

---

**26.09.2022**

**La situación económica en el actual contexto inflacionista y la  
respuesta de las políticas económicas**

Fundación la Caixa. Cátedra “Economía y Sociedad”

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

---

Señoras y señores, permítanme que comience agradeciendo a la Fundación la Caixa la invitación a participar en esta Cátedra sobre “Economía y Sociedad”, que se ha convertido en un referente para analizar en profundidad cuestiones relevantes para nuestro tiempo.

En el contexto actual de elevada inflación y notable incertidumbre sobre las perspectivas económicas, marcadas trágicamente por la invasión de Ucrania por Rusia, centraré mi intervención, en primer lugar, en describir el diagnóstico del Banco de España sobre la situación y perspectivas económicas. Con posterioridad, analizaré la reacción de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) a este contexto y alguno de sus posibles efectos en la economía española. Por último, me gustaría destacar el papel que el resto de políticas económicas puede desempeñar para sortear los retos actuales.

## **1. Los principales condicionantes de las perspectivas económicas actuales**

### **Las presiones inflacionistas están siendo muy elevadas y persistentes, generando caídas de las rentas reales significativas**

El repunte de la inflación ha sido global, muy significativo y persistente, convirtiéndose en uno de los mayores condicionantes de la evolución económica. Las razones del repunte de la inflación son diversas, y combinan factores de oferta y demanda, con distinto peso de estos en las distintas zonas geográficas. Estos factores incluyen los altos precios de las materias primas en los mercados internacionales, los cuellos de botella en la producción de determinados bienes (debido a los desajustes entre la oferta y la demanda generados por el levantamiento de las restricciones sanitarias asociadas a la pandemia) y los tensionamientos en el transporte marítimo. Esta eliminación de las restricciones se ha traducido también en una liberación de parte de la demanda de los servicios y, como consecuencia, en una aceleración de los precios del ocio, la restauración y el turismo. Y los cambios de hábitos, como el aumento del teletrabajo, han determinado un incremento del gasto en equipamiento del hogar, lo que ha ejercido una presión adicional sobre sus precios.

En el caso del área del euro y de España, el análisis de la información desagregada muestra los siguientes hechos estilizados:

1. La magnitud del incremento de la inflación no tiene precedente reciente. En el área del euro, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situó en el 9,1 % en agosto. En España, se ha incrementado desde tasas ligeramente negativas a finales de 2020 hasta el 10,5 % en agosto de 2022. Como referencia, para encontrar una aceleración similar hay que remontarse hasta 1977.

2. Este episodio inflacionista se caracteriza por su elevada persistencia. La inflación en España lleva situada por encima del 2 % durante 16 meses. El anterior episodio de la misma duración tuvo lugar entre 2010 y 2011. Y tampoco en el conjunto del área del euro se había registrado un período tan duradero con la tasa de inflación por encima del 2 % desde esa misma época.

3. En términos de su composición, destaca el papel del componente energético. Un 40 % de la inflación observada en España en agosto se explica por la electricidad y el resto de la

energía (2,3 pp, 1,9 pp, respectivamente). El porcentaje es muy similar en el área del euro (43 %).

4. Las alzas de los precios del gas y la electricidad han sorprendido por su intensidad y persistencia<sup>1</sup>. Como resultado, se encuentran detrás de una parte muy significativa de los errores de previsión de la inflación en los últimos trimestres. Casi la mitad del error cometido en los ocho primeros meses de este año en las previsiones del Banco de España se debe a los efectos directos del mayor crecimiento de los precios energéticos. Y ello a pesar de que las medidas adoptadas para contener el alza de estos precios han reducido en 1,8 pp la inflación total en ese período.

5. La prolongación en el tiempo y la magnitud del incremento de precios energéticos y su coincidencia con el encarecimiento de otras materias primas ha dificultado su absorción por las empresas. Así, se han ido trasladando al resto de precios de bienes y servicios, con una intensidad mayor que antes de la pandemia<sup>2</sup>. Esta traslación son los denominados “efectos indirectos”, que, en agosto, se estima que habrían contribuido en un tercio al aumento de la inflación subyacente del área del euro y España (10 % de la inflación general).

6. Los precios de las materias primas alimenticias también han mostrado fuertes incrementos, hasta alcanzar niveles muy elevados en comparación histórica, si bien se han moderado desde los máximos alcanzados en marzo. Su encarecimiento se explica por la fortaleza de la demanda mundial, los factores climáticos adversos y el aumento de los costes del transporte marítimo internacional y de algunos insumos esenciales, como los combustibles y los fertilizantes<sup>3</sup>. En España, el aumento entre diciembre de 2021 y agosto de 2022 de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos ha sido de 8,1 pp (7,4 pp en el área del euro)<sup>4</sup>, de forma que, de la inflación en agosto, un 30 % se debe a los alimentos (3,2 pp) (25 % en el área del euro). También ha generado una cierta traslación al resto de bienes y servicios: se estima que un incremento de 10 pp en los precios de las materias primas alimenticias acaba teniendo un efecto de 0,4 pp en el IAPC general al cabo de un año.

7. La inflación subyacente ha aumentado significativamente, situándose en el 4,9 % en agosto en España (4,3 % en el área del euro). En agosto, un 43 % de rúbricas mostraban una inflación superior al 4 % (más del 50 % en el área del euro). La contribución a este aumento en España ha sido especialmente elevada en el caso de los restaurantes, cafés y

---

<sup>1</sup> Así, por ejemplo, a finales del verano de 2021 se esperaba una fuerte corrección a la baja de los precios del gas y, por tanto, de la electricidad, a partir de la primavera de este año. Sin embargo, ahora no se prevé, según los mercados de futuros, que esa corrección se produzca hasta 2023.

