

Resumen

Este trabajo repasa los diferentes acontecimientos económicos que se han sucedido desde el inicio de la pandemia de COVID-19 en marzo de 2020, todos ellos fuertemente disruptivos, así como su impacto sobre la economía española y las medidas de política económica y macroeconómica adoptadas para hacerles frente. También reflexiona sobre la posible evolución económica a medio plazo en el contexto actual de alza de costes energéticos y conflicto bélico. Desde una perspectiva más estructural, si bien es difícil vislumbrar las tendencias globales en un entorno tan incierto, no hay duda de que la desglobalización y la crisis energética fuerzan a una transición del modelo productivo que entraña costes pero también oportunidades para la economía española.

Palabras clave: COVID-19, pandemia, inflación, guerra de Ucrania, crisis energética, Next Generation, política fiscal, política monetaria, ERTE, avales ICO, déficit público, cadenas de producción globales, globalización, crecimiento.

Abstract

This paper reviews developments since the outset of the COVID-19 pandemic in March 2020, all of them with a strongly disruptive impact on the Spanish economy and its fundamentals. The economic strategy and main policy measures adopted in order to tackle the pandemic are also discussed. The paper also reflects on the possible economic outlook in the medium term, in light of supply chain disruptions in the post-pandemic recovery, rising energy costs and armed conflict in Ukraine. From a more structural and long-term perspective, though it is difficult to glimpse global trends, there is little doubt that «deglobalization» and the energy crisis will force a transition of the productive model that entails costs but also opportunities for the Spanish economy.

Keywords: COVID-19, pandemic, inflation, Ukraine war, energy crisis, Next Generation, fiscal policy, monetary policy, ERTE, ICO credit, public deficit, global supply chains, globalization, economic growth.

JEL classification: E31, E32, E58, F44, G51, H30, H60, H81, H84.

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, DE LA PANDEMIA A LA CRISIS ENERGÉTICA

Raymond TORRES
María Jesús FERNÁNDEZ

Funcas

I. INTRODUCCIÓN

EN marzo de 2020 se produce uno de los acontecimientos más disruptivos de la historia económica mundial reciente: la pandemia de COVID-19. A continuación, y como consecuencia de esta, se suceden una interrupción de las cadenas de producción globales y el inicio de un proceso inflacionista. En febrero de 2022 tiene lugar un segundo acontecimiento fuertemente disruptivo: el estallido de una guerra en Ucrania que implica directamente a Europa, y que agrava los problemas de las cadenas de suministro y desata una crisis energética, acentuando el problema inflacionista.

Todo ello ha supuesto un desafío histórico en materia de política económica, al que los países desarrollados han respondido mediante el recurso a una serie de herramientas de política fiscal y monetaria que nunca se habían utilizado o lo habían hecho a una escala muy inferior. Al mismo tiempo, estos acontecimientos constituyen un *shock* que supondrá con toda seguridad un cambio en el rumbo de la globalización, que había alcanzado su cima tras la Gran Recesión.

Este artículo hace un repaso de todos esos acontecimientos, de su impacto sobre la economía

española y de las medidas de política económica adoptadas para hacerles frente. Finalmente, presenta una reflexión sobre su posible evolución, y sus consecuencias a medio y largo plazo, especialmente en lo que se refiere a la reorganización de las cadenas de suministro globales y la reconfiguración de la globalización económica.

II. EL GOLPE DE LA PANDEMIA Y SU GESTIÓN

El 14 de marzo de 2020 el Gobierno aprobó el Real Decreto que declaraba el estado de alarma en España. Con el fin de controlar la expansión de la pandemia de COVID-19, y en línea con las medidas adoptadas en la mayoría de los países de nuestro entorno, se restringió la movilidad de los ciudadanos –que deberían permanecer confinados en sus domicilios salvo para realizar actividades de primera necesidad o acudir a sus puestos de trabajo, en caso de no poder teletrabajar–, y se suspendió la actividad de los comercios y actividades no esenciales (Torres y Fernández, 2020a). A partir de mayo se inició la denominada «desescalada», consistente en la reapertura gradual de las actividades no esenciales y la recuperación, también progresiva, de la movilidad personal.

Como consecuencia de dichas medidas, el PIB sufrió una contracción de una magnitud desconocida en nuestra historia económica reciente. Ya el dato del primer trimestre recogió un profundo impacto, con una caída del 5,5 por 100, pese a que las restricciones solo afectaron a la última quincena del trimestre, mientras que en el segundo trimestre la actividad se desplomó un histórico 17,8 por 100. La progresiva reapertura de la economía en el tercer trimestre, aunque todavía manteniendo numerosas restricciones, permitió un rebote del 16,6 por 100, lo que supuso la recuperación inmediata de casi el 60 por 100 de la actividad perdida durante las semanas de confinamiento.

La recuperación se interrumpió en el cuarto trimestre del año, debido a la reimposición de restricciones tras el surgimiento de una segunda ola de la pandemia (Torres y Fernández, 2020b). En el primer trimestre de 2021, después de las fiestas navideñas, la situación sanitaria se agravó, a lo que se unió el impacto del temporal Filomena, lo que condujo a un retroceso del PIB del 0,2 por 100.

No fue hasta el 9 de mayo cuando, gracias al avance en la vacunación de la población de riesgo, se puso fin al estado de alarma, lo que supuso la recuperación completa de la libertad de movimientos, y la eliminación de la mayor parte de las restricciones que aún afectaban a sectores como la hostelería y el ocio. A partir de ese momento, y hasta el final del año, el PIB aceleró el ritmo de recuperación (Torres y Fernández, 2021). La tasa de crecimiento fue del 1,4 por 100 en el segundo trimestre, y se situó entre el 2 por 100 y el 3 por 100

en los dos trimestres posteriores, con un elevado porcentaje de la población ya vacunada con la pauta completa. No obstante, en el cuarto trimestre de 2021, el PIB aún era un 3,5 por 100 inferior al previo a la pandemia.

