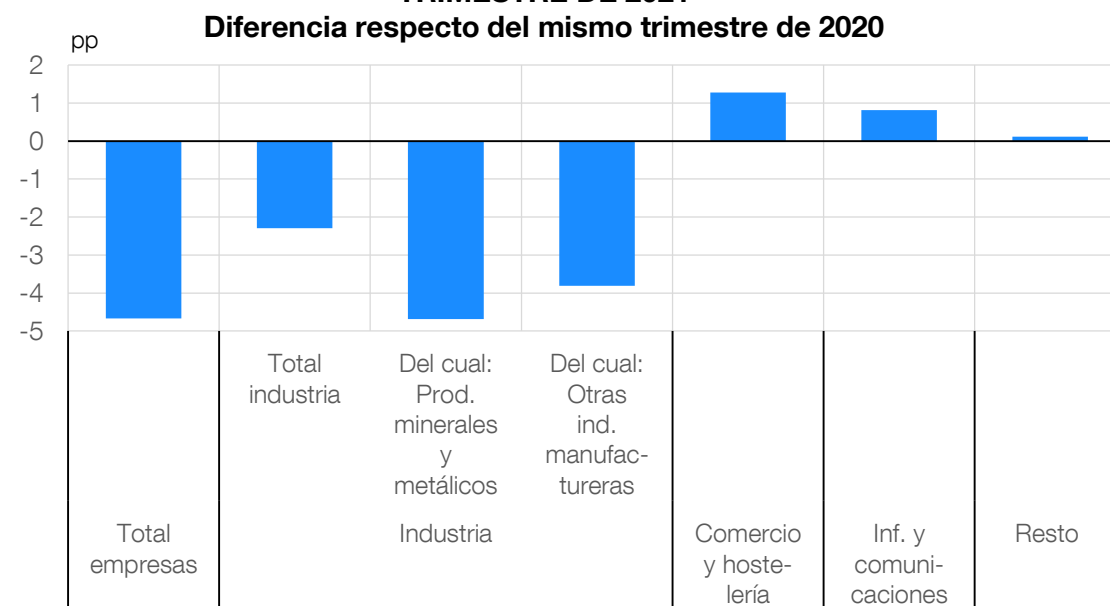
**Las empresas no han venido trasladando de forma plena a los precios de sus productos el aumento de sus costes:**

- Según una **Encuesta del BE (EBAE)**, en el último trimestre de 2021, tres cuartas partes de las empresas experimentaron un aumento en sus costes, mientras que solamente el 30 % de ellas aumentaron el precio de venta de sus productos.
- Según la **Central de Balances Trimestral**, el aumento de los costes energéticos habría frenado la recuperación de los excedentes en las ramas más intensivas en el consumo de energía.