<sup>2</sup> Véase González Mínguez, J.M., Hurtado, S., Leiva-León, D. y Urtasun, A. (2022) “De la energía al resto de componentes: la generalización del fenómeno inflacionista”, Artículos Analíticos, Boletín Económico, Banco de España de próxima publicación.

<sup>3</sup> Los precios de los fertilizantes guardan una relación muy estrecha con los del gas natural. Además, el conflicto bélico también ha supuesto una perturbación adicional en los precios de las materias primas agrícolas, dado el elevado peso de Rusia y Ucrania en los correspondientes mercados internacionales.

<sup>4</sup> Este comportamiento no difiere del observado en períodos de incrementos de precios anteriores, como el de la crisis alimentaria de 2008. Además, la volatilidad de estos precios es significativamente mayor en España que en el conjunto de la UEM.

similares, los servicios de alojamiento y los vehículos de motor<sup>5</sup>. La aportación a la inflación general de la partida de “ocio, restauración y turismo” fue de 1,6 pp, frente al 1,1 pp en el área del euro<sup>6</sup>.

8. El avance de la remuneración por asalariado se situó en el 4,8 % y 3,4 % en el área del euro y España, respectivamente, en el segundo trimestre de 2022, notablemente por debajo de la inflación observada<sup>7</sup>. Como resultado, la pérdida de poder adquisitivo de los hogares es muy significativa. En cuanto a los márgenes empresariales, estos muestran una relativa estabilidad, a nivel agregado. La ratio entre el deflactor del PIB y los costes laborales unitarios se situó, en el segundo trimestre, en niveles similares a los observados antes de la pandemia, tanto en España como en la eurozona. Por su parte, los datos de la Central de Balances del Banco de España apuntan a una ligera reducción de la ratio entre el excedente bruto de explotación y las ventas de las empresas entre el primer semestre de 2021 y la primera mitad de 2022<sup>8</sup>. No obstante, esta evolución encubre una heterogeneidad muy elevada entre ramas y empresas.

9. Las descomposiciones disponibles entre factores de oferta y demanda muestran que los primeros son predominantes en el caso del área del euro y España a la hora de explicar el repunte y persistencia de la inflación.

10. Los hechos estilizados observados muestran algunas diferencias importantes con Estados Unidos. La inflación en este país es actualmente algo menor, con una contribución similar de los alimentos y una aportación notablemente más reducida del componente energético (en torno al 20 %). En cambio, la contribución del componente subyacente es más elevada. De hecho, la medida de inflación subyacente se situó en agosto en el 6,3 %, con un crecimiento de los salarios y un peso de los factores de demanda significativamente más altos.

### **Un condicionante de primer orden de las perspectivas económicas lo constituye el desarrollo de la guerra en Ucrania y su impacto en los mercados energéticos**

Europa está particularmente expuesta a los efectos económicos de la invasión rusa de Ucrania, dada su cercanía geográfica, sus estrechos lazos comerciales y financieros con Rusia y, especialmente, por la elevada dependencia de las importaciones de combustibles fósiles desde Rusia, siendo limitada la capacidad para su sustitución a corto plazo.

Al inicio de la guerra, las importaciones de gas desde Rusia suponían aproximadamente un 40 % del consumo de gas en Europa y un 10 % del consumo total de energía. La invasión

---

<sup>5</sup> Véase Pacce, del Río y Sánchez (2022). «[Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España](#)», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 3/2022, Banco de España.

<sup>6</sup> Esta diferencia se explica no solo por el mayor incremento de estos precios en nuestro país, sino también por su mayor peso en nuestra cesta de consumo. En cambio, la contribución de las partidas relacionadas con el transporte ha sido ligeramente más reducida que la observada en el área del euro, tanto por la menor inflación observada en España como por su menor peso en el agregado.

<sup>7</sup> Los salarios negociados en la UEM, excluyendo los elementos más volátiles como los pagos especiales, se han acelerado hasta de 2,6 % (cifra similar a la de los convenios en España hasta agosto, con los incrementos salariales recogidos en los convenios de nueva firma situados en el 2,9 %). Se espera una aceleración adicional en 2023, pero los crecimientos actualmente proyectados serían en principio moderados, una vez se tiene en cuenta el crecimiento tendencial de la productividad.

<sup>8</sup> Véase Menéndez y Mulino (2022), «[Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2022.](#)», Artículos Analíticos. Boletín Económico 3/2022, Banco de España.

de Ucrania hizo que tomáramos conciencia bruscamente de esta vulnerabilidad, que se ha materializado con la reducción de casi el 85 % del suministro de gas natural por gaseoducto procedente de Rusia.

Esta toma de conciencia se plasmó, en mayo, en el Plan RePowerEU, que fijaba dos objetivos fundamentales: reducir, al final de 2022, la dependencia energética de Rusia a una tercera parte de su nivel previo a la guerra (como paso previo a su eliminación total en 2030), y aumentar el almacenamiento de gas a fecha 1 de octubre hasta un 80 % de su capacidad total. Además, en julio la Comisión Europea (CE) presentó un plan de reducción del consumo de gas en Europa de un 15 % durante el próximo invierno.

