
19.09.2022

**Inflación y crecimiento económico en la eurozona: la política
monetaria y el papel de las otras políticas económicas**

Foro Joly Andalucía
Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Señoras y señores, permítanme comenzar dando las gracias a los organizadores del Foro Joly Andalucía por invitarme a participar en este encuentro. En mi intervención de hoy voy a repasar la situación económica del área del euro con el objetivo de explicar las últimas decisiones de política monetaria del BCE. Asimismo, me gustaría referirme brevemente al papel que el resto de políticas económicas deben jugar en un escenario económico tan complejo e incierto como el actual.

La guerra intensifica los efectos negativos sobre la economía europea a través de su impacto en los mercados energéticos

Europa está particularmente expuesta a los efectos económicos derivados 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.

Desde el inicio de la guerra, los flujos de gas ruso hacia Europa se han reducido de manera notable. Recientemente se ha alcanzado, en la práctica, el cierre total del suministro. La preocupación por la escasez de gas durante el invierno en algunos países europeos ha ido en aumento. Al tiempo, la cotización de esta materia prima en el mercado TTF holandés, el mercado de referencia en Europa, ha escalado con fuerza. El precio del gas natural sigue sujeto a una enorme volatilidad y se sitúa, tras alcanzar niveles record a finales de agosto, en registros que más que duplican los precios promedio al inicio del año.

Las consecuencias económicas derivadas del conflicto energético afectan de forma desigual a los países europeos en función de su distinta dependencia del gas ruso y en ausencia de un mercado energético integrado. 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 al 3% y el 2,5%, respectivamente, en el caso de España. 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.

En efecto, según el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), el consumo de gas representa en torno al 2% de la cesta de consumo de los hogares en el área del euro; y un 1,5% en España. Pero más allá del efecto directo del encarecimiento del gas sobre la inflación, las presiones inflacionistas se alimentan también a través de los mayores costes de producción de las empresas, ya que el gas natural es la principal fuente de energía de los sectores industrial y de servicios (salvo en los de transporte)¹, y por su impacto en la formación del precio de la electricidad en los mercados europeos². Además, la moderación

¹ Gunnella V., V. Jarvis, R. Morris y M. Tóth (2022), [Gas dependence and risks to euro area activity](#), Boletín Económico, 1/2022, Banco Central Europeo.

² La capacidad del gas natural para adaptarse a las fluctuaciones de demanda energética hace que actúe como recurso energético marginal clave en la generación de electricidad. Véase Pacce M., I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), [El papel del coste de los derechos de emisión de CO2 y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España](#), Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

de la actividad económica en los países más golpeados se transmitirá, vía flujos comerciales, al resto de economías en forma de una menor demanda exterior.

Según las estimaciones realizadas por el Banco de España³, una hipotética interrupción de importaciones energéticas procedentes de Rusia acarrearía un impacto sobre el PIB de la economía de la UE de entre un 2,5% y un 4,2% del PIB a lo largo del primer año, en función del supuesto que se considere sobre la capacidad de las economías europeas de sustituir las fuentes energéticas rusas. Por países, 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. El impacto sobre la economía española se situaría entre un 0,8% y un 1,4% del PIB. Estos valores deben considerarse como impactos a corto plazo cuya magnitud iría reduciéndose según aumentase la capacidad de sustitución de las importaciones energéticas rusas.

Los indicadores más recientes del área del euro marcan un claro deterioro económico, según se desvanecen los efectos de la plena reapertura de las economías

Los impulsos recesivos mencionados no se han reflejado todavía en los datos económicos de la UEM referidos a la primera mitad del año. La plena reapertura de las economías europeas tras dos veranos de restricciones por 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 miembros y especialmente en la economía española e italiana, en ambos casos con una inesperada fortaleza del consumo privado.

No obstante, es de esperar que los efectos de la reapertura se diluyan y que la economía se frene a corto plazo ante las pérdidas de poder adquisitivo de los hogares, la crisis energética, el debilitamiento de la demanda global, el endurecimiento de las condiciones financieras como resultado de la normalización de la política monetaria y el contexto de notable incertidumbre tanto en el plano económico como geopolítico.