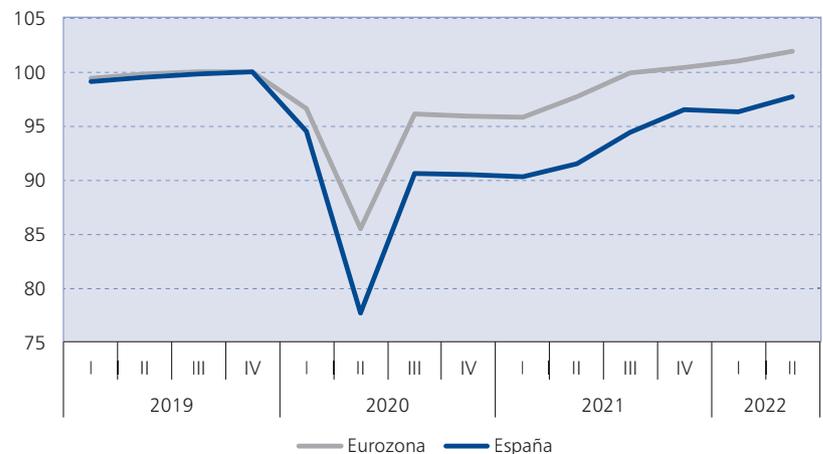
En términos anuales, el descenso del PIB en el conjunto de 2020 fue del 11,3 por 100, la mayor caída dentro de la Unión Europea (UE), y la recuperación en 2021 fue del 5,5 por 100, dos décimas por encima de la media de la eurozona. En el último trimestre de 2021, la eurozona tomada en su conjunto ya había recuperado el nivel de PIB de finales de 2019. El mayor impacto sufrido por la economía española se debe fundamentalmente al mayor peso dentro de nuestra estructura productiva de los sectores más afectados por las restricciones, debido a la mayor importancia del turismo, y también al mayor porcentaje del consumo nacional destinado a hostelería. Así, en 2019 los sectores de comercio minorista, hostelería y entretenimiento suponían el

13,7 por 100 del VAB total de la economía, frente al 8,6 por 100 de media en la eurozona. Otro motivo de relevancia puede encontrarse en la mayor severidad de las restricciones adoptadas al inicio de la crisis sanitaria en comparación con el resto de los países europeos, y la mayor caída de la movilidad.

El relativamente elevado peso del turismo también ayuda a explicar el retraso de nuestra recuperación en comparación con el resto de la eurozona, ya que dicha actividad ha sido la que más tiempo ha tardado en normalizarse. Así, el número de turistas recibidos en 2021 apenas fue el 37 por 100 de la cifra registrada en 2019. Pero el retraso en la recuperación no solo es el resultado del comportamiento del sector turístico, también el sector de la construcción ha mostrado una notable debilidad a lo largo de todo el período (gráfico 1).

El impacto sobre el empleo fue muy severo al inicio de la pan-

GRÁFICO 1
PIB ESPAÑA Y EUROZONA
(Niveles, 4tr. 2019=100)



Fuente: Eurostat.

demia, aunque, gracias a la adaptación de la figura, previamente existente, de los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), fue mucho más contenido de lo que hubiera sido de otro modo. Entre marzo y abril el número de afiliados a la Seguridad Social se redujo en 791.000, antes de iniciar su recuperación a partir de mayo. A la cifra anterior de empleos preexistentes desaparecidos como consecuencia de la crisis sanitaria, habría que sumar los empleos que estacionalmente se crean todos los años entre marzo y junio, y que en 2020 no se crearon o lo hicieron en una medida muy inferior a lo habitual. Teniendo estos últimos en cuenta, la pérdida total de empleos en los meses iniciales de la crisis ascendió aproximadamente a 1.100.000.

Los ERTE consisten en la suspensión temporal del contrato laboral del trabajador, el cual recibe una prestación por desempleo mientras dura dicha suspensión. La empresa continúa pagando las cotizaciones

sociales, si bien beneficiándose de ciertas exoneraciones que pueden llegar a ser totales según su tamaño. El trabajador se reincorpora a su puesto de trabajo cuando finaliza la situación que dio lugar a la suspensión de su relación laboral. El número de trabajadores beneficiados por este esquema –que siguen contando como afiliados a la Seguridad Social durante ese período– alcanzó durante la crisis sanitaria un máximo de 3.552.000 en abril de 2020, descendiendo a partir de entonces, hasta una cifra de 750.000 al final del ejercicio. Al final de 2021, su número era de 129.000.

Junto al esquema de los ERTE, diseñado para proteger el empleo de los trabajadores por cuenta ajena, se puso también marcha una prestación especial dirigida a los trabajadores por cuenta propia cuya actividad hubiera sido severamente afectada. El número de personas beneficiarias de la misma se estima en 1.100.000 en abril, aumentando hasta algo más de 1.400.000

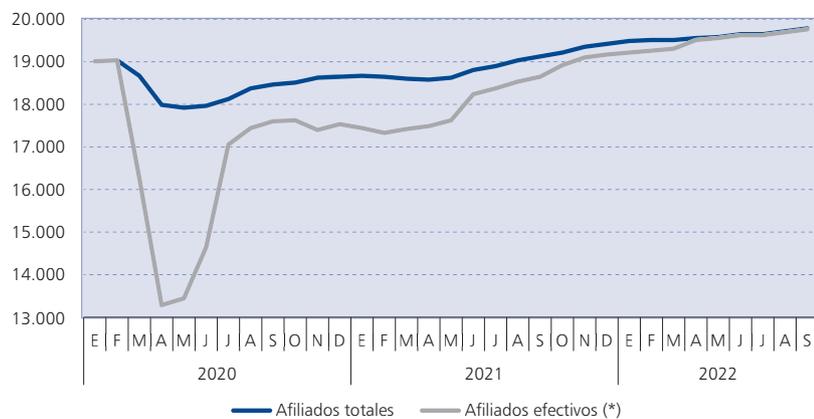
en mayo y en junio. Tras diversos cambios normativos, la cifra correspondiente a diciembre de 2020 era de 349.000, y en diciembre de 2021 eran 108.000.

Si a los empleos destruidos y no creados sumamos los beneficiados por estos mecanismos de protección, por tratarse de ocupados que no desarrollaban actividad laboral alguna o lo hacían solo de manera parcial, tenemos que, en el punto álgido de la pandemia, en abril de 2020, el número total de empleos afectados, de una forma u otra, ascendió a unos 5.700.000, es decir, el 30 por 100 del número medio de afiliados de 2019 (gráfico 2).

La recuperación del empleo a lo largo de 2021 fue más rápida que la del PIB. Según las cifras de afiliación a la Seguridad Social, el número de afiliados previo a la crisis sanitaria se alcanzó –en términos corregidos de estacionalidad– en septiembre de 2021. Si atendemos al empleo efectivo, es decir, descontando de la cifra de afiliados aquellos que se encontraban en ERTE y los autónomos que seguían recibiendo alguna prestación, la recuperación tuvo lugar en los últimos meses del año. En el caso del empleo privado en términos efectivos, fue en torno a marzo de 2022 cuando se alcanzó la cifra prepandemia. De hecho, durante toda la primera mitad de 2022 el crecimiento de la afiliación mantuvo un ritmo vigoroso.

