

LA SITUACIÓN ECONÓMICA EN EL ACTUAL CONTEXTO INFLACIONISTA Y LA RESPUESTA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

CONSEJO DE CÁMARAS DE COMERCIO DE CASTILLA LA MANCHA

Toledo

26 de septiembre de 2022



ÍNDICE

1. Los principales condicionantes de las perspectivas económicas actuales
2. Evolución reciente y perspectivas
3. La respuesta de las políticas económicas



ÍNDICE

1. Los principales condicionantes de las perspectivas económicas actuales
2. Evolución reciente y perspectivas
3. La respuesta de las políticas económicas

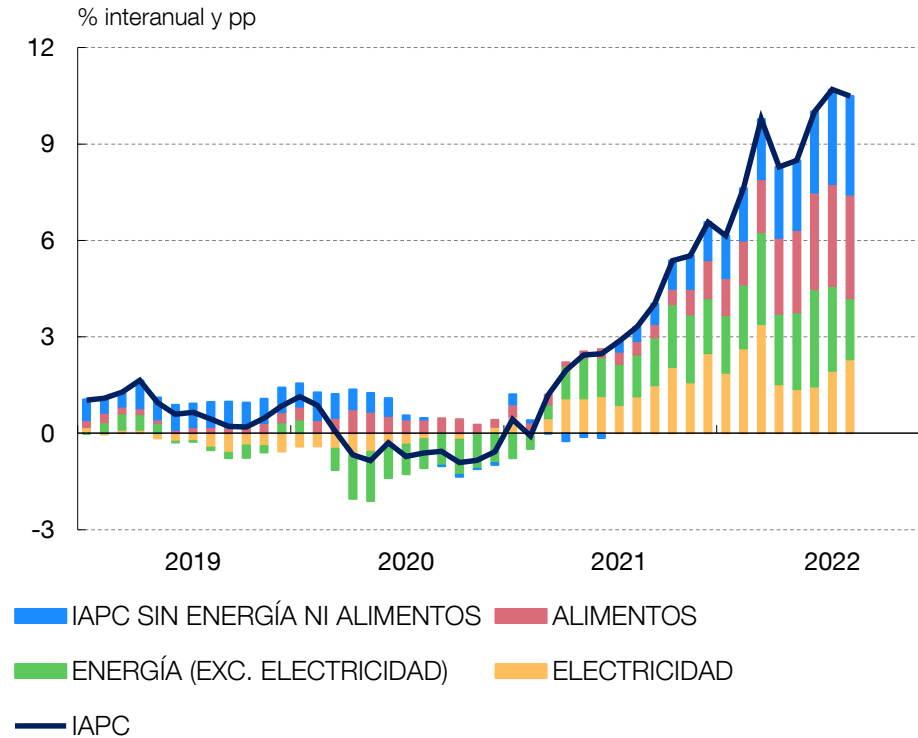


LA INFLACIÓN SE MANTIENE MUY ELEVADA A ESCALA GLOBAL. EN EUROPA Y ESPAÑA EL COMPONENTE ENERGÉTICO HA JUGADO UN PAPEL MUY IMPORTANTE EN SU EVOLUCIÓN

INFLACIÓN GENERAL EN ESPAÑA (a)



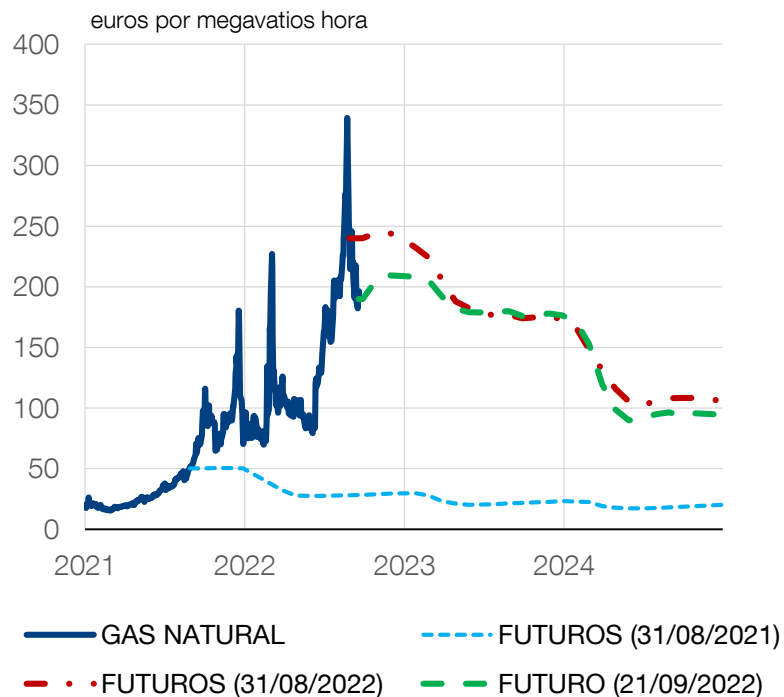
IAPC GENERAL. CONTRIBUCIONES



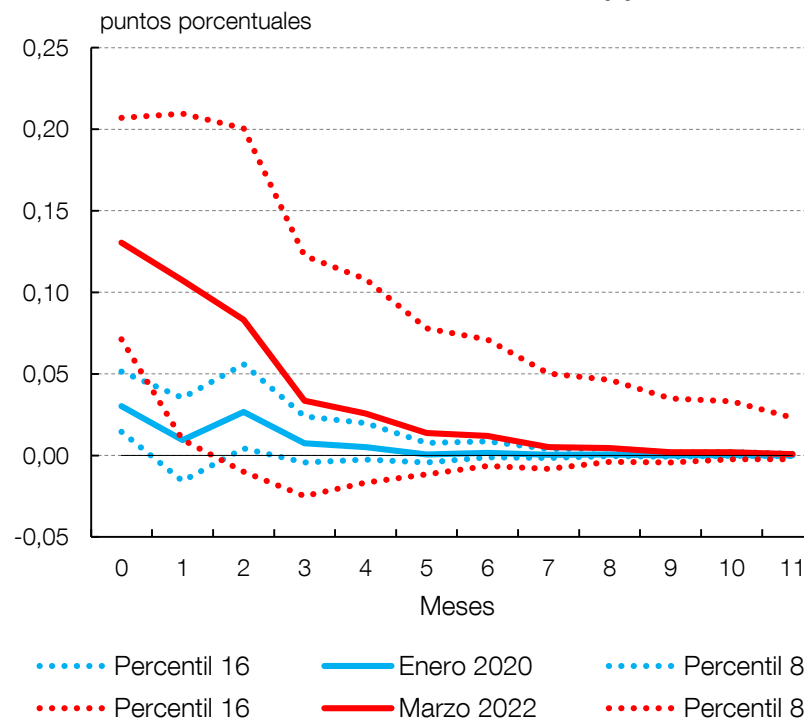
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística. Última observación: agosto.

a) Índice de Precios de Consumo (IPC) hasta diciembre de 1996. Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) desde enero de 1997.

PRECIO Y FUTUROS DEL GAS NATURAL (MERCADO HOLANDÉS)



RESPUESTA DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE A INNOVACIÓN EN ENERGÍA (a)

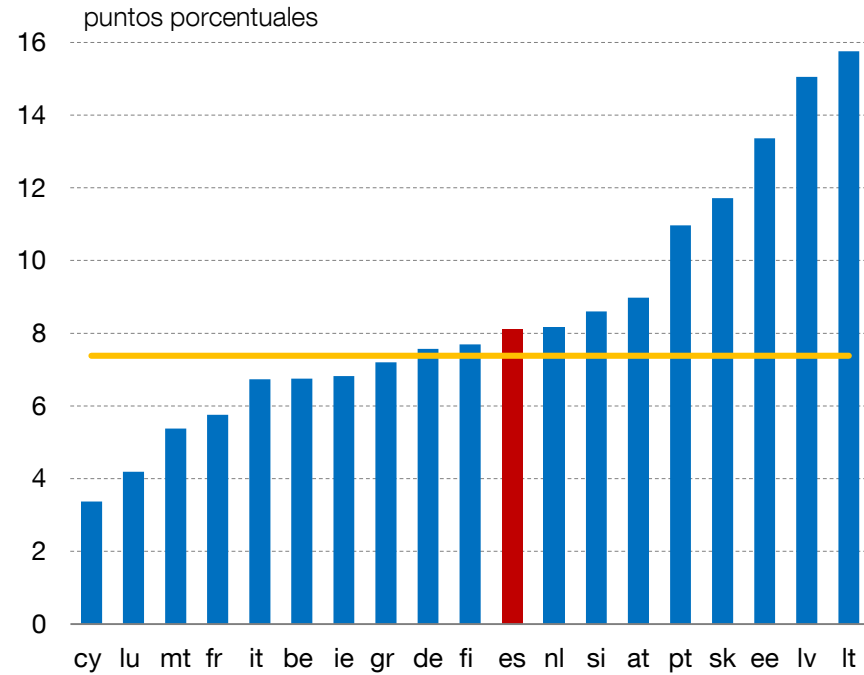


FUENTES: Refinitiv y Banco de España.