De hecho, los datos más recientes referidos al tercer trimestre marcan una rápida desaceleración económica 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 en el tercer trimestre. Los referidos a los servicios indican una notable desaceleración y se sitúan en terreno contractivo en Alemania e Italia.

Así, la situación en el mercado del gas descrita anteriormente contrasta con la de otras materias primas (como el petróleo y no energéticas), que han tendido a moderar sus precios desde mediados del año ante la perspectiva de una desaceleración económica global, entre otros factores.

³ 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.

Las presiones inflacionistas resultan más fuertes de lo esperado y se amplían por partidas de gasto, acentuando la pérdida de poder adquisitivo

Por otro lado, las presiones inflacionistas en el área del euro han sido más intensas y persistentes de lo previsto a lo largo del año. La inflación en el área del euro se situó en el 9,1% en agosto.

El encarecimiento de la energía es el principal factor que explica los elevados niveles de inflación. De hecho, entre su efecto directo sobre los bienes energéticos de la cesta de consumo y su efecto indirecto a través del resto de bienes y servicios, se estima que algo más del 60% del incremento de la inflación se debe a este factor. Pero el aumento en el precio de los alimentos también es muy notable. En concreto, su efecto directo explica casi un 25% del incremento de la inflación observado.

En todo caso, las presiones inflacionistas se han ido extendiendo a los precios menos volátiles de la cesta de consumo. De hecho, el aumento de los costes de producción se ha trasladado más rápido de lo esperado a los precios de consumo, en un contexto de cuellos de botella en la producción de manufacturas y de presiones de demanda asociadas a la reapertura de la economía.

La inflación subyacente del área del euro se situó por encima del 4% en agosto, con tasas superiores al 3% en todos los países miembros. Además, más de la mitad de las rúbricas de la inflación subyacente mostraban una inflación superior al 4%, siendo esta cifra en España del 41%. Destaca especialmente la mayor inflación en rúbricas relacionadas con el gasto en transporte, la equipación y la conservación de la vivienda y, especialmente en España, en las actividades de ocio, restauración y turismo⁴.

Las previsiones económicas de la zona del euro se han revisado notablemente a la baja para el crecimiento y al alza para la inflación

En definitiva, el panorama económico se ha ensombrecido recientemente por la escalada del conflicto energético con Rusia, lo que lleva a pensar que el episodio inflacionista va a ser más intenso y duradero, al tiempo que las perspectivas de crecimiento económico en el área del euro se siguen moderando.

Estas circunstancias han llevado a una revisión notable de las perspectivas económicas del área del euro contenidas en el último ejercicio de previsiones del BCE. Estas previsiones incorporan, por un lado, las sorpresas tanto en inflación como en actividad y, por el otro, el potencial impacto de la escalada del conflicto energético con Rusia y la revisión de otros supuestos técnicos, como la mayor depreciación del tipo de cambio del euro.

En este sentido, uno de los principales cambios en el ejercicio de previsión del BCE de septiembre frente al que se publicó en junio, son los supuestos relacionados con la evolución del gas. Por un lado, se revisan al alza las perspectivas del precio del gas de acuerdo con la evolución de los mercados de futuros. Por otro lado, por primera vez se asume un racionamiento, aunque moderado, del suministro de gas. Dicho racionamiento

⁴ 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.

sería más significativo en los países más dependientes de las importaciones de gas natural ruso, que podrían incluso sufrir algunos recortes de producción en invierno. En sentido contrario, se espera una disminución de la demanda de gas en respuesta a los altos precios y a las medidas de ahorro energético por precaución (como reflejo del acuerdo de la UE de reducir la demanda de gas un 15%).

En consecuencia, cabe esperar que la actividad económica del área del euro se desacelere en los próximos trimestres como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo derivada de una inflación más alta que lo previsto, del deterioro de la confianza de los consumidores y de los empresarios y, en general, de la mayor incertidumbre sobre los efectos económicos de la guerra en Ucrania.