Las cifras de la *Encuesta de Población Activa* también indican que la ocupación total recuperó el nivel previo a la crisis sanitaria en el último trimestre de 2021, mientras que los ocupados del sector privado lo hicieron en el primer trimestre de 2022. Este desacoplamiento entre el em-

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL EMPLEO DURANTE LA PANDEMIA
(Miles de afiliados, datos desestacionalizados)



(*) Afiliados excluyendo asalariados en ERTE y autónomos con prestación.
Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y Funcas.

pleo y el PIB también se observa, aunque en menor medida, en el número de horas trabajadas, que en el segundo trimestre de 2022 solo era inferior en un 0,7 por 100 al previo a la pandemia, mientras que el PIB estaba todavía un 2,2 por 100 por debajo. En cualquier caso, no deja de ser llamativo un crecimiento tan significativo de la contratación de nuevos empleados al tiempo que el número de horas trabajadas por ocupado se mantiene por debajo de los niveles previos a la crisis. Esto podría obedecer a que las interrupciones en la organización de la actividad empresarial ocasionadas por la pandemia no han terminado de corregirse. Si esto fuera así, la relación entre empleo, horas trabajadas y PIB debería normalizarse a medida que lo hace la actividad económica. Otro motivo podría ser el afloramiento de empleo sumergido, que el Gobierno estima en unos 285.000 afiliados (1).

Junto a la habilitación de los mecanismos de protección mencionados, otra de las grandes medidas adoptadas al inicio de la crisis sanitaria fue la aprobación de una línea de avales a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO), dotada con 100.000 millones de euros, dirigida fundamentalmente a proporcionar liquidez a las pymes, con un plazo de carencia inicial de un año que posteriormente fue ampliado. También se aprobó una moratoria para los pagos de cotizaciones sociales e impuestos. El objetivo era evitar que la falta de liquidez condujera a la desaparición de empresas viables (Peña y Guijarro, 2021).

En julio del mismo año se aprobaría el Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas, gestionado por la SEPI y dotado con 10.000 millones

de euros, destinados a aportar apoyo público temporal, mediante inyecciones de capital, para reforzar la solvencia de empresas no financieras afectadas por la pandemia que fueran consideradas estratégicas para el tejido productivo nacional o regional.

En marzo de 2021 se aprobó la creación de otro fondo, en este caso de 7.000 millones de euros, para proporcionar ayudas directas a empresas y autónomos destinadas al pago de gastos fijos y deudas con proveedores y otros acreedores. También se destinó una partida de 3.000 millones para reestructurar la deuda financiera avalada por el Estado, y se creó un fondo de 1.000 millones para la recapitalización de empresas de tamaño mediano. A esto hay que añadir la aprobación de sucesivas moratorias a la apertura de procesos concursales. La motivación de todo ello era la misma: preservar la supervivencia de empresas viables.

El principal reto al que se enfrentaban este tipo de ayudas directas y de capital residía en la adecuada identificación de las empresas beneficiarias de las mismas, que deberían ser empresas viables y que realmente necesitaran las ayudas para sobrevivir, evitando derrochar recursos públicos en empresas inviables, o que no necesitaran de apoyos para mantenerse en pie. Cabe señalar que finalmente las ayudas concedidas con cargo a estos fondos no agotaron la cuantía con la que fueron dotados, lo que puede achacarse, no a que las necesidades de financiación derivadas de la pandemia fueran inferiores a lo esperado, sino más probablemente a la rigidez de las condiciones exigidas

para su concesión, resultado de las cautelas adoptadas al objeto de dirigir los fondos solo a las empresas adecuadas.

En cualquier caso, las medidas clave fueron la habilitación de los ERTE y la línea de avales del ICO. Ambas desempeñaron un papel crucial en la amortiguación del impacto de la crisis, facilitando la posterior recuperación. No cabe duda de que sin estos instrumentos el tejido productivo y el empleo habrían sufrido daños mucho más graves, y la recuperación posterior habría sido más lenta.

A mediados de 2022, tras algo más de dos años de pandemia, el empleo y las finanzas familiares se habían recuperado completamente: el número de ocupados superaba los niveles precrisis, la gran mayoría de los trabajadores en situación de ERTE se habían reincorporado a su empleo —en junio de 2022 solo quedaban en esta situación 22.000 personas, desmintiendo el temor inicial a que una buena parte de los mismos fueran irre recuperables—, la renta disponible de los hogares superaba los niveles de 2019, estos habían acumulado un colchón de ahorro cuya cuantía se puede estimar en torno al 17 por 100 de su renta disponible bruta, y no habían incrementado su endeudamiento en comparación con los niveles previos a la pandemia. Evidentemente, esta relativamente favorable evolución es en términos agregados, siendo muchas las familias que han resultado gravemente afectadas.

En el caso de las sociedades no financieras, el impacto ha sido más relevante, pero, en principio, contenido: su nivel de endeudamiento se incrementó,

rompiendo la trayectoria descendente de los años anteriores, pero la tasa de morosidad no ha aumentado; su excedente bruto de explotación al inicio de 2022 continuaba por debajo del nivel prepandemia, al igual que las ratios de rentabilidad; y el número de empresas inscritas en la Seguridad Social en junio de 2022 era un 1,5 por 100 inferior al de 2019. No obstante, a mediados de año aún es pronto para conocer la magnitud real del impacto, puesto que no había terminado el período de carencia de los créditos avalados ni la moratoria concursal. Por otra parte, no todas las empresas han sido afectadas por igual, existiendo grandes diferencias en función del sector productivo.

Las medidas de política económica adoptadas, unidas al gasto extraordinario necesario para hacer frente a la situación sanitaria –sobre todo en sanidad y educación– y al propio efecto de los estabilizadores automáticos, tuvieron un gran impacto sobre las cuentas públicas. El gasto del conjunto de las administraciones públicas aumentó en 54.000 millones de euros en 2020, al tiempo que los ingresos se redujeron en 21.000 millones, haciendo que la cifra de déficit se triplicara con respecto a 2019, hasta alcanzar los 113.200 millones de euros, el 10,1 por 100 del PIB.

La recuperación de 2021 hizo posible una importante corrección de dicho déficit. El gasto siguió aumentando, en 31.000 millones de euros, pero los ingresos se incrementaron de forma extraordinaria, en 60.000 millones, superando en 39.000 millones las cifras de recaudación previas a la pandemia, muy por encima de cual-

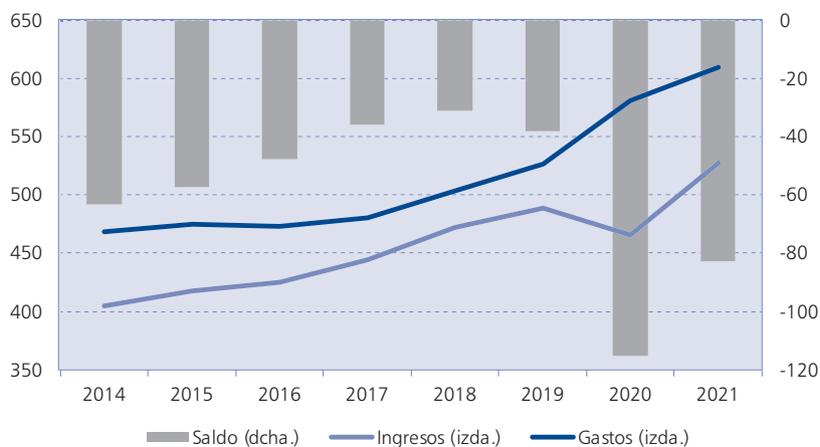
quier previsión, lo que constituye un hecho muy llamativo para el cual es difícil encontrar una explicación completa, especialmente si comparamos la recaudación de cada figura impositiva con la evolución nominal de los agregados macroeconómicos en términos de contabilidad nacional que más se aproximan a sus bases imponibles. En suma, el déficit público se redujo hasta 82.900 millones de euros, un 6,9 por 100 del PIB, cifras estas, en cualquier caso, muy por encima de las previas a la pandemia. Se estima que el déficit estructural puede haberse incrementado hasta el 4 por 100 del PIB (gráfico 3).