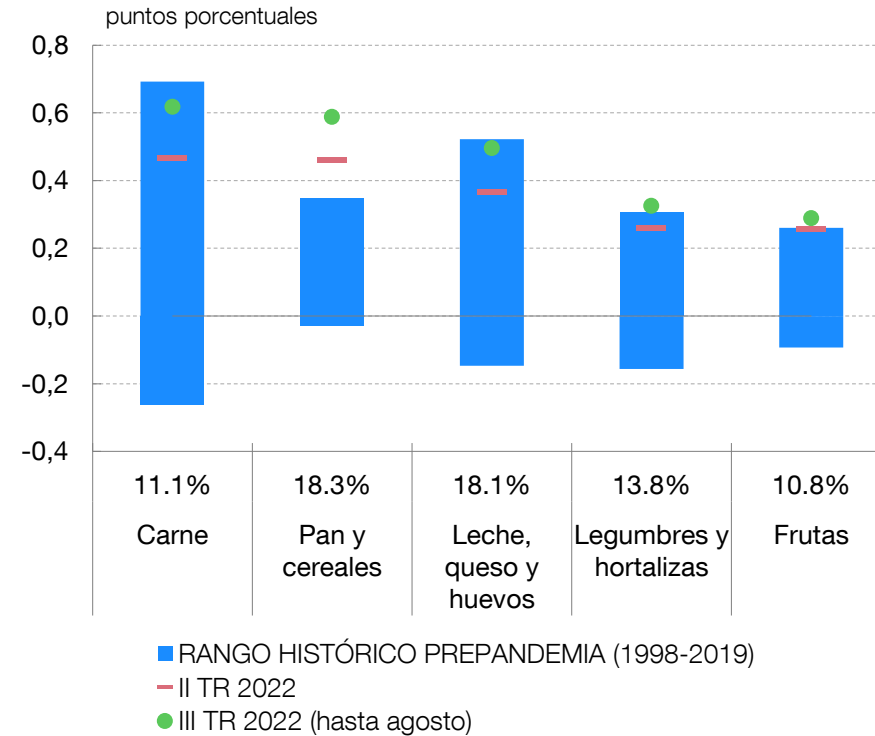
a. Efecto de un incremento no esperado de 1% en el precio de la energía sobre la inflación subyacente. Resultados de estimar un modelo VAR con parámetros que evolucionan en el tiempo siguiendo paseos aleatorios. El modelo incluye la inflación intermensual del componente energético y del componente subyacente y la tasa de crecimiento de una medida de PIB mensual. Para la estimación de este modelo se utiliza una muestra comprendida entre 2004:04 y 2022:03. Las innovaciones estructurales son obtenidas mediante la descomposición de Choleski. 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.

LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS HAN CRECIDO TAMBIÉN CON ESPECIAL INTENSIDAD, TANTO EN ESPAÑA COMO EN EL ÁREA DEL EURO

ACELERACIÓN EN EL IAPC DE ALIMENTOS EN 2022 (a)



CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN GENERAL DE LAS RÚBRICAS DE ALIMENTOS CON MAYOR APORTE (b)



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

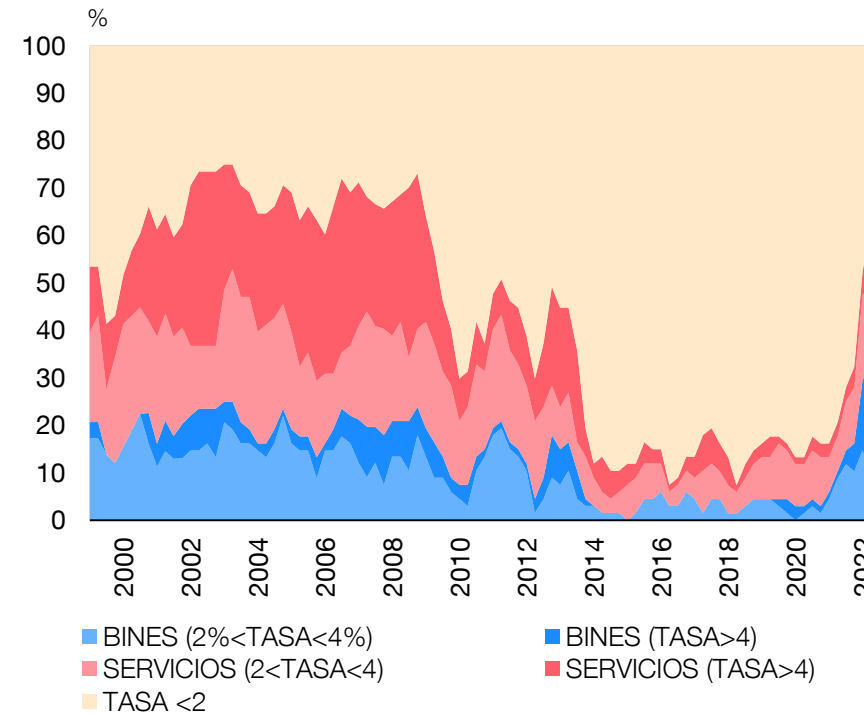
a) Incremento de la tasa interanual desde diciembre de 2021 hasta agosto de 2022.

b) Estas rúbricas se ordenan según su contribución a la tasa de inflación general en el tercer trimestre de 2022 (datos hasta agosto.) Sobre el nombre de la rúbrica aparece la tasa de inflación en el tercer trimestre de 2022.

IAPC EXCLUIDOS ENERGÍA Y ALIMENTOS



PROPORCIÓN DE RÚBRICAS DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN DISTINTOS INTERVALOS DE TASAS INTERANUALES (a)

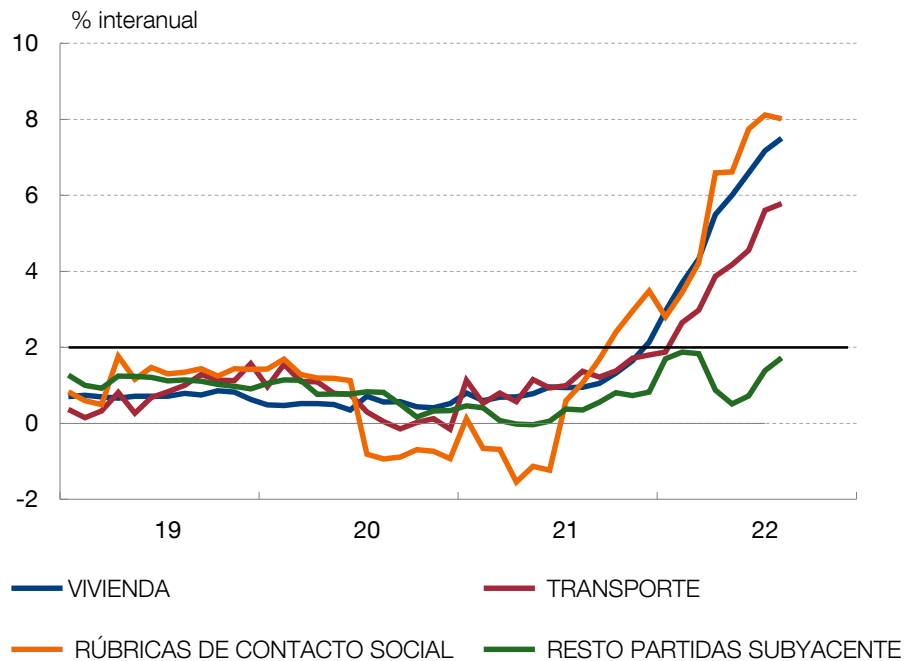


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

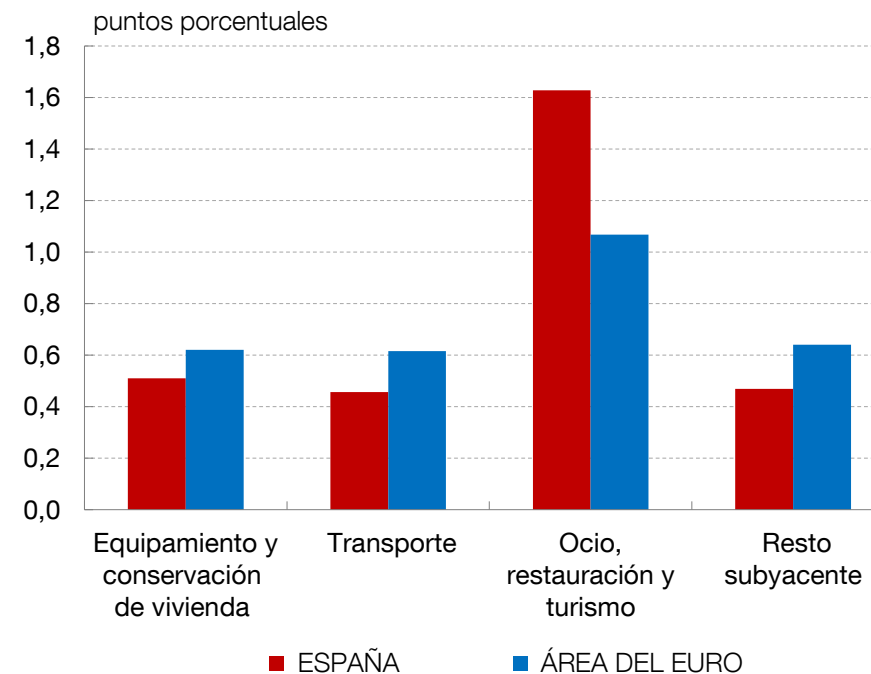
a) Datos del IAPC trimestrales. El tercer trimestre de 2022 se refiere a datos hasta agosto. La categoría BINES hace referencia a los Bienes Industriales No Energéticos.