El grado de cumplimiento de ambos planes es relativamente elevado. En primer lugar, Europa ha llevado a cabo una sustitución parcial de gas por otras fuentes de energía. En segundo lugar, ha aumentado la diversificación geográfica de sus importaciones de gas, con aumentos de las que proceden de Qatar, Estados Unidos o Noruega. Hay que tener en cuenta que estos procesos de sustitución de los orígenes del suministro de gas tropiezan con limitaciones, que se derivan de que una parte significativa de las nuevas importaciones ha de llegar por vía marítima en forma de gas licuado, mientras que el aumento de la capacidad de regasificación actual es un proceso que lleva tiempo. Esta vía de suministro, además, se enfrenta a los problemas de integración del mercado de gas, dado que los receptores principales de gas licuado, entre los que se encuentra España, no pueden transportar ese gas a los países del centro de Europa que han visto su suministro cortado por Rusia. En tercer lugar, el aumento, de gran intensidad, del precio observado en el mercado TTF holandés, que es el mercado de referencia en Europa, ha reforzado la reducción del consumo. Entre marzo y junio, esta disminución ha sido de un 10 % en el conjunto de Europa, y debe, por tanto, acelerarse para alcanzar el objetivo fijado.

Como resultado, la capacidad de los depósitos de almacenamiento europeos se encuentra utilizada en un 84 % en el mes de septiembre, por encima, por consiguiente, del objetivo del 80 % fijado para el comienzo de octubre.

Pero, a pesar de estos avances, es incierto el horizonte temporal que será necesario para poder prescindir por completo del gas ruso. Como he dicho, ello dependerá de numerosos factores, que incluyen un aumento de la capacidad de transporte del gas licuado por vía marítima hasta Europa, de su regasificación y de su distribución posterior a los lugares donde será consumido, del ritmo al que se produzcan (y se adopten posteriormente) los avances técnicos que permitan ganancias de eficiencia energética, y de las posibilidades de ampliación del uso de otras fuentes de energía, en particular las renovables.

Por otra parte, es cierto que las consecuencias económicas del conflicto afectan de forma desigual a los países en función de su distinta dependencia del gas ruso<sup>9</sup>. No obstante, dado el incremento de precios energéticos y la integración económica de los países europeos, también se verán afectadas aquellas economías, como la española, con una dependencia relativamente baja del suministro ruso.

---

<sup>9</sup> Por ejemplo, en torno al 18 % de los productos de la minería energética (gas y carbón) y el 9 % de los productos derivados del petróleo que se consumen en la UE se importan de Rusia, frente a solo el 3 % y el 2,5 %, respectivamente, en el caso de España.

Según las estimaciones realizadas por el Banco de España<sup>10</sup>, una hipotética interrupción de importaciones energéticas procedentes de Rusia acarrearía un impacto sobre el PIB de la UE de entre un 2,5 % y un 4,2 % del PIB en el primer año, en función del supuesto que se considere sobre la capacidad de sustituir las fuentes energéticas rusas. El impacto se situaría entre un 1,9 % y un 3,4 % para Alemania, un 1,2 % y un 2 % para Francia, y un 2,3 % y un 3,9 % para Italia. Un escenario de esta naturaleza daría lugar además previsiblemente a un mayor repunte de la inflación en el corto plazo.

El impacto sobre la economía española sería sensiblemente más reducido, habida cuenta de que nuestro país tiene una menor dependencia energética de Rusia y una mayor diversificación de sus proveedores. De acuerdo con estas simulaciones, se situaría entre un 0,8 % y un 1,4 % del PIB. Prácticamente la mitad de estos efectos surgirían del impacto en el resto de países europeos.

En todo caso, estos valores deben considerarse como efectos a corto plazo cuya magnitud iría reduciéndose según aumentase la sustitución de las importaciones energéticas rusas.

### **Las perspectivas para la economía global también han empeorado de manera significativa**

La combinación de la elevada inflación, el endurecimiento de las condiciones de financiación asociado a la reacción de la política monetaria en muchos países y la persistencia de los cuellos de botella, entre otros aspectos, están afectando negativamente a la economía global y han generado una revisión generalizada a la baja de las proyecciones macroeconómicas.

Así, en Estados Unidos el PIB real se redujo en los dos primeros trimestres y en China la actividad cayó de manera abrupta en el segundo trimestre como resultado de las medidas aplicadas por las autoridades bajo la estrategia de COVID-0. Esta reducción fue particularmente elevada en el sector residencial.

La menor actividad también se refleja en una peor evolución del comercio internacional, que empezó a desacelerarse en primavera. Asimismo, a pesar de que se ha producido una mejora de los plazos de entrega y de los cuellos de botella, estos se mantienen muy elevados. En paralelo, los precios de la mayor parte de las materias primas han tendido a moderar sus precios desde mediados del año ante la perspectiva de una desaceleración económica global, entre otros factores.

En conjunto, la probabilidad que los mercados financieros otorgan a una recesión global ha aumentado de manera significativa. En particular, existe preocupación sobre los posibles efectos del actual tensionamiento simultáneo de la política monetaria en un número muy elevado de áreas geográficas. Las decisiones individuales de cada Banco Central se justifican plenamente porque cada uno de ellos está experimentando presiones inflacionistas muy elevadas y muy persistentes dentro de su jurisdicción. Sin embargo, el tensionamiento simultáneo hace que surja la cuestión de si, en un mundo tan

---

<sup>10</sup> Véase J. Quintana (2022). «Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea». Artículos Analíticos, Boletín Económico, 2/2022, Banco de España

interconectado, ello no podrá dar lugar a un tono demasiado restrictivo de la política monetaria a escala global, en particular para las economías emergentes<sup>11</sup>.

## 2. Evolución reciente y perspectivas

### **Durante el primer semestre, la economía se ha beneficiado de la reapertura tras las restricciones del COVID**

Los impulsos recesivos anteriores no se han reflejado todavía en los datos económicos del área del euro de la primera mitad del año. La plena reapertura de las economías tras la pandemia ha conllevado una liberación intensa de demanda hacia actividades de ocio, restauración y turismo. Así, el PIB del área del euro creció un 0,8 % en el segundo trimestre, frente al 0,7 % en el primer trimestre y por encima del 0,2 % proyectado en las previsiones de junio del Eurosistema. El aumento del PIB en el segundo trimestre se situó por encima de lo esperado en un gran número de países y especialmente en España e Italia, en ambos casos con una inesperada fortaleza del consumo privado.