Como consecuencia del aumento del déficit, el endeudamiento público también se incrementó, siendo en 2021 superior en más de 200.000 millones de euros a la cifra de 2019. En los momentos iniciales de la crisis, el temor al impacto sobre la solvencia de los países periféricos ocasionó un rebrote de las primas de riesgo, que el

Banco Central Europeo (BCE) atajó mediante el lanzamiento de un programa específico de adquisición de deuda pública –el denominado *PEPP*–, que se sumaba al programa previamente existente iniciado en 2015 –el *APP*–. La política monetaria se convertía así en una herramienta esencial para el sostenimiento de las políticas fiscales adoptadas en la zona del euro dirigidas a contener el impacto económico y social de la pandemia. Aunque no sin asumir importantes riesgos, especialmente en lo relativo a la posible reacción de los mercados en el momento de la retirada de dichos programas, o en cuanto a su potencial efecto inflacionista. Así, el tamaño del balance del Eurosistema en junio de 2022 había más que duplicado el nivel de finales de 2019, y la cantidad de dinero en circulación (M3) había pasado de representar el 108 por 100 del PIB nominal al 125 por 100 (gráfico 4).

Esta sección no estaría completa sin una referencia al Plan

GRÁFICO 3
SALDO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS
(Miles de millones de euros)



Fuente: IGAE.

GRÁFICO 4
BALANCE DEL EUROSISTEMA
(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Next Generation EU. Este ambicioso plan, aprobado pocos meses después del estallido de la crisis sanitaria, y dotado con 800.000 millones de euros, constituye un auténtico hito en la historia de la UE, cuyo objetivo va más allá de ser un simple apoyo para la recuperación de la economía (Bandrés *et al.*, 2020). Pretende ser una palanca para la transformación estructural a largo plazo, la digitalización, la transición energética y la recuperación del liderazgo tecnológico. España es uno de los países más favorecidos por la cuantía de los fondos asignados —más de 60.000 millones solo en subvenciones—, y su implementación se sabía desde el principio que constituía un gran reto. En primer lugar, por la dificultad que supone para la Administración Pública gestionar y tramitar un volumen tan formidable de recursos de forma que estos fluyan de forma ágil hacia la economía, en un plazo relativamente corto de tiempo, sin comprometer el

rigor de los necesarios mecanismos de control y seguimiento. Otro gran reto es la selección de los proyectos a los que deben ir destinados los fondos, de forma que tengan un impacto realmente transformador.

En cuanto al primero de los retos, la velocidad a la que los fondos están fluyendo a la economía, en el momento de escribir estas líneas, dos años después de la aprobación del Plan, la sensación es de cierta decepción, aunque se espera una aceleración a partir de ahora, una vez desarrollados y engrasados los mecanismos administrativos. En cuanto al segundo de los retos, solo el tiempo dirá en qué medida se alcanzarán unos objetivos tan ambiciosos.

La estrategia de política económica ha sido, en suma, globalmente acertada. Ciertamente, las ayudas a las empresas de los sectores más afectados siempre podrían haber

sido más generosas, así como la protección a las familias más vulnerables. No obstante, el margen de maniobra fiscal era limitado, como consecuencia del elevado nivel de endeudamiento público y de déficit estructural que exhibían las cuentas públicas al inicio de la pandemia. En este sentido, una de las enseñanzas de esta crisis es la importancia de aprovechar las etapas de crecimiento económico para sanear las finanzas públicas, y disponer así de suficiente margen de maniobra con el que afrontar futuras situaciones de dificultad.

El fuerte aumento del endeudamiento y del déficit estructural derivado de la pandemia constituye un preocupante factor de vulnerabilidad para la economía española, y también para otros países de la eurozona que se encuentran en la misma situación —especialmente Italia—. Precisamente para evitar el riesgo de tensiones graves en los mercados de deuda una vez finalizados los programas de compra de activos, el BCE aprobó en julio de 2022 un nuevo instrumento de política monetaria, denominado *Transmission Protection Instrument (TPI)*, consistente en el compromiso de compra de títulos de deuda pública de los países que sufran un incremento excesivo en sus primas de riesgo, sujeto al cumplimiento de unas condiciones por parte de estos. En este contexto, cabe señalar que la estrategia de política económica adoptada en España ha adolecido de una carencia: la simultánea presentación de un programa de ajuste fiscal para ser aplicado una vez superada la crisis pandémica, con el fin de generar confianza en la solvencia y en la sostenibilidad de nuestra deuda.

III. LA ECONOMÍA QUE EMERGE TRAS LA PANDEMIA

1. La interrupción de las cadenas de suministro

La apertura de la economía en los países desarrollados tras el final del confinamiento trajo consigo una fuerte reactivación del consumo a nivel global. En España el gasto de los hogares experimentó una recuperación muy parcial, pero en otros países de nuestro entorno fue más intensa, especialmente en Estados Unidos, impulsada por unas medidas de política fiscal fuertemente expansivas introducidas con el objeto de sostener las rentas de los hogares, y por el ahorro embalsado durante la pandemia. Así, por ejemplo, en este último país, el consumo ya superaba ampliamente el nivel previo a la crisis sanitaria en el primer trimestre de 2021. Este vigor del consumo a nivel global se reflejó en las cifras de comercio mundial, que al comienzo de 2021 también se situaban por encima de las previas al COVID-19.

La expansión de demanda no pudo ser atendida por un crecimiento de la producción en la misma medida, más aún en un contexto en el que las medidas adoptadas para luchar contra la pandemia supusieron una interrupción en el funcionamiento normal de las cadenas globales de suministro, por lo que comenzaron a producirse situaciones de desabastecimiento de determinados *inputs* utilizados en los procesos industriales, como los microchip. Otro ámbito en el que se reflejó una escasez de oferta fue en el transporte marítimo, que disparó los precios de los fletes ya desde finales de 2020 (Torres y Fernández, 2021).