LA CONTRIBUCIÓN DE ALGUNAS RÚBRICAS, COMO EL “OCIO, RESTAURACIÓN Y TURISMO”, A LA INFLACIÓN GENERAL ESTÁ SIENDO ESPECIALMENTE INTENSA EN ESPAÑA

**INFLACIÓN SUBYACENTE:
SUBÍNDICES SEGÚN DESTINO (a)**



**CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN GENERAL
AGOSTO 2022**

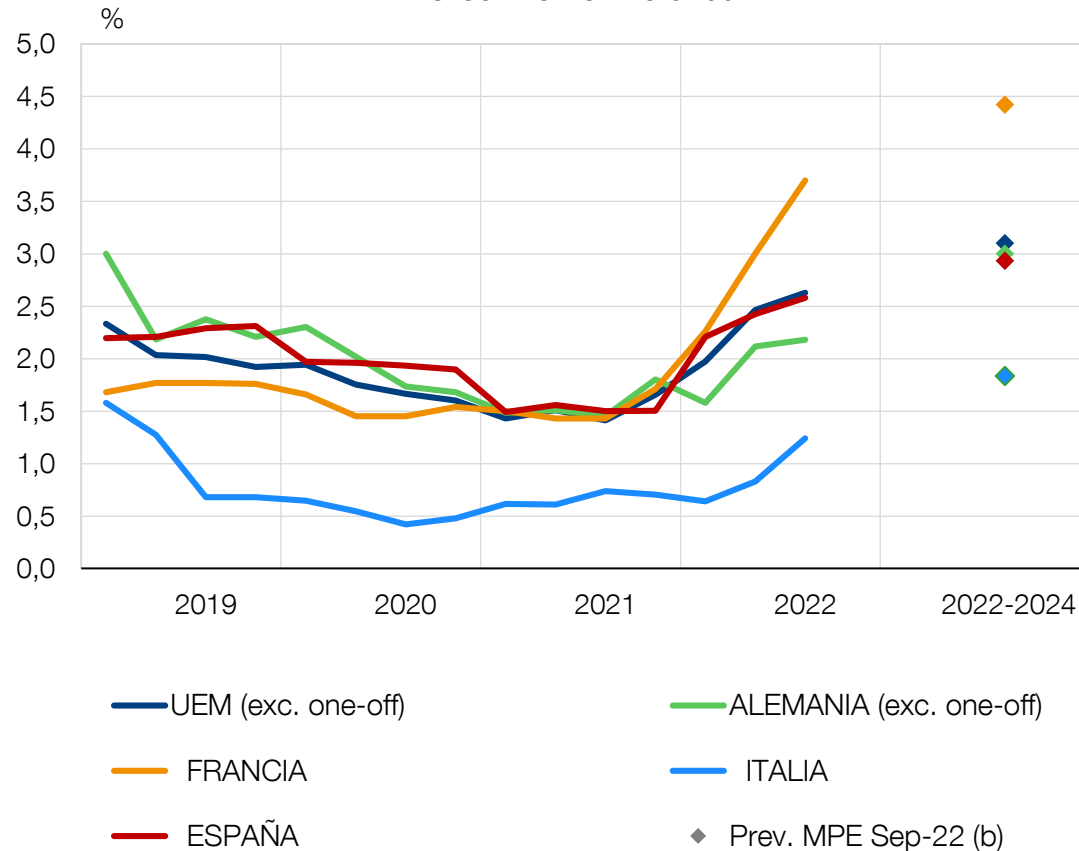


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

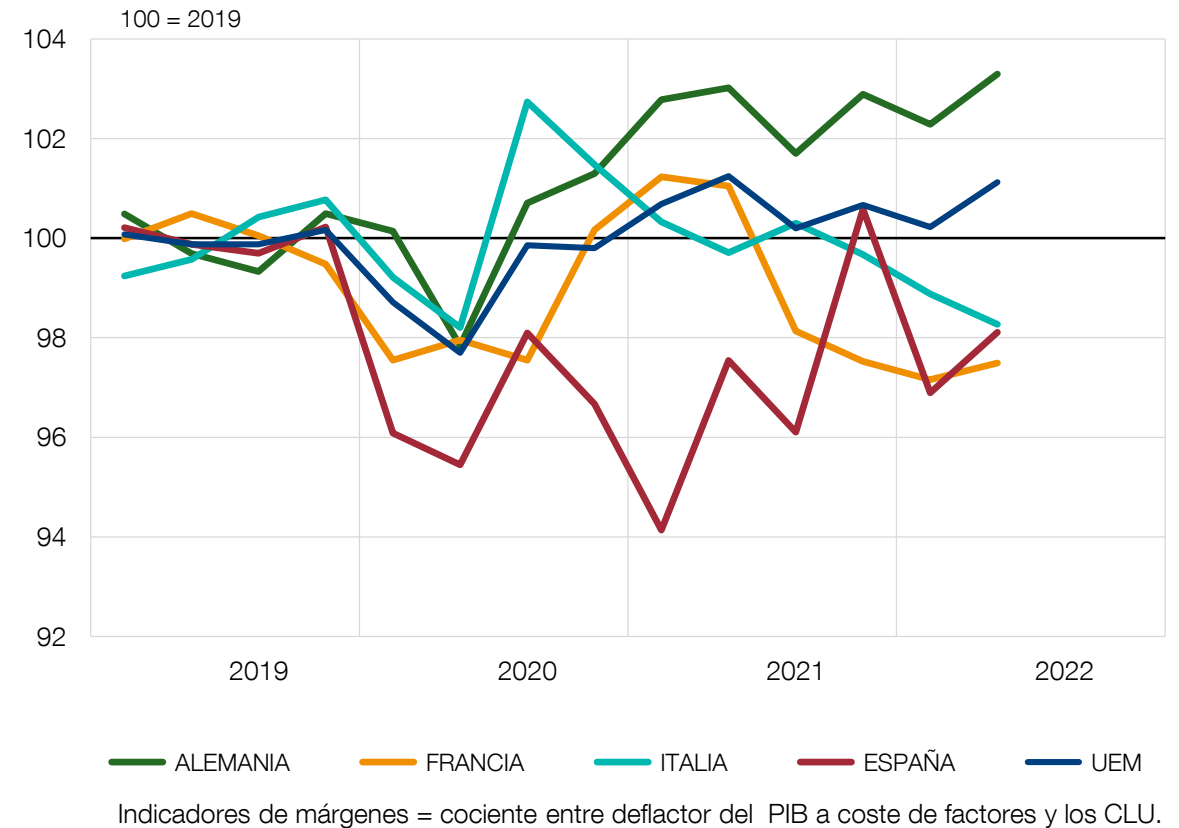
a) El subíndice “Resto subyacente” incluye «Artículos de vestir y calzado», Vivienda (sin gastos en energía y en mantenimiento del hogar), «Sanidad», «Comunicaciones», «Enseñanza» y «Otros bienes y servicios». Incluye el alquiler de la vivienda habitual, no el alquiler turístico.

LOS SALARIOS NEGOCIADOS SIGUEN CRECIENDO A UN RITMO MODERADO, MUY POR DEBAJO DE LA INFLACIÓN. Y LOS MÁRGENES SE MANTIENEN POR DEBAJO DEL NIVEL PRE PANDEMIA, SALVO EN ALEMANIA

SALARIOS NEGOCIADOS (a)
Crecimiento interanual



INDICADOR DE MÁRGENES.Total economía

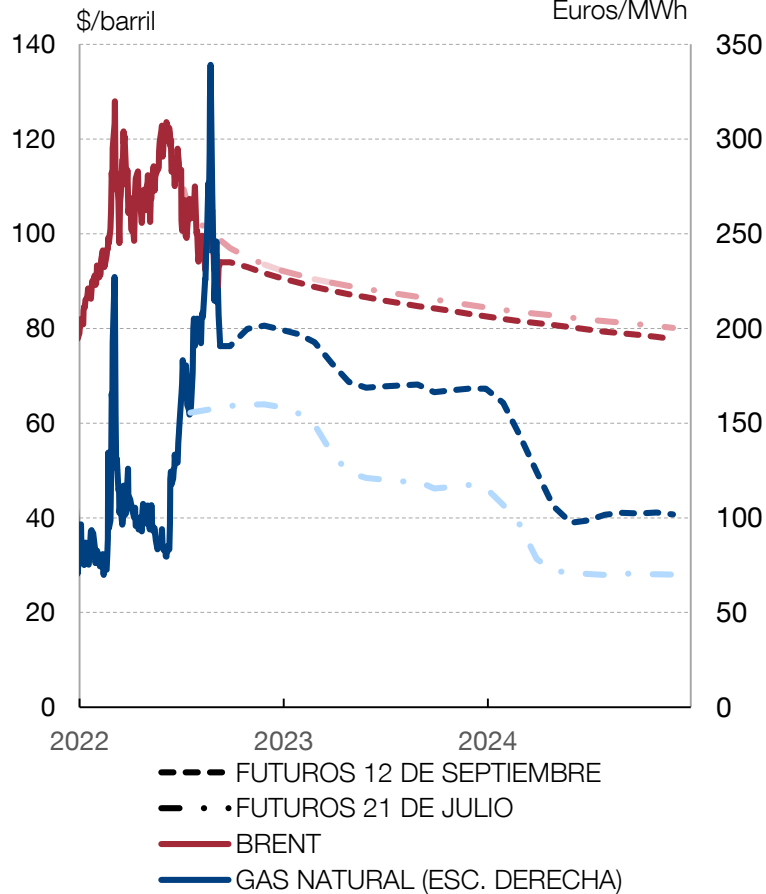


Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y BCE. Última observación: UEM y Francia junio 2022, Alemania e Italia julio 2022, España agosto 2022.