Por otra parte, aunque los cuellos de botella en la oferta están relajándose, todavía limitan la actividad de un buen número de empresas manufactureras en algunos sectores.

Todo ello ha llevado a una notable revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB del área del euro, especialmente en lo que resta de este año y para 2023. 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%, por debajo del 2,1% que se proyectaba hace tres meses.

Con respecto a los precios, el intenso aumento en los 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, los expertos del BCE han revisado significativamente al alza sus proyecciones de inflación en todo el horizonte de previsión. A medida que los actuales determinantes de la inflación vayan desapareciendo y la normalización de nuestra política monetaria se transmita a la economía y a los precios, la inflación descenderá.

Las previsiones del BCE de septiembre 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 proyecciones de junio.

Estas proyecciones macroeconómicas están rodeadas de gran incertidumbre. Los riesgos en torno a las mismas están sesgados a la baja en el caso de la actividad y al alza en el de la inflación.

A corto plazo, la inflación depende en gran medida de la evolución de los precios de las materias primas energéticas, concretamente el gas y la electricidad. Además, un riesgo para las perspectivas de la zona del euro son las posibles interrupciones del suministro de

energía y la severidad del invierno, que 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.

Para reflejar estos riesgos, las últimas previsiones del BCE incorporan, de nuevo, 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 –cerca de los observados en la crisis financiera de 2008– y en máximos históricos en el caso de las perspectivas de inflación a un año.

El BCE continúa la normalización de su política monetaria iniciada en diciembre de 2021 en respuesta al episodio inflacionista

En este contexto de repunte de la inflación, el Consejo de Gobierno BCE inició a finales de 2021 un proceso de normalización de la política monetaria, con la retirada progresiva del extraordinario estímulo monetario implementado durante la pandemia, una vez cumplido el objetivo de contrarrestar el impacto adverso de la misma en la senda de inflación proyectada a medio plazo.

La velocidad e intensidad de este proceso de normalización han estado condicionadas por la valoración que en cada momento ha ido haciendo el Consejo de Gobierno del BCE sobre las perspectivas y los riesgos inflacionistas.

La actuación del BCE durante este período se ha enmarcado en la nueva estrategia de política monetaria aprobada en 2021, que establece un objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo y de carácter simétrico. Más adelante volveré a la orientación de medio plazo y lo que significa en la práctica.

Bajo este marco y en un contexto, como he comentado antes, en el que los riesgos inflacionistas han tendido a elevarse a lo largo de los últimos meses, en marzo finalizamos las compras netas de nuestro programa de compras de emergencia frente a la pandemia, o PEPP (por sus siglas en inglés). También acordamos una reducción gradual de las compras netas de nuestro programa de compras de activos, o APP.

En junio, decidimos que una vez que se cumplieran las tres condiciones establecidas por nuestra *forward guidance* para subir los tipos de interés,⁵ las compras netas del APP

⁵ Dicho *forward guidance* supeditaba el primer incremento de los tipos de interés a que la inflación esperada se situase en el 2 % en un horizonte de año y medio y se mantuviera en torno a ese nivel en el medio plazo, y a que la evolución de la inflación subyacente sea compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo. Las decisiones en relación con el APP también se ligaban a estas condiciones, al señalar que los tipos de interés solo aumentarían algún tiempo después del fin de las compras netas.

finalizarían el 1 de julio, y comunicamos nuestra intención de aumentar los tipos de interés oficiales en julio y de volverlos a elevar en la reunión de septiembre.⁶

Por su parte, en julio decidimos elevar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos, hasta situar en el 0% el tipo de la facilidad de depósito, abandonando así los valores negativos por primera vez desde 2014.

Esta subida supuso un incremento mayor de lo indicado en la reunión anterior, decisión que obedeció a dos razones. En primer lugar, la valoración actualizada de los riesgos para la inflación, que incluyó la materialización de algunos riesgos al alza en el corto plazo en relación con las previsiones publicadas en junio. En segundo lugar, tuvimos en cuenta el apoyo reforzado para la transmisión efectiva de la política monetaria que proporcionaba el nuevo instrumento que se aprobó en esa misma reunión, denominado precisamente Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés).