Pero donde más relevante fue el impacto del impulso de la demanda fue en los precios de los productos energéticos y de las materias primas, tanto industriales como agrícolas (gráficos 5 y 6).

El ascenso de los precios de los

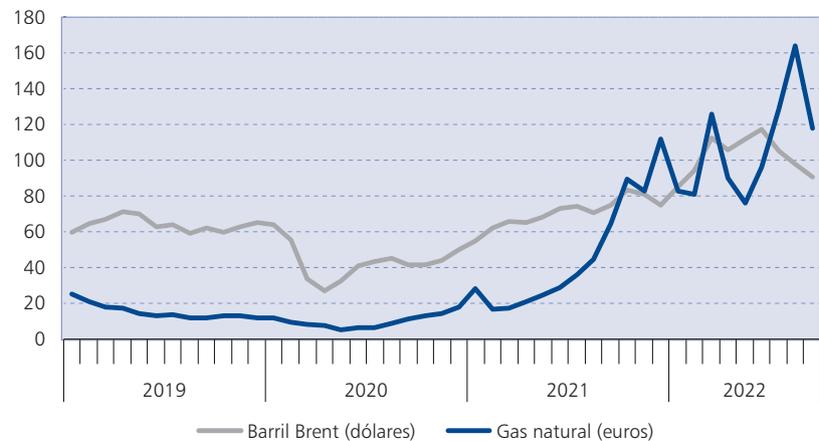
productos energéticos fue agravado por ciertas circunstancias, como la escasez de la inversión en nuevas explotaciones –o en la ampliación de la capacidad de refinado de petróleo–, ante la perspectiva de una futura caída de la demanda global como consecuencia de la transición energética, así como

GRÁFICO 5
PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS
(Índice enero-2019=100)



Fuente: Índice The Economist de materias primas total.

GRÁFICO 6
PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS ENERGÉTICAS
(Dólares, euros)



Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación digital y Mibgas.

el encarecimiento de los derechos de emisión de CO₂.

La ruptura de las cadenas de suministro ha demostrado ser un problema con consecuencias muy relevantes y que requiere más tiempo de lo que se creía para su normalización. Hasta el verano de 2022 no se comenzaron a observar indicios de relajación de las tensiones, sin retornar aún a la situación previa. Todo ello ha revelado la importancia para la economía mundial de algo a lo que hasta ese momento se daba por hecho, que es el funcionamiento fluido y eficiente de unas cadenas de producción muy complejas organizadas globalmente, y ha despertado una sensación de vulnerabilidad ante acontecimientos disruptivos imprevistos. El estallido de la guerra de Ucrania, que agravó los problemas de suministro de determinados productos –fertilizantes, materias primas agrícolas, ciertos insumos para la industria del automóvil– acentuó esta sensación, y generó una conciencia con respecto a la necesidad de realizar cambios para garantizar la seguridad en el funcionamiento de las cadenas de producción (Torres y Fernández, 2022a).

2. La espiral de costes energéticos, la inflación y sus derivadas en la recuperación

La tasa de inflación comenzó a aumentar en España –al igual que en la eurozona y en Estados Unidos– en la primavera de 2021. En ese momento, el ascenso procedía del componente energético del IPC, y obedecía únicamente a la normalización del precio del petróleo después de las fuertes caídas sufridas un año antes, al inicio de la pan-

demia. Pero durante ese verano el precio del petróleo continuó ascendiendo hasta superar el nivel previo a la pandemia, mientras que el precio del gas natural comenzaba a dispararse. Esto último, unido a otros factores, como el encarecimiento de los derechos de emisión de CO₂, marcó el inicio de una trayectoria fuertemente alcista en el precio de la electricidad.

El encarecimiento de los productos energéticos y de otras materias primas se reflejó inmediatamente en el índice de precios industriales (IPRI), que puede considerarse un indicador de la evolución de los costes de producción. La tasa de inflación de dicho índice, en su componente general, se situó en el 35,2 por 100 en diciembre de 2021, y, excluyendo los productos energéticos, en el 10,9 por 100.

La inflación subyacente, que hasta el verano se había mantenido contenida y estable por debajo del 1 por 100, también comenzó a aumentar a partir de entonces, en un principio empujada por la normalización de los precios de determinados servicios que habían sufrido bajadas en los meses iniciales de la crisis sanitaria. Pero en los últimos meses del año los ascensos comenzaron a extenderse a más componentes del índice subyacente, reflejando ya el inicio del proceso de traslado hacia los precios finales al consumo de los mayores costes de producción derivados del incremento de los precios energéticos y otras materias primas, del encarecimiento del transporte marítimo y de los cuellos de botella en las cadenas de suministro. De ese modo, un proceso inflacionista que en sus inicios tenía un carác-

ter transitorio –la recuperación de determinados precios que sufrieron caídas en los meses iniciales de la pandemia– comenzó a adquirir un carácter más estructural y persistente. Al final del año, la tasa de inflación general se situó en el 6,5 por 100, y la subyacente en el 2,1 por 100 (Torres, 2021).

Las tensiones en los mercados de materias primas energéticas y no energéticas se agudizaron tras la invasión rusa de Ucrania, a finales de febrero de 2022, añadiendo aún más presión sobre la inflación (Torres, 2022). El IPRI general se situaba por encima del 40 por 100, y el subyacente por encima del 12 por 100. El traslado hacia los componentes no energéticos de la cesta de la compra se intensificó, afectando a un número creciente de bienes y servicios. Durante el verano, la inflación general superó la barrera del 10 por 100, y la subyacente sobrepasaba el 6 por 100, las tasas más elevadas desde 1985 y desde 1993, respectivamente. Tras los productos energéticos, eran los alimentos los que registraban un mayor encarecimiento, por encima del 13 por 100. Estos fueron muy afectados por el aumento de los costes energéticos –los cuales tienen un peso muy elevado en la estructura de costes de producción de los productos agrícolas– y por el desabastecimiento de determinados productos a consecuencia de la guerra, como cereales, aceite de girasol y fertilizantes (gráfico 7).

En el conjunto de la eurozona la tasa de inflación alcanzó el 10 por 100 en septiembre, y en Estados Unidos llegó al máximo en el 9,1 por 100, si bien en este último país existen ciertas dife-

GRÁFICO 7
TASAS DE INFLACIÓN



Fuente: INE.

rencias con respecto al proceso inflacionista sufrido en Europa. Los bancos centrales reaccionaron dando un vuelco a su política monetaria, aunque en el caso de la eurozona este cambio de orientación tardó más tiempo en producirse que en otras áreas económicas. Así, el BCE puso fin a las compras netas de activos dentro del programa APP al final de junio –las compras ejecutadas en el marco del PEPP habían terminado en marzo–, y no fue hasta julio cuando elevó los tipos de interés, finalizando así la larga etapa de tipos negativos iniciada en 2014. Una de las grandes preocupaciones de la autoridad monetaria reside en evitar el «desacoplamiento» de las expectativas de inflación a largo plazo, es decir, en evitar que estas se sitúen persistentemente por encima del objetivo del 2 por 100, ya que esto podría alimentar una espiral inflacionista, y elevar los tipos de interés a largo plazo por encima de lo deseado.