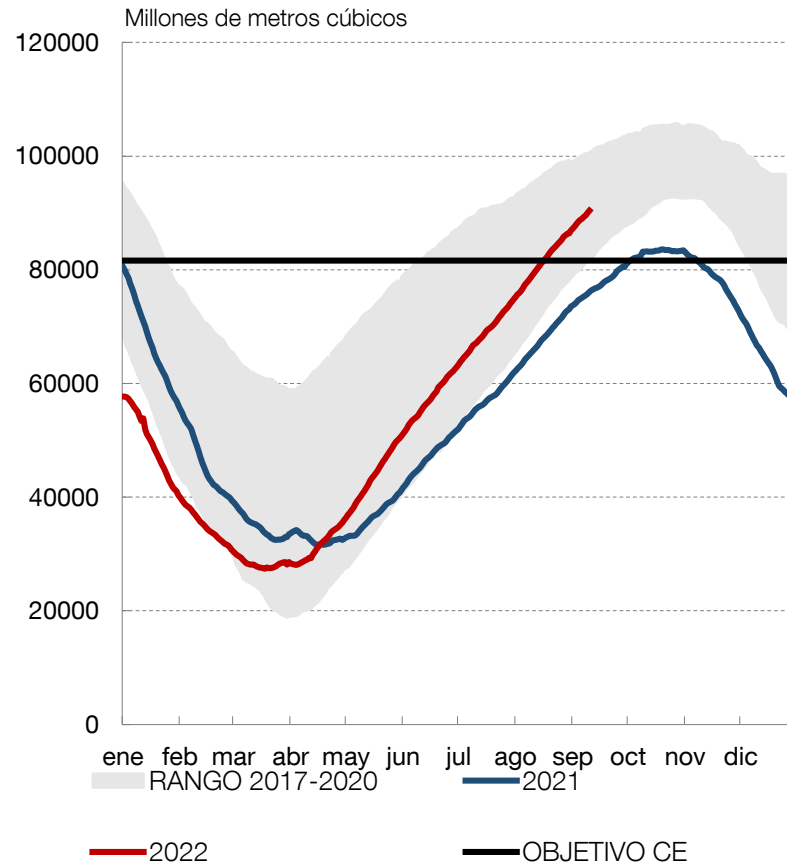
a. Datos observados se refieren a salarios negociados del total de la economía, salvo en Francia y en España que se refieren a economía de mercado.

b. Las previsiones se refieren al total economía para todos los países (excepto Italia que es sector privado). Son previsiones preliminares del MPE de septiembre de 2022 (excepto para la UEM que son del BMPE de junio de 2022). Para Francia, se refieren a la remuneración por asalariado ajustada por esquemas de retención del empleo.

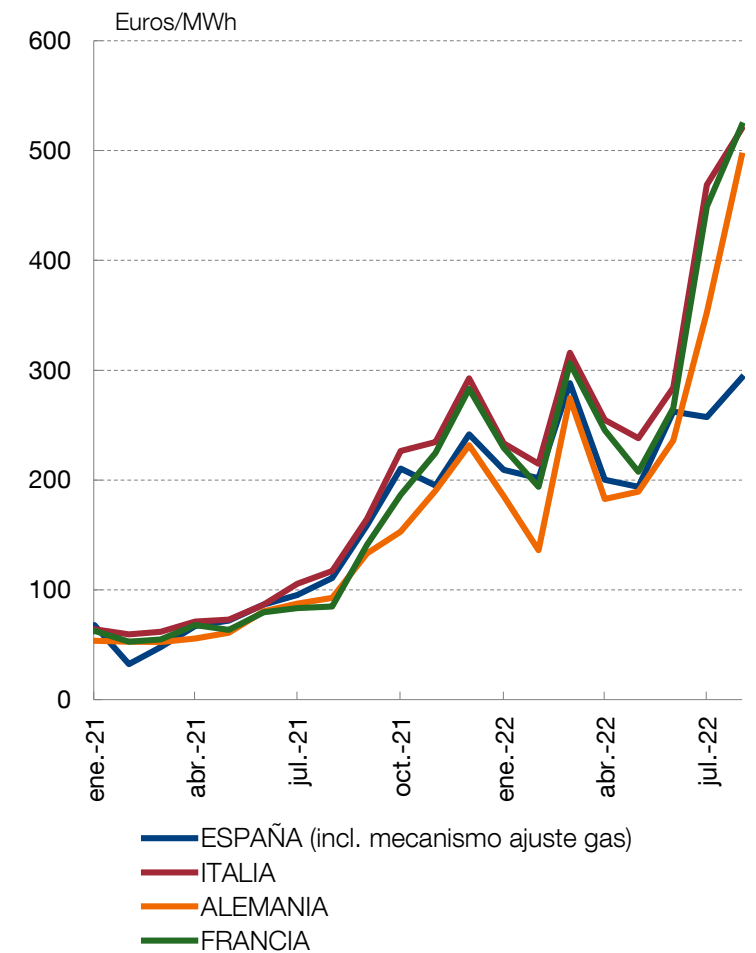
PRECIO Y FUTUROS DE PETRÓLEO Y GAS NATURAL



INVENTARIOS DE GAS NATURAL EN EUROPA



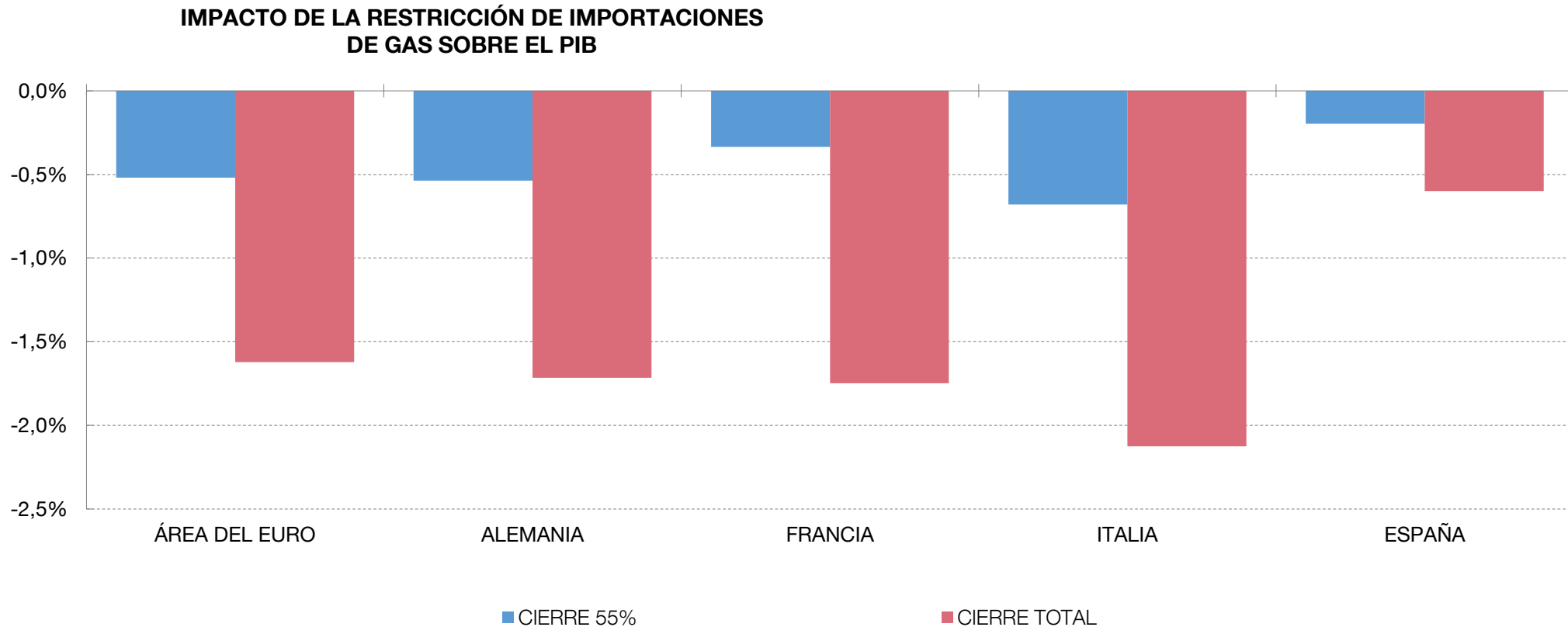
PRECIO ELECTRICIDAD MERCADO DE GENERACIÓN



Fuentes: Refinitiv, AIE, Bloomberg y ENTSOG.