En España, durante el segundo trimestre, el crecimiento intertrimestral del PIB alcanzó el 1,5 %, apoyado principalmente en el consumo privado, favorecido, a su vez, por la normalización de la actividad en los servicios y por la evolución positiva del mercado de trabajo. También, se ha producido una intensa reactivación de las exportaciones turísticas. Las pernoctaciones hoteleras se situaron en agosto tan solo un 1,6 % por debajo de su nivel en 2019, con las realizadas por residentes prácticamente alcanzaron el nivel previo a la pandemia (-0,2 %), mientras que las del turismo extranjero se situaron un 2,5 % por debajo de las del mismo mes de 2019, año en que alcanzaron su máximo histórico<sup>12</sup>.

En general, la superación de la crisis sanitaria está dando pie a una rotación sectorial hacia estas ramas de servicios, mientras que las ramas industriales han mostrado una evolución más débil, como consecuencia, entre otros factores, de las dificultades de suministro.

El avance de la actividad ha venido acompañado de la prolongación de la fortaleza en la creación de empleo, sobre todo en términos del número de horas trabajadas, que han crecido más de un 3 % en el primer semestre.

En todo caso, la recuperación en España sigue siendo incompleta, a diferencia del caso del área del euro. Da fe de ello el hecho de que aún persista una brecha negativa del producto con respecto a los niveles prepandemia –en concreto, de -2,2 pp-, mientras que esa brecha es ya positiva –de 1,8pp- en el conjunto de la eurozona. En el caso del mercado de trabajo, la brecha es inferior, pero aún negativa, del -0,7 % y -0,8 %, respectivamente, según se mida en términos de las horas totales trabajadas o del número de personas ocupadas, frente a las correspondientes brechas levemente positivas (del 0,6 % y 1,7 %) que se observan en la eurozona.

---

<sup>11</sup> Ver M. Obstfeld y H. Zhou (2022). The Global Dollar Cycle. Brookings papers on economic activity, BPEA Conference Drafts, September 8-9, 2022.

<sup>12</sup> La recuperación del turismo no residente ha sido generalizada por mercados emisores, aunque más modesta en el caso del turismo extraeuropeo, en particular el procedente de Asia.

## **Los indicadores más recientes muestran una desaceleración de la actividad**

Los datos del tercer trimestre marcan una rápida desaceleración en los países del área del euro. Los índices PMI de gestores de compras apuntan a una contracción en la producción de manufacturas en las grandes economías de la zona del euro. Los referidos a los servicios indican una notable desaceleración y se sitúan en terreno contractivo en Alemania e Italia.

De cara a los próximos meses, el deterioro de las perspectivas de los hogares ha provocado un ajuste a la baja de sus planes de gasto en bienes de consumo duradero<sup>13</sup>. Además, el encarecimiento de la energía está teniendo un impacto muy heterogéneo. El ajuste del gasto está siendo más intenso entre las familias con un colchón de liquidez más reducido, que corresponden mayoritariamente a las de rentas bajas, que son a la vez las más expuestas a las variaciones de los precios de la energía.

En el caso español, recientemente, ha podido apreciarse una cierta moderación del dinamismo del empleo, aunque esta fue más acusada al inicio del trimestre. El resto de los todavía escasos indicadores cuantitativos disponibles para el trimestre, como las matriculaciones de automóviles o el índice del comercio al por menor, por el lado de la demanda, o el índice de producción industrial, por el de la oferta, tienden a confirmar la pérdida de impulso de la actividad.

Entre los indicadores de confianza, los PMI de agosto muestran señales de moderación tanto en las ramas de servicios como en las manufactureras. Estas últimas acusan, en particular, el descenso de los nuevos pedidos, tanto internos como exteriores. La actividad industrial ha seguido lastrada también por los problemas globales de suministros (que están afectando sobre todo al sector del automóvil) y por la escalada de los precios de los consumos intermedios a partir de la segunda mitad de 2021 (que ha afectado a un número muy elevado de productos).

## **Las proyecciones económicas se han revisado notablemente a la baja para el crecimiento y al alza para la inflación**

Este es el caso de las últimas proyecciones del BCE para el área del euro, que, frente a las que se publicaron en junio, incluyen, en particular, los nuevos desarrollos en el mercado del gas. Por un lado, se revisaron al alza sus precios de acuerdo con la evolución de los mercados de futuros. Por otro lado, por primera vez se asume un racionamiento, aunque moderado, del suministro. Dicho racionamiento sería más significativo en los países más dependientes de las importaciones de Rusia, que podrían incluso sufrir algunos recortes de producción en invierno. En sentido contrario, se espera una disminución de la demanda de gas.

Se anticipa una desaceleración de la actividad económica del área del euro en los próximos trimestres como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo derivada de una inflación más alta de lo previsto, del deterioro de la confianza y, en general, de la mayor incertidumbre. Por otra parte, aunque los cuellos de botella en la oferta están relajándose, todavía limitan la actividad en algunos sectores.

---

<sup>13</sup> Para más información, véase Martínez-Carrascal, Carmen (2022). [“El impacto del repunte de la inflación y de la guerra sobre las perspectivas económicas de los hogares españoles”](#), Boletín Económico 3/2022, Banco de España.