Sujeto al cumplimiento de los criterios establecidos, bajo el TPI el Eurosistema podrá 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 del país en cuestión con el fin de contrarrestar, en la medida en que sea necesario, los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Así, el TPI garantizará 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 de mantener la estabilidad de precios. Las compras en el marco del TPI se llevarían a cabo de forma que no tengan un impacto persistente en el balance total del Eurosistema y, por tanto, en la orientación de la política monetaria.⁷

Más recientemente, hemos anticipado la normalización de la política monetaria.

En nuestra última reunión del Consejo de Gobierno celebrada a comienzos de septiembre, decidimos incrementar los tipos de interés oficiales del BCE en 75 pb, la mayor subida en la historia del euro, y anunciamos que esperamos seguir aumentando los tipos de interés en las próximas reuniones para moderar la demanda y hacer frente al riesgo de un aumento persistente de las expectativas de inflación.

¿Por qué un aumento de 75 puntos básicos?

Para entender la motivación de esta decisión, es útil explicar primero la naturaleza de nuestro objetivo de inflación y cómo valoramos su grado de cumplimiento en la práctica.

Como he dicho antes, nuestro objetivo es lograr tasas de inflación del 2% en el medio plazo. La orientación de medio plazo significa que nuestras decisiones no se basan en el último dato de inflación, ni siquiera en la inflación que esperamos para los próximos meses o

⁶ En una reunión ad hoc en ese mismo mes de junio, decidimos activar la flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del PEPP que vayan venciendo, como primera línea de defensa para contrarrestar los riesgos relacionados con la pandemia que estábamos observando para el mecanismo de transmisión.

⁷ En cualquier caso, la flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del PEPP que vayan venciendo sigue siendo la primera línea de defensa para contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados con la pandemia.

trimestres, sino en la que esperamos en el medio plazo, es decir: 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. Es más: incluso aunque la traslación de nuestras acciones a la inflación fuera más inmediata, ante determinados tipos de shocks –como son los shocks adversos de oferta, que mueven la inflación y la actividad en direcciones opuestas– puede no ser deseable forzar una convergencia excesivamente rápida de la inflación al 2%, debido al impacto excesivo en actividad y empleo que ello conllevaría, siendo todavía más aconsejable en tales casos mantener el horizonte de medio plazo en la definición y consecución del objetivo.

¿Cómo se mide la inflación esperada a medio plazo?

Lo primero que conviene aclarar es que 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, en el BCE (como en otros bancos centrales) empleamos distintos indicadores de inflación a futuro, tales como encuestas a expertos o precios de mercados financieros, a los que volveré más adelante.

Una pieza de información fundamental a este respecto son las proyecciones del *staff* del BCE que, a su vez, se alimentan de una cantidad ingente de análisis económico y monetario. Como he mencionado antes, en las últimas proyecciones, de septiembre, la inflación media en 2024 (el final de nuestro horizonte de medio plazo) alcanza el 2,3%, claramente por encima de nuestro objetivo.

Pues bien, estas proyecciones se basaban, entre otros factores condicionantes, 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 (en concreto, las correspondientes al 22 de agosto de 2022)– que comenzaba con una subida de 50 puntos básicos en nuestra reunión de septiembre, seguida de otros incrementos con posterioridad⁸.

Aceptando que, de acuerdo con nuestro mandato, los tipos de interés deberán subir hasta alcanzar un nivel que nos permita asegurar una convergencia progresiva a nuestro objetivo de inflación de medio plazo, devolver la inflación al 2% en 2024 exigía anticipar la senda de subida de tipos respecto de la que incorporaban las proyecciones. De ahí el excepcional aumento de 75 puntos básicos.

Otros elementos que refuerzan la conveniencia de una subida de tipos de esta magnitud son los riesgos en torno a las proyecciones de inflación.