EXISTE GRAN INCERTIDUMBRE ACERCA DE LA MAGNITUD DE LA POTENCIAL DESACELERACIÓN EN CASO DE CORTE DE SUMINISTRO POR PARTE DE RUSIA

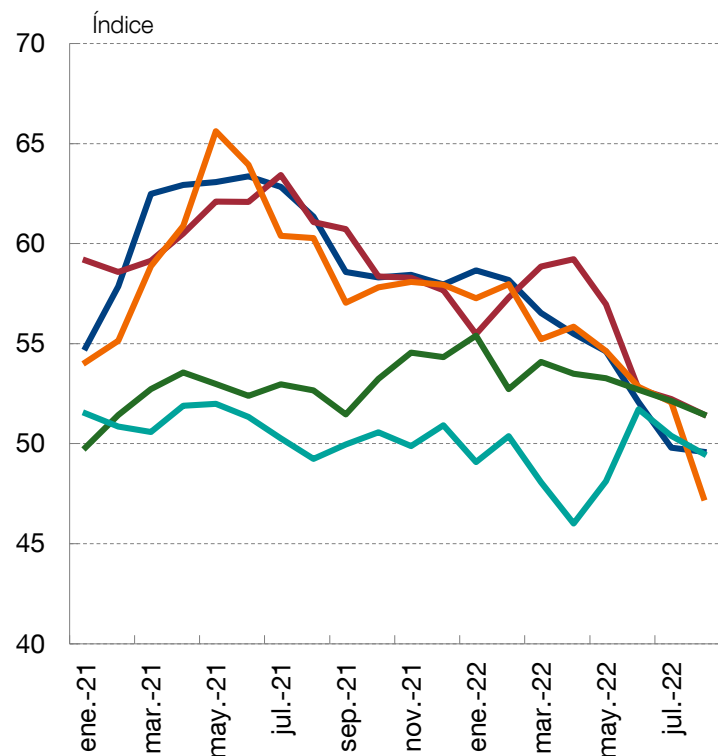
La economía española se vería afectada por un corte total en el suministro de gas desde Rusia, aunque este impacto sería menos acusado que el esperado para otros países del área del euro



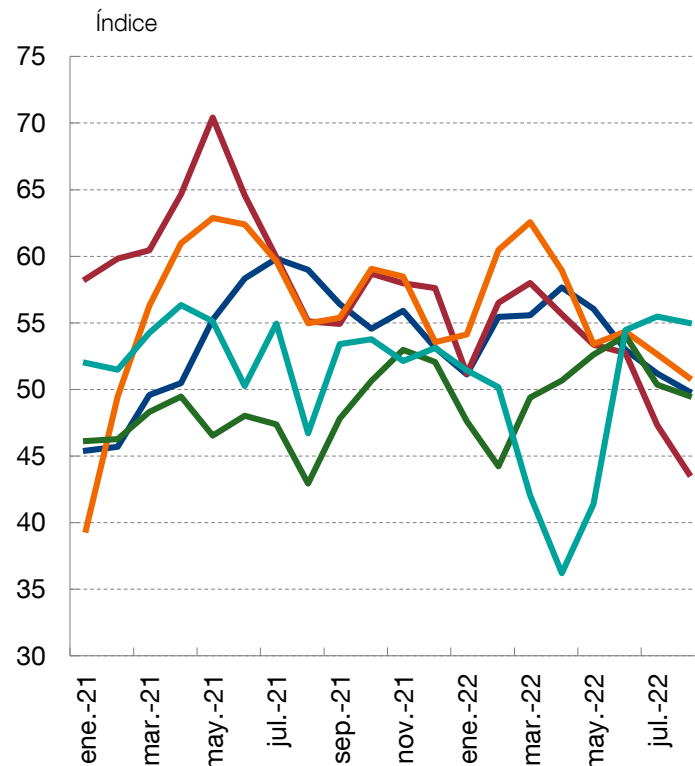
Fuente: Izquierdo, Moral-Benito, Prades y Quintana (2022), "The propagation of worldwide sector-specific shocks", Documento de Trabajo, Banco de España 2213.

MÁS ALLÁ DE LA EVOLUCIÓN DE LA GUERRA Y SU IMPACTO EN LA ECONOMÍA EUROPEA, LAS PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA GLOBAL TAMBIÉN HAN EMPEORADO DE MANERA SIGNIFICATIVA

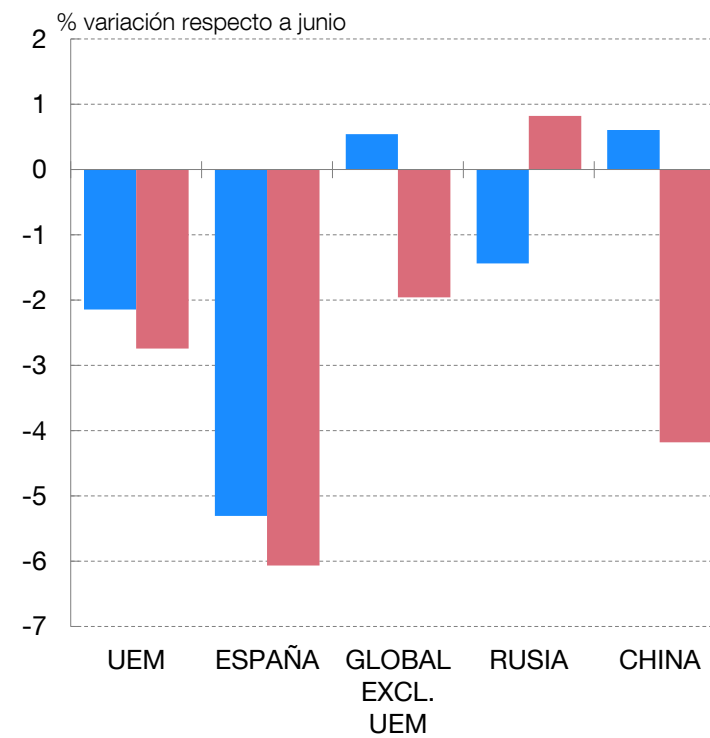
PMI MANUFACTURAS



PMI SERVICIOS



COMERCIO DE BIENES - VARIACIÓN ESTIMADA ACUMULADA PARA JULIO-AGOSTO

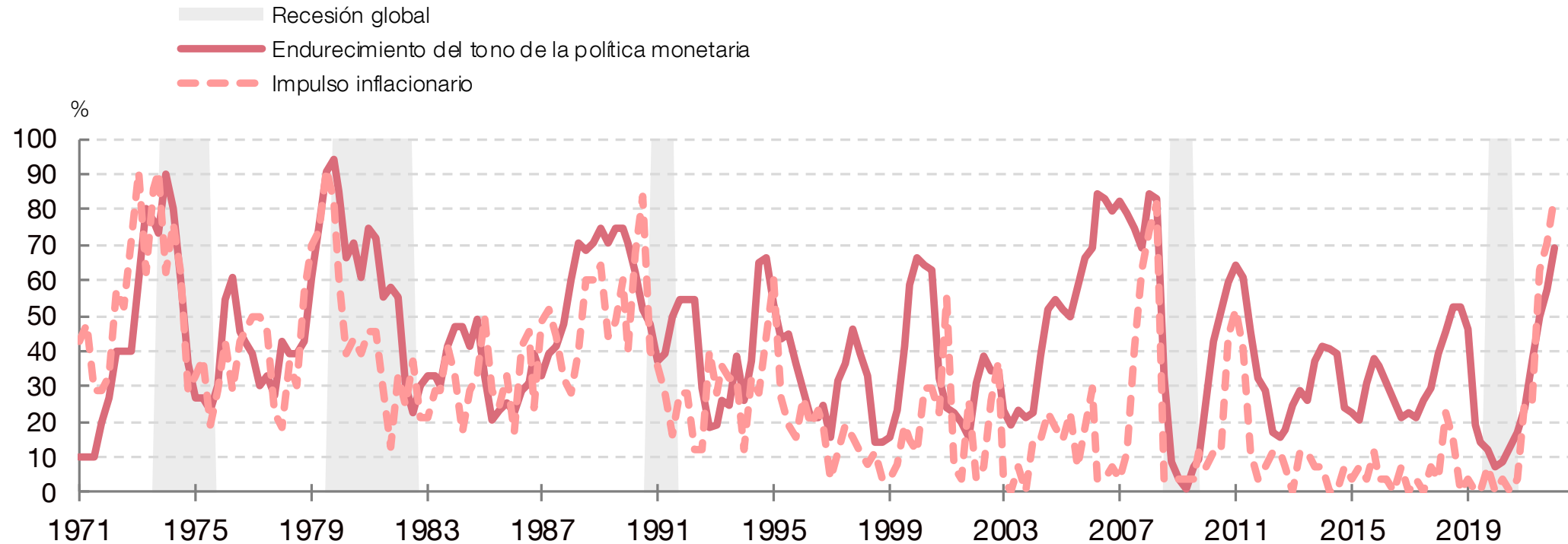


— ÁREA DEL EURO — ESTADOS UNIDOS — REINO UNIDO — JAPÓN — CHINA

■ IMPORTACIONES ■ EXPORTACIONES

Fuentes: IHS Markit y Kiel Institute for the World Economy. Último dato: agosto (dos primeros gráficos)

Porcentaje de países con aumentos de la inflación y subidas de tipos de interés oficiales (a)



FUENTES: Estadísticas nacionales, BIS, FMI y Refinitiv.

(a) El impulso inflacionario muestra el porcentaje de países que, en cada trimestre, experimentan simultáneamente una tasa de inflación superior a la del trimestre previo y un nivel de inflación superior a su media histórica (primer trimestre de 1984 a segundo de 2022). El endurecimiento del tono de la política monetaria muestra el porcentaje de países que están aumentando sus tipos de interés en cada trimestre. Las recesiones globales son períodos con un crecimiento del PIB per cápita mundial cercano a 0 o negativo. Para estas medidas el número de países aumenta progresivamente hasta los 28. Los países incluidos son: Avanzados (Australia, Canadá, Suiza, Dinamarca, Reino Unido, Japón, Corea, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, Estados Unidos y área del euro) y emergentes (Brasil, China, India, México, Malasia, Polonia, Rusia, Arabia Saudita, Turquía, Sudáfrica, Argentina, Chile, Colombia, Hungría, Indonesia y Perú). Los datos del área del euro empiezan a partir de 1999.