Con todo, se espera que la economía del área del euro crezca un 3,1 % en 2022 y se desacelere notablemente en 2023 hasta el 0,9 % - frente al 2,1 % que se preveía en junio-. En 2024, se espera que el PIB crezca un 1,9 % (2,1 % en junio).

El intenso aumento en los precios del gas y los alimentos, las presiones de demanda en algunos sectores debido a la reapertura de la economía, los cuellos de botella en la oferta y la depreciación del euro continúan impulsando la inflación. Además, se espera un aumento de los salarios algo más intenso, en un contexto de solidez de los mercados de trabajo, de aumento de los salarios mínimos en algunos países y de los efectos retardados de las altas tasas de inflación pasadas. Estos factores superan con creces el impacto negativo sobre la inflación de las perspectivas de crecimiento más débiles.

Como resultado, se han revisado significativamente al alza las proyecciones de inflación, si bien, se prevé que, a medida que los actuales determinantes de la inflación vayan desapareciendo y la normalización de nuestra política monetaria se transmita a la economía, la inflación descenderá. Las previsiones sitúan la inflación en el 8,1 % en 2022, el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024, lo que representa una revisión al alza de 1,3 pp, 2 pp y 0,2 pp respecto a las de junio.

En el caso de la economía española, el Banco de España actualizará sus últimas proyecciones a principios de octubre. Las últimas publicadas en junio anticipaban un crecimiento del PIB del 4,1 % en 2022, 2,8 % en 2023 y 2,6 % en 2024. Por su parte, se proyectaba una inflación del 7,2 % en 2022, 2,6 % en 2023 y 1,8 % en 2024.

En todo caso, los desarrollos más recientes que he señalado con anterioridad hacen prever revisiones a la baja del crecimiento económico en 2023 y al alza en la inflación en todo el horizonte de proyección, en línea con las realizadas para el área del euro.

Así, las últimas previsiones de *Consensus Forecasts*, correspondientes al mes de septiembre, proyectan un crecimiento en España del 4,3 % para 2022, estable respecto al mes de junio, y del 1,6 % en 2023 (frente al 3,0 % previsto en junio). En cuanto a la inflación, se proyecta una tasa promedio del 8,8 % y 4,1 % en 2022 y 2023, respectivamente, 1,3 pp y 1,5 pp, respectivamente, por encima de las proyecciones de junio.

### **Las proyecciones están rodeadas de gran incertidumbre y los riesgos están sesgados a la baja para la actividad y al alza para la inflación.**

La evolución a corto plazo depende en gran medida de los precios de las materias primas energéticas. Las posibles interrupciones del suministro de energía y la severidad del invierno pueden dar lugar a mayores subidas de los precios de la energía y a recortes de la producción mayores a los previstos en el escenario central descrito.

De hecho, las últimas previsiones del BCE incorporan un escenario a la baja que llevaría a un crecimiento ligeramente menor en 2022 y, sobre todo, a una contracción del PIB en 2023 de un 0,9 %, manteniéndose el aumento del 1,9 % del PIB en 2024. En dicho escenario, la inflación sería incluso más elevada que la del escenario base: un 6,9 % en 2023 y un 2,7 % en 2024.

Este contexto de elevada incertidumbre se refleja también en la dispersión en las perspectivas económicas a un año del área del euro entre los expertos. Esta dispersión se

sitúa en niveles muy altos en el caso del PIB –cercaos a los observados en la crisis financiera de 2008– y en máximos históricos en el caso de las perspectivas de inflación a un año.

### 3. El papel de las políticas económicas

#### **En respuesta al episodio inflacionista, el BCE ha acelerado el proceso de normalización de su política monetaria**

El rápido repunte de la inflación ha propiciado la reacción del BCE, que inició el proceso de normalización de la política monetaria a finales de 2021. En marzo finalizamos las compras netas del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). El 1 de julio, una vez cumplidas las condiciones establecidas por nuestra *forward guidance*, dimos por terminadas las compras netas del programa de adquisición de activos (APP, por sus siglas en inglés). A finales de julio elevamos los tipos de interés en 50 puntos básicos, abandonando así los valores negativos por primera vez desde 2014. Y en septiembre los incrementamos en 75 pb, la mayor subida en la historia del euro.

En julio aprobamos también un nuevo instrumento, denominado Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés). Sujeto al cumplimiento de los criterios establecidos, bajo el TPI podremos comprar en el mercado secundario valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro de las condiciones de financiación que no esté justificado por los fundamentos económicos con el fin de contrarrestar, en la medida en que sea necesario, los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El TPI tiene como objetivo garantizar la transmisión adecuada y efectiva de nuestra política monetaria a todos los países de la zona del euro, condición indispensable para que el BCE pueda cumplir su mandato.

La actuación del BCE durante este período hay que entenderla sobre la base de la nueva estrategia de política monetaria aprobada en 2021, que establece un objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo de carácter simétrico.

La orientación de medio plazo implica que nuestras decisiones no se basan en el último dato de inflación, ni siquiera en la que esperamos para los próximos trimestres, sino en la que prevemos en un horizonte de dos o tres años. Esto es así porque nuestras acciones afectan a la inflación de forma muy gradual, alcanzando su máximo impacto al cabo de unos dos años. Mantener el horizonte de medio plazo en la definición y consecución del objetivo es particularmente importante ante determinados tipos de shocks –como son los shocks adversos de oferta, que mueven la inflación y la actividad en direcciones opuestas en el corto plazo–.

Evidentemente, predecir la inflación a horizontes de dos o tres años es una tarea muy difícil. Más aún en un contexto de tanta incertidumbre como el actual. Por ello, empleamos distintos indicadores, tales como encuestas a expertos o precios de mercados financieros. Una pieza de información fundamental son las proyecciones del Eurosistema que, a su vez, se alimentan de una cantidad ingente de análisis económico y monetario.