A la altura del otoño de 2022, la incertidumbre con respecto al nivel en el que se situará

la tasa de inflación a lo largo de los meses siguientes y durante 2023, así como con respecto a la duración del proceso inflacionista, es total (Torres y Fernández, 2022b). Los precios de los productos energéticos son muy inestables y dependientes de los acontecimientos relacionados con el conflicto bélico, al igual que los precios de los productos agrícolas afectados por este. Por otra parte, es difícil estimar hasta qué punto los aumentos de los costes se trasladarán hacia el conjunto de bienes y servicios de la economía, y tampoco es posible prever si se producirán efectos de segunda ronda sobre los salarios ni qué medida alcanzarán en caso de producirse. Finalmente, es difícil predecir el impacto del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad económica y sobre los precios, o el momento en que este se empezará a sentir.

El aumento de la inflación hasta tasas no vistas en décadas tiene consecuencias directas muy relevantes para el proceso de recuperación de la economía.

En primer lugar, supone una pérdida de poder adquisitivo para los hogares, que, si bien en un primer momento puede ser amortiguado por el colchón de ahorro generado durante la pandemia, inevitablemente acabará por reflejarse en un ajuste del consumo. La inversión empresarial, por otra parte, también se resentirá del aumento de los costes de producción, así como del elevado grado de incertidumbre con respecto a factores de gran importancia para la toma de decisiones empresariales, como es el nivel en el que se situarán, a medio plazo, los precios de los productos energéticos y del resto de materias primas. Así, como consecuencia de la inflación se prevé que el crecimiento de la economía española sufra un parón en el último trimestre del año, y que el crecimiento en 2023 sea menor de lo anteriormente anticipado, no pudiendo descartarse incluso una recesión.

IV. RETOS DE FUTURO

La crisis energética y el convulso contexto geopolítico han generado gran preocupación acerca de la marcha de la economía en los próximos meses. Las tendencias apuntan a un riesgo incrementado de recesión y a la persistencia de fuertes tensiones inflacionistas. A medio plazo, sin embargo, el escenario es más abierto, incluso en el caso (poco probable a la hora de escribir estas páginas) de un rápido desenlace de la guerra en Ucrania. Con toda la cautela que requiere un análisis prospectivo, se pueden detectar algunas tendencias con gran potencial transformador. Salvo sorpresa externa a la dinámica económica, estas tendencias podrían ser determinantes para el futuro de

la economía, con importantes implicaciones para la economía española.

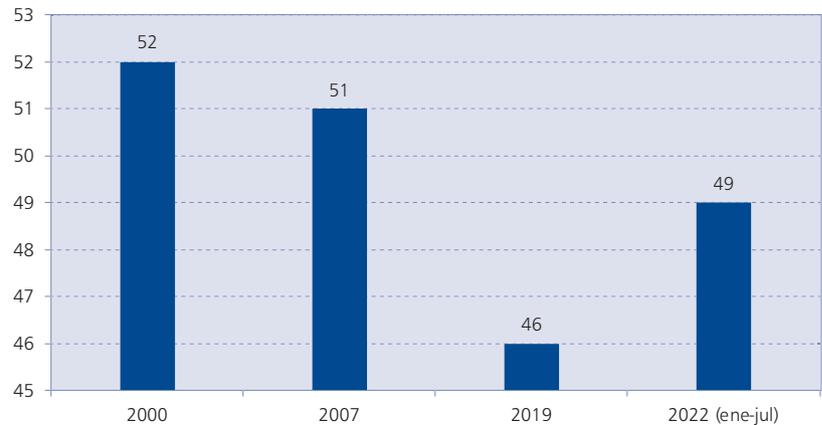
1. El *shock* geopolítico y energético

Desde el inicio del presente siglo, la economía mundial se ha beneficiado de un triple impulso: la globalización, entendida como un proceso de integración económica multilateral facilitado por la caída del bloque del este; el acceso a precios moderados a los principales recursos naturales; y un factor demográfico: la disponibilidad de mano de obra en cantidad suficiente para nutrir la expansión.

Ese paradigma, sin embargo, podría estar cambiando como consecuencia, en primer lugar, de la intensificación de tensiones geopolíticas exacerbadas por la invasión de Ucrania, así como de la propia pandemia. Las empresas se enfrentan a una disrupción de sus cadenas de valor, que les obliga a reconfigurar los procesos productivos. De ahí el auge del comercio entre países europeos, en detrimento de los intercambios extracomunitarios, quebrando la tendencia de la época de la globalización (gráfico 8). Una evolución similar se puede observar en materia de inversión directa extranjera, con un fuerte incremento de las decisiones de localización en la UE que contrasta con la ralentización en destinos tan importantes como China.

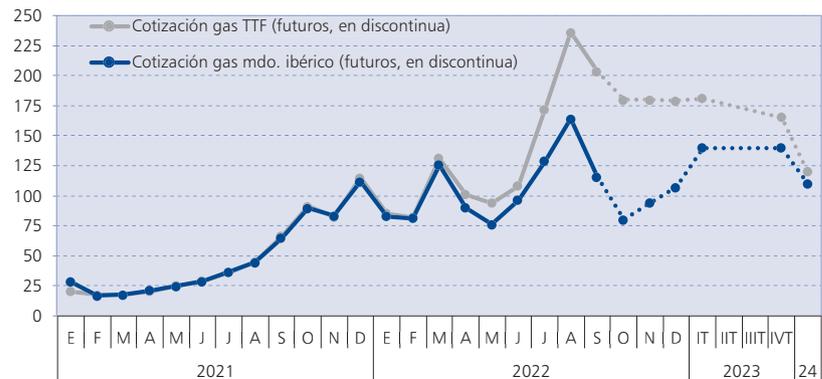
En cuanto a los recursos naturales, no está claro que vayan a escasear: tales predicciones vienen formulándose reiteradamente en la historia económica, para verse desmentidas por la realidad. Sin embargo, el factor

GRÁFICO 8
EXPORTACIONES INTRA-UE
(Porcentaje del total de exportaciones de la UE)



Fuente: Funcas en base a Eurostat.