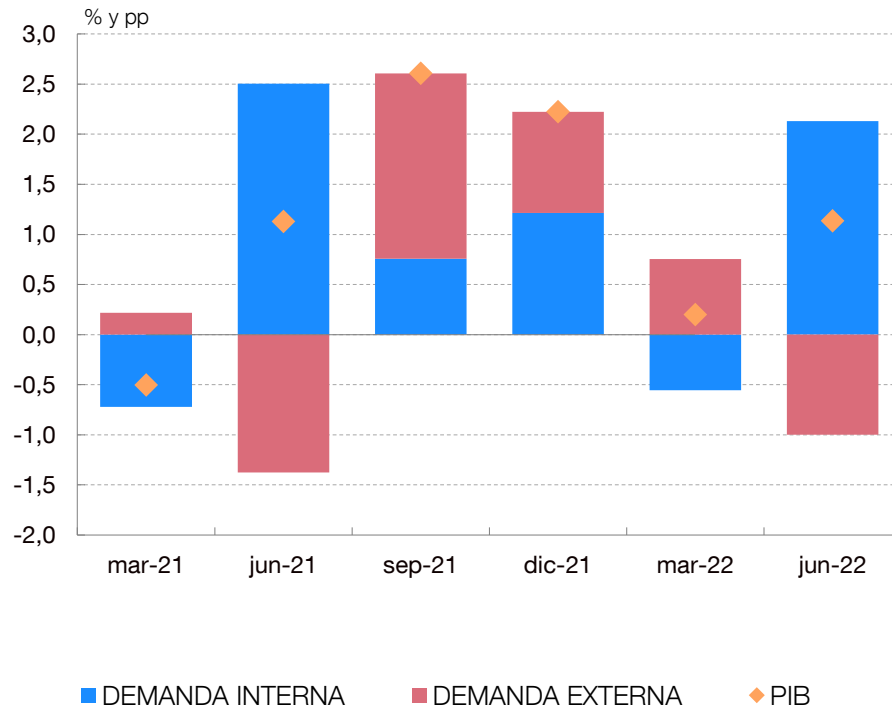
ÍNDICE

- 1. Los principales condicionantes de las perspectivas económicas actuales**
- 2. Evolución reciente y perspectivas**
- 3. La respuesta de las políticas económicas**

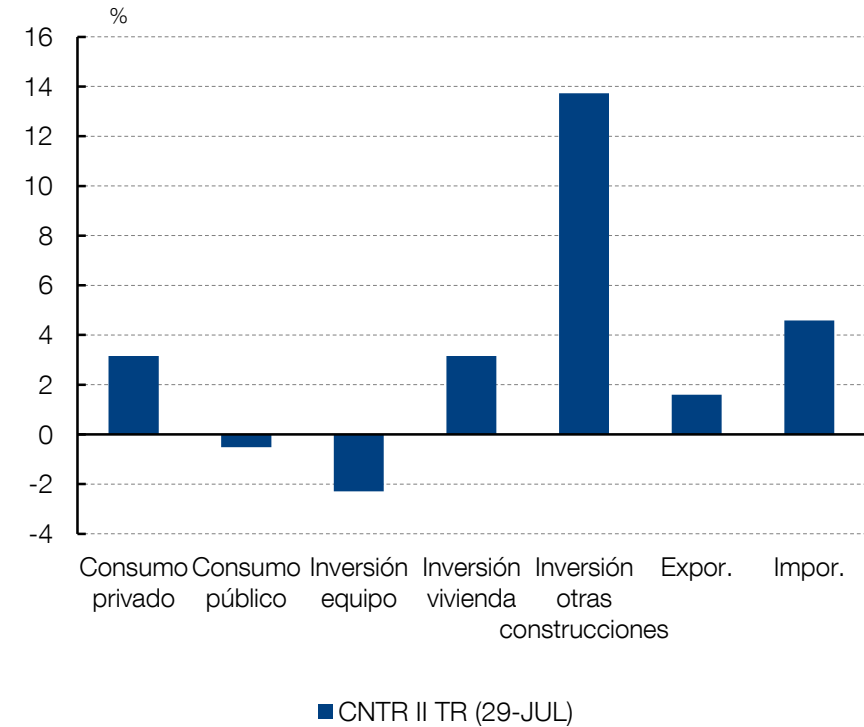


DURANTE EL PRIMER SEMESTRE, LA ECONOMÍA DEL ESPAÑOLA Y DEL ÁREA DEL EURO SE HA BENEFICIADO DE LA REAPERTURA TRAS LAS RESTRICCIONES DEL COVID

CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB REAL

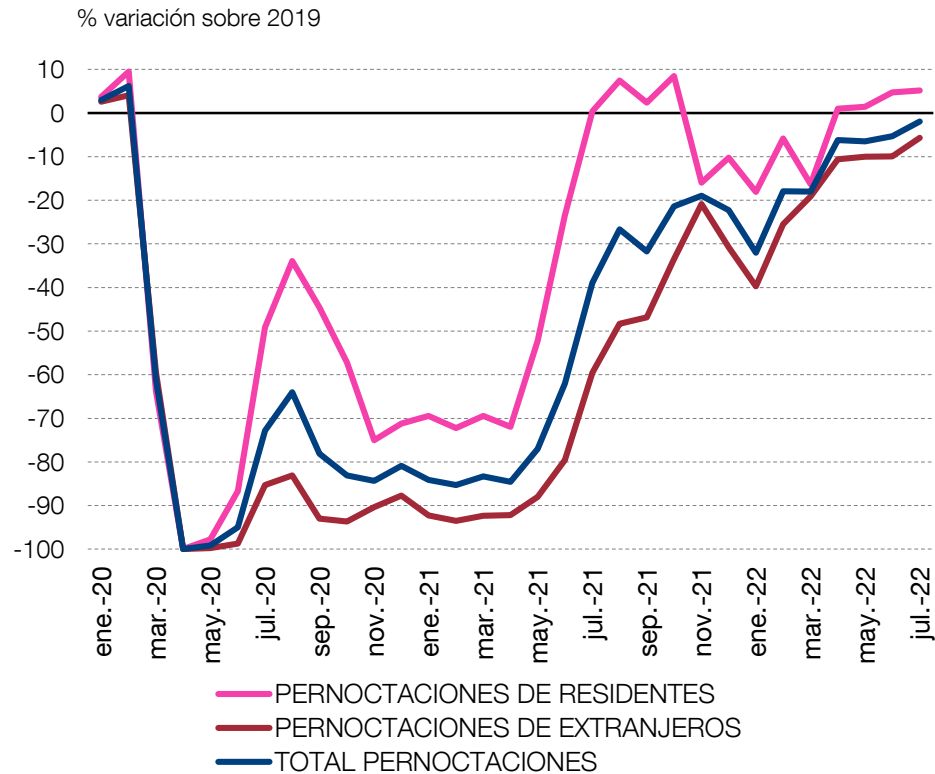


CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA

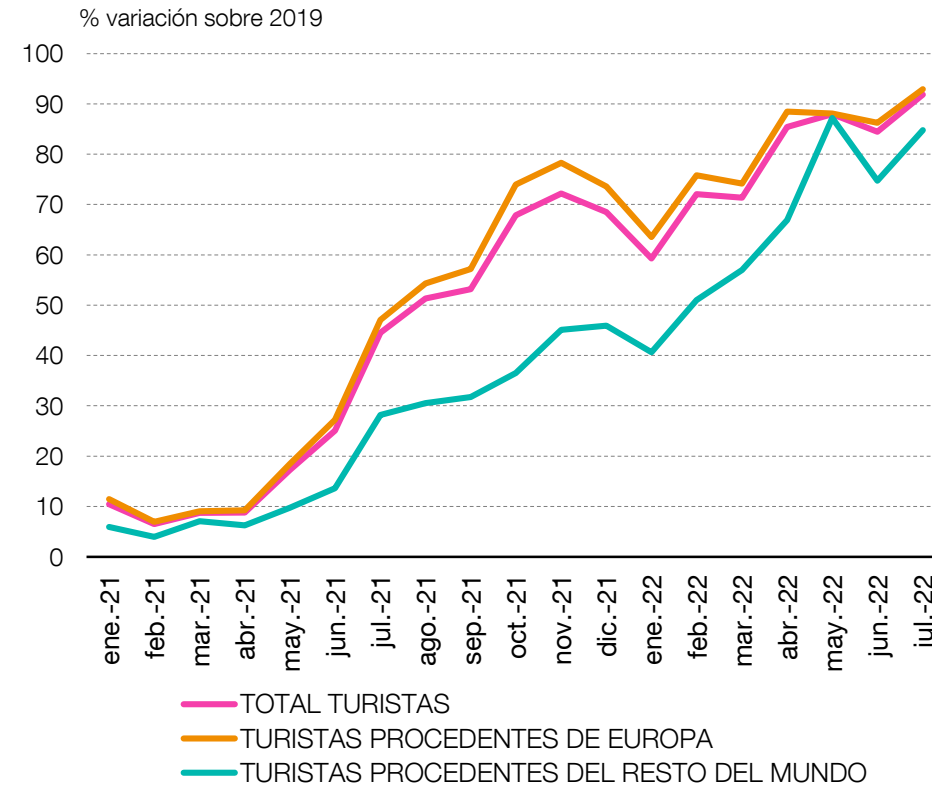


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

PERNOCTACIONES HOTELERAS



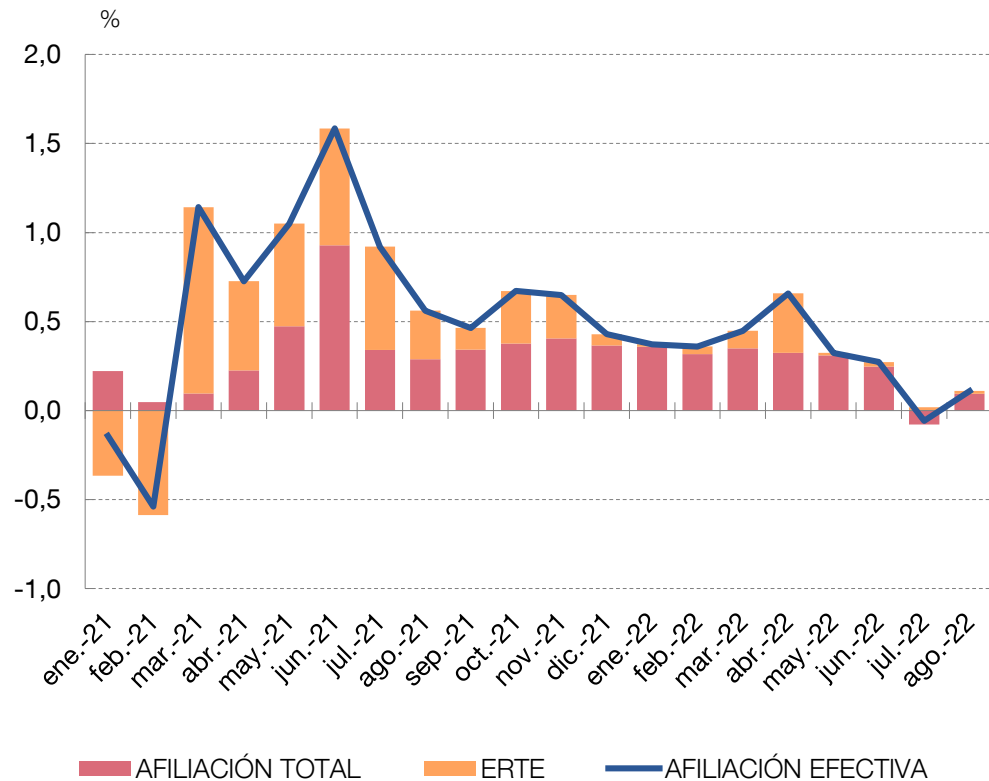
LLEGADAS DE TURISTAS EXTRANJEROS



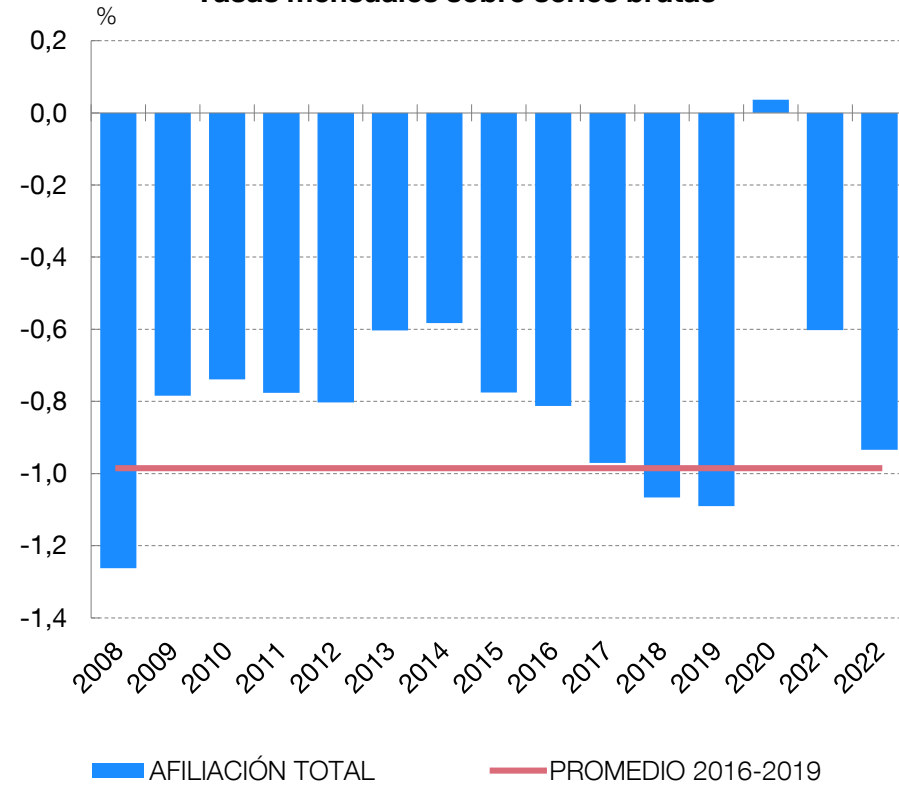
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

LA CREACIÓN DE EMPLEO HA SOSTENIDO EL CRECIMIENTO EN 2022, AUNQUE LOS ÚLTIMOS DATOS APUNTAN A UNA DESACELERACIÓN

AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA.
Tasas mensuales sobre series desestacionalizadas



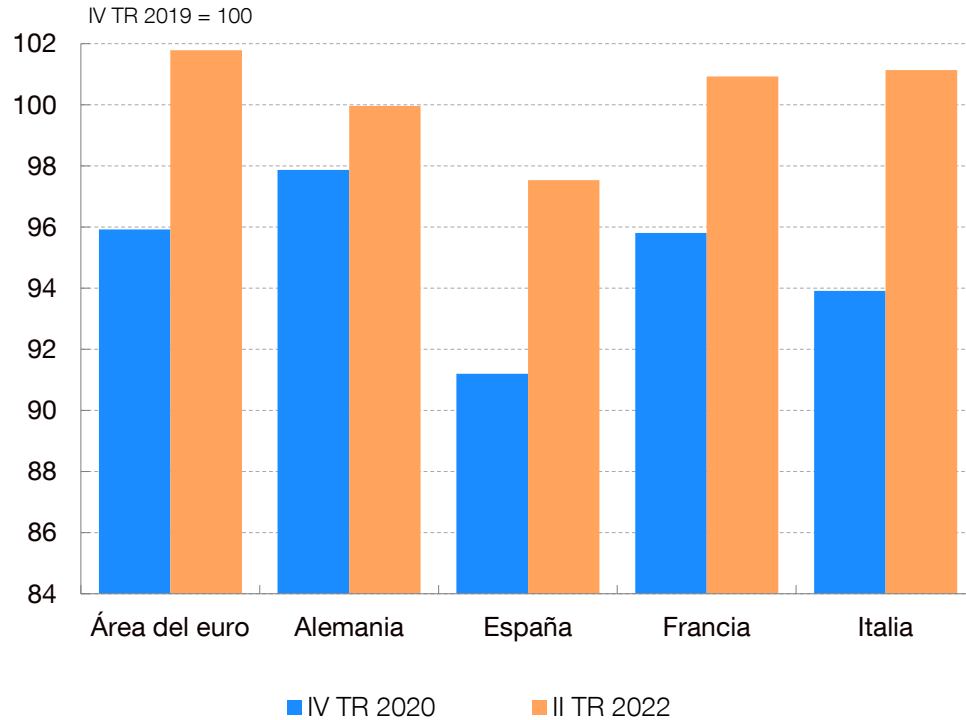
VARIACIÓN MENSUAL DE LOS AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL EN AGOSTO
Tasas mensuales sobre series brutas



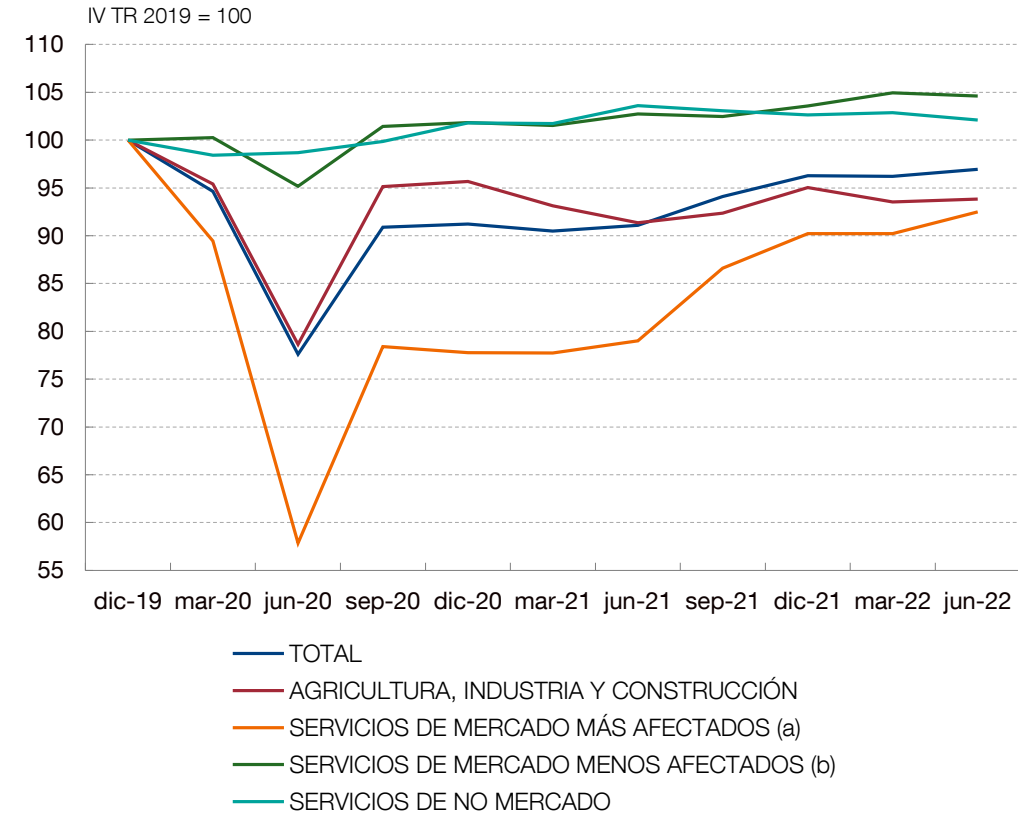
FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