Estas proyecciones han ido revisando la inflación de medio plazo progresivamente al alza. Así, en septiembre, la inflación media prevista para 2024 alcanza el 2,3 %, por encima de nuestro objetivo y de las previsiones de diciembre de 2021 (1,8 %).

Hay que tener en cuenta, además, que las proyecciones de cada momento se basan, entre otros factores, en una senda futura de nuestros tipos de interés –implícita en la información de mercados financieros disponible en el momento de elaboración de las proyecciones-. Por ejemplo, las de septiembre se elaboraron con la información disponible hasta el 22 de agosto de 2022 e incorporaban una expectativa de una subida de 50 puntos básicos en nuestra reunión de septiembre, seguida de incrementos adicionales con posterioridad<sup>14</sup>. Dada que la inflación de medio plazo proyectada era superior al 2 %, devolver la inflación a nuestro objetivo exigía anticipar la senda de subida de tipos respecto de la que incorporaban las proyecciones. De ahí el aumento de 75 puntos básicos.

### **Asegurar el retorno de la inflación a nuestro objetivo exigirá incrementos adicionales de los tipos de interés.**

En este diagnóstico, resulta relevante no solo el escenario central de proyecciones sino los riesgos asociados al mismo, que se pueden ilustrar, por ejemplo, a través del escenario adverso descrito, en el que, como se ha señalado, la inflación en 2024 alcanza el 2,7 %, por encima de lo proyectado en el escenario central (2,3 %) y más lejos aún de nuestro objetivo del 2 %.

Uno de los supuestos que subyacen a ese escenario adverso es un corte total del suministro de gas ruso. En este sentido, el 2 de septiembre conocimos el cierre indefinido del gaseoducto Nordstream-I que conecta Rusia con Alemania, lo que podría llevar a pensar que estamos más cerca de ese escenario. No obstante, hay que tener en cuenta que el escenario adverso incluye otras perturbaciones negativas que no se han materializado de momento. Además, los precios actuales del gas, la electricidad y otras materias primas energéticas y no energéticas son más reducidos que los incorporados no solo en el escenario adverso sino incluso en el escenario central de septiembre.

Deberemos vigilar también un posible desanclaje de las expectativas de inflación de medio y largo plazo por encima del 2 %. Ese desanclaje afectaría a las decisiones de empresas y trabajadores sobre precios y salarios en el presente, elevando aún más la inflación y haciéndola más persistente, lo que obligaría a la política monetaria a medidas todavía más contundentes.

Hasta ahora no hemos observado muestras de desanclaje de expectativas, pero sí algunas señales a las que hay que prestar atención. Las encuestas más recientes a expertos y analistas sitúan la inflación en 2024 en, o ligeramente por encima de, el 2 %. Lo mismo sugiere la información de los mercados de derivados financieros ligados a la inflación, una vez ajustada por la presencia de primas de riesgo. Sin embargo, la encuesta de expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), que elabora mensualmente el BCE, muestra en su última edición –publicada a primeros de este mes– una expectativa mediana de inflación dentro de 3 años del 3 %, cuando a principios de año se situaban solo ligeramente por encima del 2 %.

---

<sup>14</sup> En concreto, las proyecciones se basaron en un nivel de tipos de interés de corto plazo del 0,2 % en 2022, 2,0 % en 2023 y 2,1 % en 2024. Hay que tener en cuenta que las expectativas de mercado de tipos de interés en cada momento incluyen no solo las expectativas de incrementos de tipos por parte del BCE, sino también un componente de prima de riesgo.

En los próximos meses permaneceremos extremadamente vigilantes a estos indicadores. De hecho, la necesidad de protegernos frente a este riesgo es uno de los motivos de la aceleración en la normalización monetaria que han supuesto nuestras últimas decisiones.

Otro elemento de riesgo es el relativo a posibles efectos de segunda ronda, es decir: los que se producen cuando la alta inflación se traslada a los incrementos salariales y estos, a su vez, de nuevo a los precios de consumo en la medida en que las empresas busquen mantener (o aumentar) sus márgenes. Esto convertiría, de nuevo, la inflación en un fenómeno mucho más persistente y haría más probable el temido desanclaje de las expectativas de inflación.

Como señalé con anterioridad, no existe evidencia de que se estén produciendo todavía tales efectos, al menos de forma generalizada, si bien la alta inflación actual, aumenta la probabilidad de que se produzcan.

Por supuesto, la magnitud de la desaceleración económica, sobre la que, como señalaba, existe una elevada incertidumbre, y sus efectos sobre la evolución salarial y los márgenes empresariales, será un determinante fundamental de las perspectivas de inflación de medio plazo y, por tanto, sobre nuestras decisiones de política monetaria.

En definitiva, nuestras próximas decisiones se basarán en la nueva información de la que dispongamos y sus implicaciones para el cumplimiento de nuestro objetivo de inflación en el medio plazo, en coherencia con el enfoque “reunión a reunión” que hemos adoptado.

En todo caso, los tipos de interés deberán alcanzar un nivel que nos permita asegurar una convergencia progresiva a nuestro objetivo de inflación de medio plazo y la velocidad a la que lleguemos a ese nivel estará condicionada por el mismo objetivo. Que esto suponga alcanzar unos niveles de tipos de interés cercanos a los neutrales o superiores dependerá, por tanto, de este mismo objetivo.