Una forma de ilustrar estos riesgos es a través del escenario adverso planteado por el *staff* del BCE en su último ejercicio de proyecciones, que muestra cómo podrían verse afectadas

⁸ 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. Asimismo, la rentabilidad nominal de los bonos públicos a 10 años del área del euro en ese momento era del 1,6% en promedio en 2022, que aumentaba gradualmente hasta el 2,2% 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.

las perspectivas económicas del área del euro si se materializaran algunos de los riesgos en torno al escenario central. En ese escenario adverso, además de una revisión a la baja muy significativa en el crecimiento económico en 2023, 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 es un corte total del suministro de gas ruso. Pues bien, el 2 de septiembre –fecha posterior al cierre de las últimas proyecciones del staff del BCE, pero anterior a nuestra reunión de ese mes– conocimos el cierre indefinido del gaseoducto Nordstream-I que conecta Rusia con Alemania. Y si bien el escenario adverso incluye otras hipótesis que no se han materializado de momento, el relativo al gas ruso tiene un papel importante en que la inflación a medio plazo alcance niveles tan elevados en dicho escenario. En otras palabras, los riesgos al alza sobre la inflación proyectada en el escenario central reforzaban la necesidad de anticipar las subidas de tipos de interés.

De cara al futuro, seguiremos normalizando la política monetaria, en un ritmo y magnitud que dependerá de la materialización de los riesgos para nuestro objetivo de inflación de medio plazo.

Existen al menos dos elementos de riesgo que juegan, y seguirán jugando a futuro, un papel fundamental en nuestras deliberaciones y decisiones de política monetaria.

El primero tiene que ver con un posible desanclaje de las expectativas de inflación de medio y largo plazo por encima del 2%. Una materialización de este riesgo sería el peor de los escenarios posibles, porque afectaría a las decisiones de empresas y trabajadores sobre precios y salarios en el presente. Ello elevaría aún más la inflación y la haría aún más persistente, obligando a la política monetaria a medidas todavía más contundentes, con el consiguiente daño para la actividad y el empleo.

La información de la que disponemos hasta ahora no ofrece muestras de desanclaje de expectativas, pero sí algunas señales incipientes a las que hay que prestar atención. Las encuestas más recientes a expertos y analistas sitúan la inflación en 2024 en, o sólo ligeramente por encima de, el 2%. Lo mismo sugiere la información más reciente 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%. En los próximos meses permaneceremos extremadamente vigilantes a estos indicadores. De hecho, como he dicho antes, 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.

El segundo 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. Este es un escenario a evitar, toda vez que convertiría

la inflación en un fenómeno mucho más persistente y, de esta forma, haría más probable el temido desanclaje de las expectativas de inflación.

Según la información disponible, no existe todavía evidencia de que se estén produciendo tales efectos, al menos de forma generalizada. Los salarios negociados en la UEM se han acelerado desde finales del año pasado, hasta alcanzar incrementos del 2,5% según los datos más recientes. Y si bien se espera una aceleración adicional en 2023, los crecimientos actualmente proyectados serían en principio compatibles con el objetivo de inflación del 2%, una vez se tiene en cuenta el crecimiento tendencial de la productividad. Los márgenes empresariales se han mantenido también, en general, moderados, aunque con heterogeneidad entre sectores.

No obstante, en la medida en que perdure la alta inflación actual, aumenta la probabilidad de que se produzcan estos efectos de segunda ronda.

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 permiten asegurar una convergencia progresiva a nuestro objetivo de inflación de medio plazo y la velocidad a la que lleguemos a ese nivel estará condicionado por el mismo objetivo.

En los mercados financieros, el proceso de normalización de la política monetaria se ha visto reflejado en un aumento significativo de los tipos de interés de mercado. Concretamente, desde principios de año el Euribor a 1 año se ha elevado en más de 250 pb, y se sitúa en el 2,26%; 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 210 pb. Estos aumentos se han ido transmitiendo también de forma gradual al coste de la financiación bancaria de las empresas y las familias. Este endurecimiento de las condiciones financieras contribuirá a contener las presiones inflacionistas.