GRÁFICO 9
PRECIO DEL GAS EN EL MERCADO IBÉRICO Y EUROPEO (TTF)
(En euros por MWh)



Fuente: Mibgas y Ministerio de Economía.

nuevo es la toma de conciencia del impacto medioambiental de la explotación de algunos de esos recursos, en especial las energías fósiles. La inversión en hidrocarburos choca con los objetivos medioambientales, a la vez que las fuentes renovables no están todavía en situación de tomar el relevo en un horizonte previsible. A ello se añaden las sanciones occidentales al gas

ruso que obligan a invertir en fuentes alternativas. El resultado es el mantenimiento de unos precios elevados, al menos en los próximos dos años, según predicen los mercados de futuros (gráfico 9). Además, incluso en el caso (improbable de momento) de un pronto desenlace del conflicto bélico, las exportaciones de Rusia no podrán reanudarse rápidamente: algunos de los ya-

cimientos se estarían echando a perder como consecuencia de la inactividad, y los países más dependientes del gas ruso probablemente no quieran revertir a la situación previa a la guerra.

Finalmente, el impacto del factor demográfico se ha revertido como consecuencia de la disminución de la natalidad en buena parte del planeta (África subsahariana es la excepción más notoria), provocando fenómenos de escasez de mano de obra. En la UE, el número de jóvenes que acceden al mercado laboral se ha reducido drásticamente, hasta niveles muy inferiores al del número de personas que se jubilarán en los próximos años (gráfico 10). Este déficit se había neutralizado a nivel mundial gracias a la incorporación a la globalización de países muy poblados como China e India –un fenómeno que ha llegado a su término– y que se ve parcialmente revertido tanto por la caída de la natalidad en China y la jubilación de los *babyboomers* en Occidente, como por la desglobalización en marcha. Las pro-

yecciones demográficas apuntan a una intensificación del cambio en los próximos años.

Esta circunstancia contribuye a explicar algunos comportamientos de mantenimiento del empleo durante la pandemia y todavía en el actual contexto recesivo. En la UE el desempleo se ha reducido hasta los mínimos registrados hace unos años. Y en dos de cada tres países de la UE la tasa de paro es inferior al 6 por 100, ya son solo dos, España y Grecia, donde supera el doble dígito.

2. Implicaciones de política macroeconómica

La reparación de la inflación es la principal manifestación de estos cambios estructurales: todos confluyen en un *shock* negativo de oferta. Además, este *shock* coincide con un fuerte incremento de la demanda. La combinación de ambos factores, y la tardanza de los bancos centrales en reaccionar, ha contribuido a desanclar las expec-

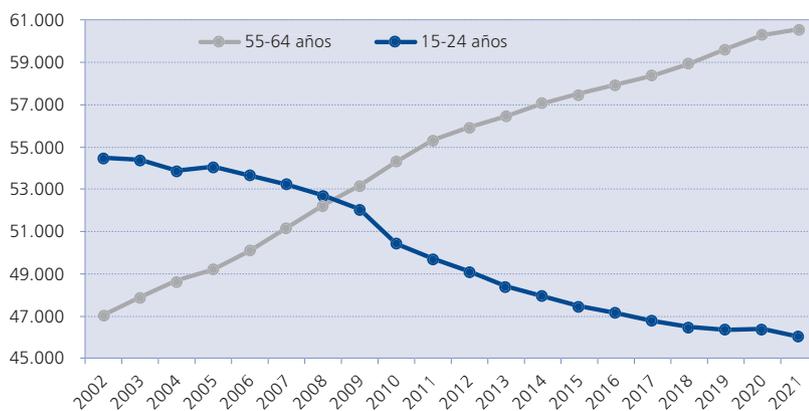
tativas de inflación (es decir, los agentes tienden a interpretar subidas aisladas de precios como un movimiento generalizado, algo que no ocurre cuando la inflación es baja).

Ese cambio de expectativas redundará en una cierta inercia de la inflación, incluso en el caso poco probable de una rápida desescalada de los precios energéticos, como lo muestra la experiencia histórica. Por ejemplo, a principios de la década de los 90, España conoció un episodio de IPC subyacente del 6-7 por 100, cercano a los valores observados actualmente. Y tardó cinco años en reducir esa tasa hasta el entorno del 2,5 por 100 (gráfico 11).

Bien es cierto que la economía española venía de tasas de inflación elevadas durante los años 70 y 80, algo que necesariamente complica la desescalada. Sin embargo, la inflación ha tendido a ser relativamente persistente incluso en un país tan comprometido con la estabilidad de precios como Alemania. En aquel país, como consecuencia del *shock* de oferta generado por la reunificación, el IPC alcanzó el 6,3 por 100 en el segundo trimestre de 1992 (cuando no superaba la mitad en los años anteriores), y no disminuyó hasta el entorno del 2 por 100 hasta tres años más tarde.

Un argumento frecuentemente invocado en contra de la visión de una inflación persistente es la moderación salarial. No obstante, si bien los costes laborales se han incrementado relativamente poco hasta ahora, parece improbable que no reaccionen con más contundencia en los próximos años. A los fenómenos de escasez de mano de

GRÁFICO 10
EL DÉFICIT DE JÓVENES SE AGUDIZA EN LA UE
(Población de 15-24 años y 55-64 años, en miles de personas)



Fuente: Funcas en base a Eurostat.

GRÁFICO 11
**LA TRANSICIÓN A UNA INFLACIÓN BAJA DURÓ TRES AÑOS
 EN ALEMANIA Y CINCO EN ESPAÑA**

(IPC sin energía ni alimentación, en tasas interanuales)



Fuente: Funcas.

obra antes señalados, se une la creciente presión de diversos colectivos para recuperar el poder adquisitivo perdido desde el inicio de la crisis energética.

En suma, cabe esperar un IPC superior al 2 por 100 al menos hasta 2025. El corolario de la reaparición de la inflación como problema macroeconómico es el cambio de rumbo de la política monetaria, abocada a dejar atrás la era de los tipos de interés negativos. En sus últimas previsiones el Banco de España sitúa el euríbor a tres meses en el 3 por 100 en 2024, pese a que para ese año el IPC ya se situaría por debajo del objetivo del 2 por 100 (una previsión relativamente optimista como todas las realizadas por el BCE desde el inicio del brote de inflación).

Otra implicación del *shock* de oferta es la desaceleración del crecimiento durante un tiempo prolongado, que abarcará todo lo que dure la adaptación del aparato productivo en un entor-

no de precios energéticos altos y desglobalización. En el corto plazo, los factores negativos son los que más pesarán, por el impacto en la demanda del alza de precios y de la subida de los tipos de interés. Y por la drástica erosión de la capacidad productiva en los sectores más afectados, como la industria metalúrgica y la química. Las perspectivas en el corto plazo, en definitiva, son de bajo crecimiento e inflación.

Con el tiempo, sin embargo, algunos sectores podrían verse beneficiados por la reorganización de las cadenas de suministro. En España este parece ser ya el caso de la industria textil y del calzado, así como (aún de manera incipiente) del automóvil. Por tanto, en los próximos años la economía debería ir de menos a más, gracias a una mayor facultad de adaptación que en los años 70 y 80: las economías son ahora más reactivas gracias a las nuevas tecnologías, a la mejor formación de los trabajadores, y a que los Estados disponen de

instrumentos perfeccionados de gestión del ciclo económico, así como en el caso de España, de abundantes fondos europeos.