### **La normalización de la política monetaria se está traduciendo en un endurecimiento de las condiciones financieras.**

El proceso de normalización de la política monetaria se ha reflejado en un aumento significativo de los tipos de interés de mercado. Desde principios de año el Euribor a 1 año se ha elevado en más de 290 puntos básicos (pb), y el tipo OIS a 10 años (que se suele utilizar como referencia de los tipos de interés libres de riesgo a ese plazo) lo ha hecho en unos 240 pb. Estos aumentos han comenzado a transmitirse al coste de la financiación bancaria de las empresas y las familias, lo que contribuirá a contener las presiones inflacionistas.

En el caso español, la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se ha incrementado en 2,5 pp en este año y la prima de riesgo respecto a la referencia alemana ha aumentado en 35 pb, si bien se ha mantenido estable desde la aprobación del TPI. Por su parte, el coste medio de la emisión de deuda corporativa a largo plazo también ha repuntado con intensidad (más de 220 pb) y, al igual que en el caso de la deuda pública, ha registrado niveles no alcanzados desde 2014. Asimismo, desde principios de este año, el IBEX 35 acumula una caída de casi un 11 %.

El impacto ha sido más moderado en las condiciones aplicadas al crédito bancario. Los costes medios de los nuevos préstamos se han elevado hasta julio (último dato disponible), pero lo han hecho de forma moderada. Generalmente, la transmisión de los tipos de interés de mercado a los de las nuevas operaciones de crédito se produce con un cierto desfase, pero en esta ocasión esta traslación está siendo, por el momento, más lenta que en episodios históricos recientes<sup>15</sup>. La contención del coste de algunos pasivos bancarios, como los depósitos mantenidos con el sector privado, podría estar contribuyendo a esta diferencia. No obstante, cabe esperar que la traslación se vaya completando durante los próximos meses.

Más allá del endurecimiento del crédito bancario, según la última edición de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, en el segundo trimestre de 2022 se habría producido un endurecimiento generalizado de los criterios de aprobación de préstamos a los hogares y a las empresas. De cara al tercer trimestre del año, las entidades anticipaban, en junio, una contracción adicional de la oferta crediticia, que sería más intensa en el caso de la financiación destinada a las pymes.

El endurecimiento de las condiciones de financiación puede incrementar la presión financiera soportada por algunas empresas. En la financiación bancaria empresarial tienen un peso destacado los préstamos con vencimiento a corto plazo o a tipo variable, por lo que la traslación del aumento de los tipos de interés de mercado al coste medio de la deuda es relativamente rápida. Para España, se estima que, dado el incremento observado en los tipos de mercado, el peso de los gastos financieros sobre los resultados económicos antes de intereses de la empresa mediana endeudada aumentaría, a corto plazo, entre 2,5 y 5,6 pp, según el porcentaje de deuda y créditos que se refinancien a corto plazo.

En el caso de los hogares, se estima que la proporción de familias con deuda que pasarían a tener una carga financiera neta elevada aumentaría en España casi 4 pp. Este efecto sería más intenso en los hogares endeudados situados entre los percentiles 20 y 40 de la distribución de rentas.

Por su parte, el elevado incremento de la ratio de deuda pública sobre PIB experimentado desde 2007 conlleva también una mayor sensibilidad de las finanzas públicas ante movimientos de los tipos de interés. No obstante, la caída de estos observada en los últimos años y el alargamiento del plazo medio de la deuda, que se sitúa en la actualidad por encima de los ocho años, limita el impacto a corto plazo. En conjunto, incorporando las actuales expectativas de aumento de los tipos de interés, la carga financiera de la deuda pública aumentaría en España desde el 2,2 % del PIB a cierre de 2021 al 2,8 % en 2024.

### **El papel de la política monetaria en la lucha contra la inflación debería complementarse con un pacto de rentas**

Como he reiterado en numerosas ocasiones, la evolución futura de nuestra economía está muy condicionada por el riesgo de que se produzca una realimentación de incrementos de precios y costes, que tendría efectos muy negativos sobre la competitividad exterior, lo que redundaría en pérdidas adicionales de empleo y crecimiento.

---

<sup>15</sup> Véase, por ejemplo, el Recuadro 1 del Artículo Analítico [“Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Primer semestre de 2022”](#), Banco de España.

Para evitarlo, es imprescindible que los agentes económicos (fundamentalmente, empresas y hogares, pero también las Administraciones Públicas) interioricen la pérdida de renta que implica el encarecimiento de las materias primas importadas.

Como decía, hasta la fecha, las presiones inflacionistas se han trasladado de forma muy contenida a los salarios negociados y los márgenes empresariales se han mostrado estables. Sin embargo, la presencia de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación y la traslación de los incrementos de costes a precios finales por parte de las empresas han aumentado<sup>16</sup>.

Por ello, sería deseable la firma de un pacto de rentas, en el marco del diálogo social, que acuerde el reparto de costes entre las empresas, que habrían de aceptar una reducción de sus márgenes unitarios, y los trabajadores, cuyo poder adquisitivo no podría mantenerse intacto.

Un acuerdo que debería tener en cuenta que las perturbaciones actuales están teniendo un impacto desigual entre distintos grupos de trabajadores, empresas y sectores. Por esta razón, el pacto debe evitar que las medidas sean de aplicación excesivamente general, de modo que no resultarían adecuadas para los diferentes segmentos de agentes.

Además, sería deseable evitar fórmulas de indiciación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguarda, para reducir el riesgo de que se desencadene una realimentación entre los incrementos de los salarios y los de los precios.

El eventual pacto de rentas debería contemplar compromisos plurianuales concernientes a los incrementos salariales y la evolución de los márgenes. Ello aportaría certidumbre a los hogares y a las empresas a la hora de tomar sus decisiones de gasto e inversión.