En un escenario adverso como el actual, el resto de políticas económicas deben jugar un papel fundamental a través de un pacto de rentas, el apoyo selectivo a los más vulnerables, unas políticas de oferta decididas, el compromiso firme con la sostenibilidad fiscal y el refuerzo del proyecto europeo.

En el contexto del episodio inflacionista actual, el comportamiento de los márgenes empresariales y los salarios resulta fundamental para evitar una retroalimentación que acabe generando una espiral inflacionista. Este es precisamente el objetivo principal y prioritario del pacto de rentas cuya puesta en marcha hemos preconizado desde el Banco de España en los últimos meses. Este pacto consistiría en un acuerdo entre empresas y trabajadores, en el marco del diálogo social, para compartir la inevitable merma de renta nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas.

La política fiscal también debería jugar un papel relevante en este contexto, evitando un impulso fiscal generalizado, que exacerbaría las presiones inflacionistas, y el uso de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto. Por el contrario, sería deseable centrar los esfuerzos en el apoyo a los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y a las empresas más vulnerables a esta nueva perturbación. Además, las medidas que se implementen deben tener una naturaleza temporal, para no generar un incremento adicional del déficit público estructural. Su diseño debe también evitar que se produzcan distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios.

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 ella⁹. Pero también que se acompañe de 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 la sostenibilidad de las finanzas públicas es imprescindible para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Para ello, la Comisión Europea está llevando a cabo una revisión del marco de reglas fiscales. En este sentido, considero que sería conveniente simplificar el marco mediante una regla de crecimiento del gasto y un ancla en la ratio de deuda sobre el PIB, así como potenciar la capacidad de los países 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 que la política fiscal adopte una estrategia de medio plazo. Esta debería materializarse en la definición ya 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. Además de los beneficios de dicha estrategia en el medio y largo plazo, la definición temprana de este plan generaría mayor certidumbre y confianza en las políticas públicas, lo cual resulta particularmente relevante en el contexto de normalización de la política monetaria que he descrito.

En todo caso, el desarrollo del conflicto de Ucrania y las consiguientes sanciones y represalias han 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

⁹ En línea con los resultados obtenidos en Alloza, M., Leiva León, D., y Urtasun, A. (2022). La respuesta de la inversión privada a un incremento de la inversión pública. Boletín económico/Banco de España n. 2, 2022.

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 de manera conjunta los potenciales problemas de suministro energético en los próximos años – en líneas con las propuestas recientes de la Comisión Europea-, como para las reformas que permitan afrontar los retos de medio y largo plazo.

En particular, este episodio nos ha demostrado que las políticas estructurales a nivel europeo que favorezcan la integración y la interconexión de los mercados europeos –en particular los energéticos– y refuercen el mercado único¹⁰ no solo permitirán una mayor resistencia a las perturbaciones, sino que también redundarán en un aumento de la competitividad.

En este sentido, hay que 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 a las instituciones europeas financiar programas a gran escala sujetos a un estándar de calidad común y evaluar su cumplimiento de manera homogénea.

No hay que olvidar que también resulta indispensable avanzar en la ampliación de los mecanismos –públicos y privados– de compartición de riesgos en la UE. En primer lugar, 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. En segundo lugar, es imprescindible completar la Unión Bancaria, con la construcción de un sistema europeo de garantía de depósitos. En tercer lugar, avanzar en la construcción de la Unión de los Mercados de Capitales.

Avanzar decididamente en completar la Unión Monetaria en estas dimensiones nos permitirá reducir estructuralmente los riesgos de fragmentación financiera y asegurar la adecuada transmisión de la política monetaria lo que facilitaría, a su vez, nuestra actuación de política monetaria.

¹⁰ Tales como los proyectos importantes de interés común europeo, que incluyen el desarrollo de baterías, la microelectrónica, el hidrógeno o los servicios en la nube, entre otros.