Esta transición plantea también un desafío social, por el impacto de la subida de los precios en las rentas más bajas. De momento la pérdida de poder adquisitivo no se refleja en los datos de conflictos laborales, al menos en España (estos han repuntado, pero no difieren de la situación anterior a la pandemia, algo que refleja probablemente la buena evolución del mercado laboral). A medio plazo, mucho dependerá de la evolución del empleo y de la política fiscal para afrontar los costes de la inflación. Y a la vez corregir los desequilibrios presupuestarios.

Finalmente, las reformas estructurales (pensiones, educación, fiscalidad, etc.) y la inversión son esenciales para facilitar la transición. Pero la política macroeconómica también jugará un papel crucial, especialmente la monetaria. A diferencia de la anterior crisis, los riesgos financieros parecen hoy moderados, pero esto depende del ritmo de normalización de la política monetaria. El punto de partida, unos tipos de interés negativos, apunta a una normalización de la actividad financiera que, además, devuelve a los bancos centrales algún margen de actuación ante futuras crisis. Sin embargo, el contexto de endeudamiento global incita a la cautela. Otra circunstancia para tener en cuenta es el riesgo de falta de liquidez de las llamadas finanzas en la sombra (ESRB, 2022; y Bouveret *et al.*, 2022).

Además, la experiencia pasada muestra que las subidas de tipos de interés inciden en la eco-

nomía y en el sistema financiero de manera no lineal. Los riesgos pueden ser leves en la fase inicial del proceso de ajuste de tipos. Por ejemplo, en España, el crecimiento se fue moderando levemente entre 2005 y mediados de 2007 en un contexto de fuerte ajuste de tipos de interés (gráfico 12). A partir de ese momento, solo se produjeron incrementos marginales en estos últimos, pero fueron suficientes para precipitar la recesión. La situación hoy no es comparable, por el menor nivel de endeudamiento del sector privado español, pero sigue siendo cierto que un ajuste excesivamente agresivo de los tipos de interés podría llevar a una recesión.

Otra enseñanza del pasado, avalada por estudios empíricos, es que la caída del empleo es un factor agravante del riesgo financiero que entraña la subida de tipos. Esto es así porque los hogares suelen asumir las cargas financieras todo el tiempo que mantengan su puesto de trabajo,

incluso cuando los ingresos laborales se reducen (por ejemplo, como consecuencia de la inflación). Sin embargo, la pérdida de empleo incrementa fuertemente la probabilidad de impago. Por tanto, además de la política monetaria, una evolución del desempleo contenida también es clave para que el escenario «manejable» que se dibuja en esta nota, se materialice. Para las entidades financieras, esto significa que la elevación de los márgenes que entraña la normalización de la política monetaria podría revertirse, al menos en parte, a partir de un cierto nivel de tipos de interés y en función de la respuesta del mercado laboral. Estas consideraciones llevan a que la expectativa sobre la acción de los bancos centrales esté girando hacia una gradualidad en la subida de tipos de interés, tras los fuertes ajustes ya realizados. De manera que la situación podría forzar a que el BCE tenga que aceptar una senda de desescalada de los precios más suave de lo inicialmente previsto.

V. CONSIDERACIONES FINALES

En suma, la economía española ha capeado la pandemia mejor que en anteriores crisis, gracias a la puesta en marcha de medidas que han resultado efectivas en amortiguar el impacto del confinamiento en el aparato productivo y en el mercado laboral. La vacunación, unida a la liberación de la demanda embalsada durante el período de restricciones de movimiento, había iniciado una etapa de fuerte recuperación. Esta, sin embargo, se ha visto afectada por la aparición de nuevas perturbaciones (cuellos de botella, desorganización de las cadenas de suministro en consonancia con la «desglobalización», y, sobre todo, una crisis energética exacerbada por la guerra en Ucrania). Estas perturbaciones todavía marcarán el rumbo de la economía española durante los próximos años en materia de crecimiento, que será menor de lo anticipado antes del episodio inflacionario. Otra consecuencia es la reducción del margen de maniobra de la política macroeconómica: la política monetaria se centra en la lucha contra la inflación, dejando atrás la era de tipos de interés negativos; y la política fiscal se enfrenta al desafío de contener los costes de la crisis energética, y a la vez corregir los desequilibrios presupuestarios en un contexto de subida de tipos de interés.

Pese a las incertidumbres, la economía española dispone de algunos importantes factores de resiliencia para afrontar estos desafíos, como son la buena evolución del empleo, el superávit externo, la solvencia del sector bancario y el nivel moderado de la deuda privada. Todo ello, junto

GRÁFICO 12
EL IMPACTO DE LA SUBIDA DE TIPOS ES DESPROPORCIONADO A PARTIR DE CIERTO UMBRAL



Fuentes: Funcas a partir de INE y BCE.

con los fondos *Next Generation*, conforma una oportunidad para transformar el modelo energético y cerrar por completo las secuelas de la pandemia.

NOTA

(1) *Plan Presupuestario 2023*, 15-10-2022, pág. 11.

BIBLIOGRAFÍA

BANDRÉS, E., GADEA, L., SALAS, V. y SAURAS, Y. (2020). España y el Plan Europeo de Recuperación. *Cuadernos de Información Económica*, 277 (julio-agosto 2020).

BOUVERET, A., KERN, S., OKSENIUK, D. y PORTES, R. (2022). Risks in non-bank financial intermediation. *VoxEU*, August.

ESRB. (2022). Risk dashboard, September 2022 (Issue 41), https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/dashboard/20220929_rdb_external~f04ce551dc..pdf?7ae414d7abb10863c70b2b19e222e434

PEÑA, I. y GUJARRO, P. (2021). El reto de recapitalizar el tejido empresarial en España. *Cuadernos de Información Económica*, 281 (marzo-abril 2021).

TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2020a). El Gran Confinamiento de la economía española, *Cuadernos de Información Económica*, 276 (mayo-junio 2020).

TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2020b). El impacto de la vacuna en la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, 279 (noviembre-diciembre 2020).

TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2021). La economía española en la

recuperación: oportunidades y desafíos. *Cuadernos de Información Económica*, 283 (julio-agosto 2021).

TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2022a). El conflicto en Ucrania y la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, 287 (marzo-abril 2022).

TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M. J. (2022b). Perspectivas de la economía española tras la crisis energética. *Cuadernos de Información Económica*, 291 (noviembre-diciembre 2022).

TORRES, R. (2021). El repunte de la inflación y su impacto. *Cuadernos de Información Económica*, 284 (septiembre-octubre 2021).

TORRES, R. (2022). Crisis energética: las respuestas de Alemania, España, Francia e Italia. *Cuadernos de Información Económica*, 288 (mayo-junio 2022).