**INCREMENTO SALARIAL PACTADO**



**EVOLUCIÓN DEL MARGEN COMERCIAL EMPRESARIAL EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021**

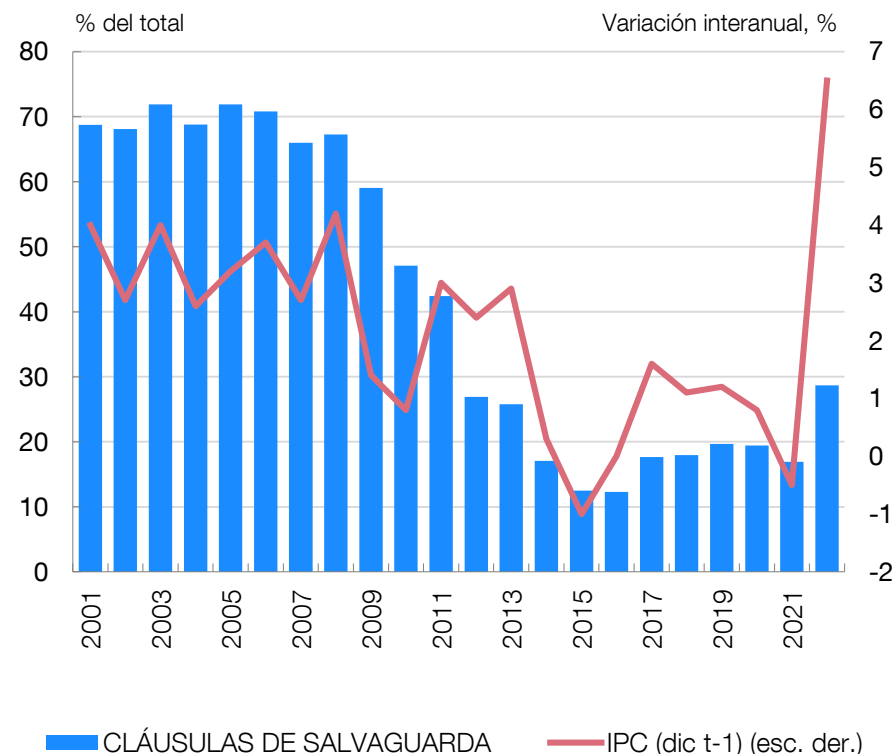


Fuentes: Banco de España y Ministerio de Trabajo y Economía Social. En el gráfico derecho, el margen comercial se define como el cociente entre el VAB y la producción.

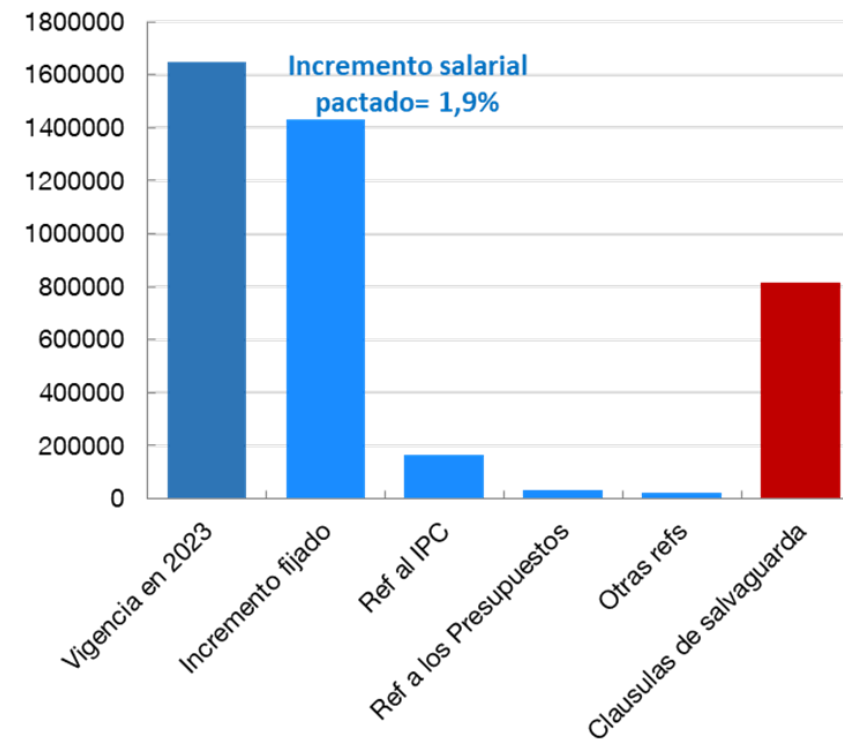
En los convenios registrados hasta febrero de 2022 se observa un repunte en el porcentaje de trabajadores con cláusula de salvaguarda (28,7% frente al 16,9% en 2021).

Para 2023, el incremento salarial pactado estaría en línea con el acordado para 2022, si bien para el 10% de los trabajadores afectados dicho aumento está referenciado a la evolución de la inflación y la mitad de los trabajadores afectados tienen incorporados en sus convenios cláusulas de salvaguarda.

INCIDENCIA DE LAS CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA CONTRA LA INFLACIÓN



TRABAJADORES AFECTADOS POR CONVENIOS COLECTIVOS PARA 2023



Fuentes: Ministerio de Trabajo y Economía Social. Última observación: febrero de 2022.



BANCODE **ESPAÑA**  
Eurosistema

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