Por lo que se refiere al gasto público, se debería evitar el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas, en un contexto, además, en el que el margen fiscal se encuentra muy constreñido por el abultado endeudamiento público.

**El resto de políticas económicas deben concentrarse en apoyar a los más vulnerables, reformas por el lado de la oferta decididas, un compromiso firme con la sostenibilidad fiscal y el refuerzo del proyecto europeo.**

La política fiscal debe jugar un papel relevante en este contexto, evitando un impulso fiscal generalizado, que exacerbaría las presiones inflacionistas. Por el contrario, sería deseable centrar el apoyo en los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y en las empresas más vulnerables a esta nueva perturbación.

Además, las medidas que se implementen deben tener una naturaleza temporal, para no generar un incremento adicional del déficit público estructural, que ya era muy elevado incluso antes de la crisis de la pandemia.

Su diseño debe también evitar que se produzcan distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios.

---

<sup>16</sup> Las cláusulas de salvaguarda afectan ya al 24,4 % de los asalariados con convenio cerrado para 2022, frente al 16,1 % de finales de 2021. Para 2023, afectan a un 45 % de los asalariados con convenio cerrado para ese año, aunque este incluye todavía un número limitado de trabajadores.

Pero compensar los efectos negativos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige también una aplicación ambiciosa de políticas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad y del PIB potencial.

Es decir, la respuesta óptima de la política económica a un shock de oferta negativo como el actual son las reformas estructurales (incluyendo, como no puede ser de otra manera, del mercado energético) que reduzcan las tensiones por el lado de la oferta.

El instrumento común europeo para hacer realidad esta ambición es el Plan de Recuperación de la Unión Europea, el NGEU. Esto exige una rigurosa selección de los proyectos de inversión, de forma que maximicen la complementariedad con la inversión privada y generen un efecto tracción sobre ella. Pero también que se acompañe - o incluso que ayuden a financiar - reformas estructurales, facilitando, por ejemplo, la reasignación de recursos entre empresas y sectores.

En paralelo, es indispensable garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas nacionales. Un marco que garantice esta sostenibilidad es imprescindible para el buen funcionamiento de la UEM. La Comisión Europea está llevando a cabo actualmente una revisión del marco de reglas fiscales. En mi opinión, esta revisión debería incluir su simplificación a través del establecimiento de una regla de crecimiento del gasto público, con un ancla en la ratio de deuda sobre el PIB, así como potenciar la capacidad para acumular colchones fiscales en periodos de bonanza económica para utilizarlos en momentos de crisis.

En el caso de España, el refuerzo de la sostenibilidad de las cuentas públicas requiere adoptar una estrategia de medio plazo, que parta de la definición inmediata de un plan de consolidación fiscal plurianual para su ejecución una vez superados los efectos económicos de la pandemia y de la guerra en Ucrania.

Dicho plan debería contar con un amplio consenso político, y acompañarse de una revisión de la eficiencia del gasto público y del sistema impositivo e incorporar a todos los niveles de las Administraciones Públicas.

La definición temprana de este plan generaría mayor certidumbre y confianza, lo cual resulta particularmente relevante en el contexto de normalización de la política monetaria que he descrito.

El desarrollo del conflicto de Ucrania ha revelado con crudeza las vulnerabilidades y dependencias de la UE en sectores clave, como la energía, así como las disparidades entre países miembros en sus exposiciones a estas tensiones. Un desafío de esta magnitud subraya la importancia de responder de forma conjunta a los riesgos comunes. La respuesta a la guerra de Ucrania debe ser, una vez más, más Europa.

Estas decisiones comunes deben aplicarse tanto para las medidas de corto plazo, que permitan afrontar los potenciales problemas de suministro energético en los próximos años – en líneas con las propuestas recientes de la Comisión Europea-, como para las reformas de medio y largo plazo.

Así, este episodio nos ha demostrado que las políticas estructurales que favorezcan la integración y la interconexión de los mercados europeos –en particular los energéticos–

y refuercen el mercado único no solo permitirán una mayor resistencia a las perturbaciones, sino que también redundarán en un aumento de la competitividad.

Se hace necesario establecer mecanismos de financiación conjunta que permitan salvaguardar ese esfuerzo común sin lastrar excesivamente o de forma muy desigual las finanzas públicas nacionales. La existencia de una financiación común permitiría financiar programas a gran escala sujetos a un estándar de calidad común y evaluar su cumplimiento de manera homogénea.

Sin olvidar que también resulta indispensable avanzar en la ampliación de los mecanismos —públicos y privados— de compartición de riesgos en la UE. La UEM necesita dotarse de una capacidad de estabilización macroeconómica permanente, con capacidad impositiva y de endeudamiento, que complemente la acción de la política monetaria única. Se hace también imprescindible completar la Unión Bancaria, con la construcción de un sistema europeo de garantía de depósitos. Y avanzar en la construcción de la Unión de los Mercados de Capitales.

#### **4. Conclusiones**

En definitiva, nos enfrentamos a retos muy complejos, con una guerra en suelo europeo y un fuerte aumento de las tensiones geopolíticas. Estos desarrollos, junto con una serie adicional de perturbaciones de una magnitud sin precedentes, asociadas a la pandemia, han hecho que la inflación en nuestro país y en el conjunto del área del euro se sitúe de manera persistente en niveles muy elevados. En este contexto, la política monetaria ha de orientarse a asegurar que los efectos directos de esas perturbaciones no se incorporen a los procesos de formación del resto de precios y de los salarios. Las demás políticas económicas pueden desempeñar un papel muy importante a la hora de limitar las pérdidas de bienestar asociadas a estas perturbaciones procedentes del entorno exterior de la economía.