EN TODO CASO, LA CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA HACIA LOS NIVELES PREVIOS A LA PANDEMIA ESTÁ MÁS RETRASADA QUE EN EL CONJUNTO DEL ÁREA DEL EURO Y SE MANTIENE INCOMPLETA Y HETEROGÉNEA POR SECTORES

CONVERGENCIA DEL PIB RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA



EVOLUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO, POR RAMAS



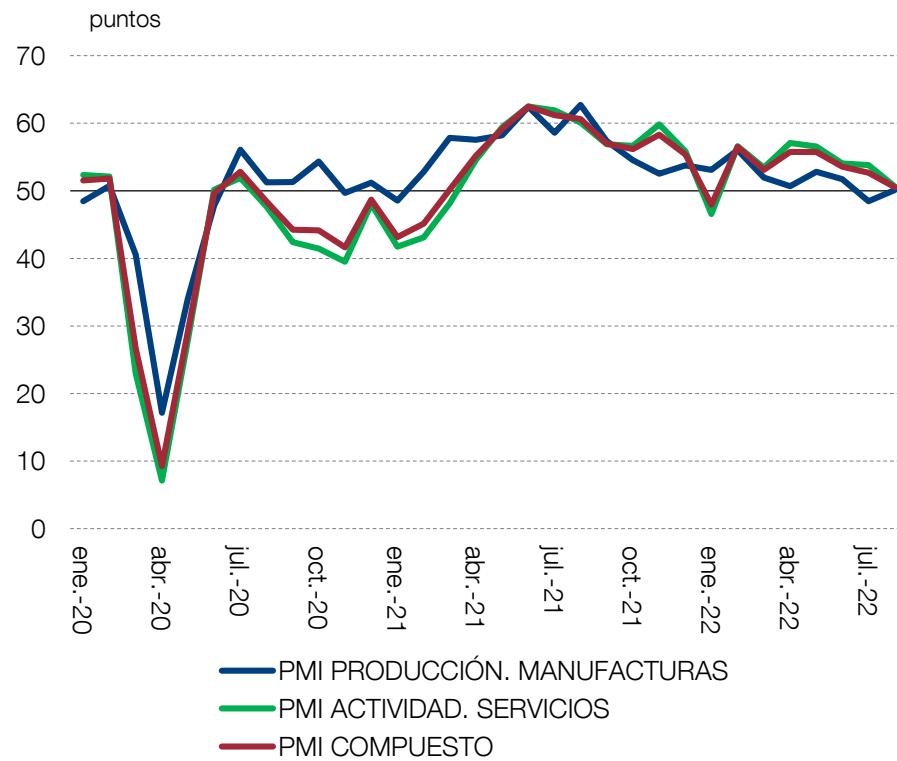
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a) Comercio, transporte y hostelería, actividades profesionales, científicas y administrativas, y actividades artísticas y recreativas.

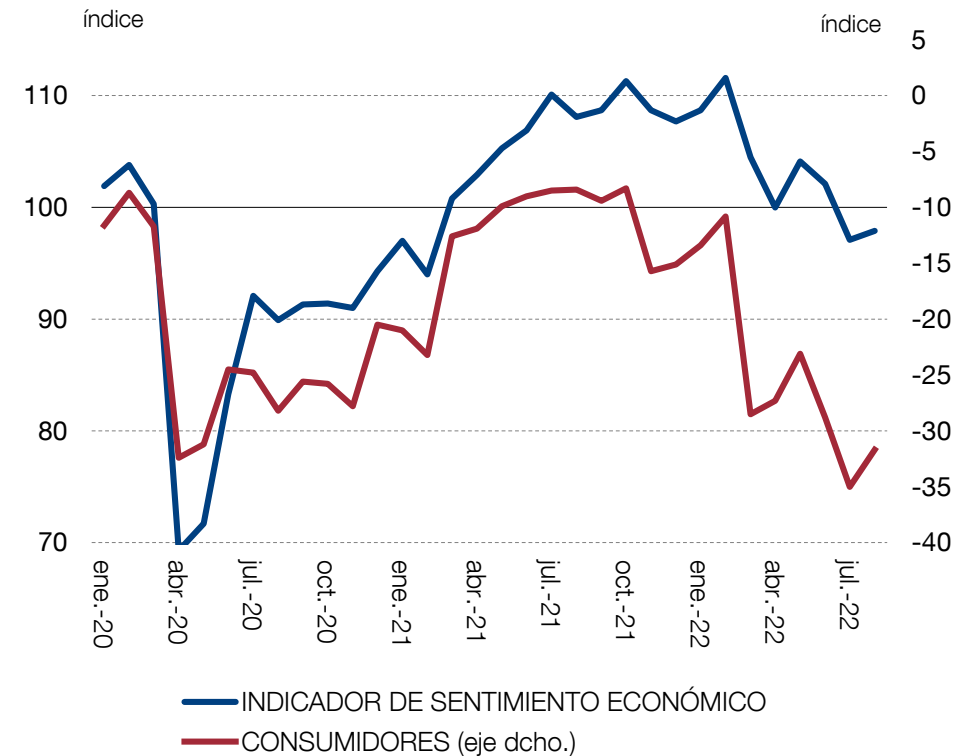
b) Información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y actividades inmobiliarias.

LOS INDICADORES DE CONFIANZA MÁS RECIENTES APUNTA A UNA PÉRDIDA DE DINAMISMO DE LA ACTIVIDAD Y DEL GASTO DE LOS AGENTES

ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



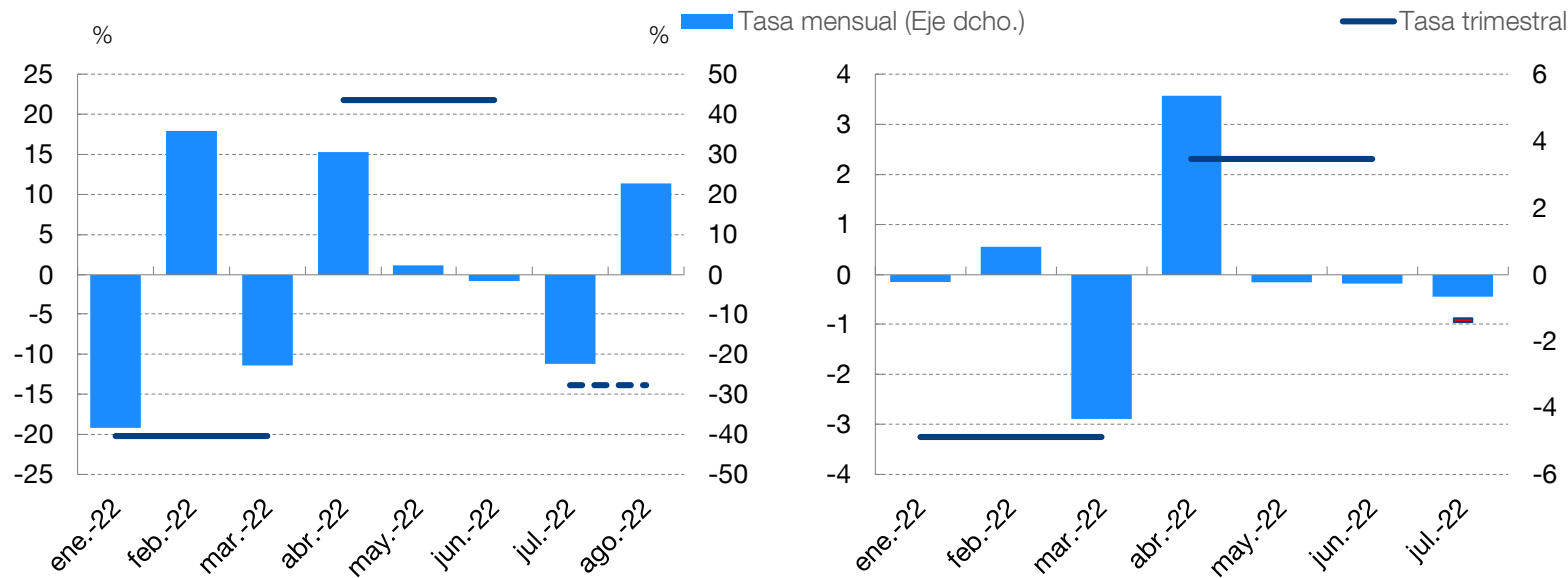
INDICADORES DE CONFIANZA



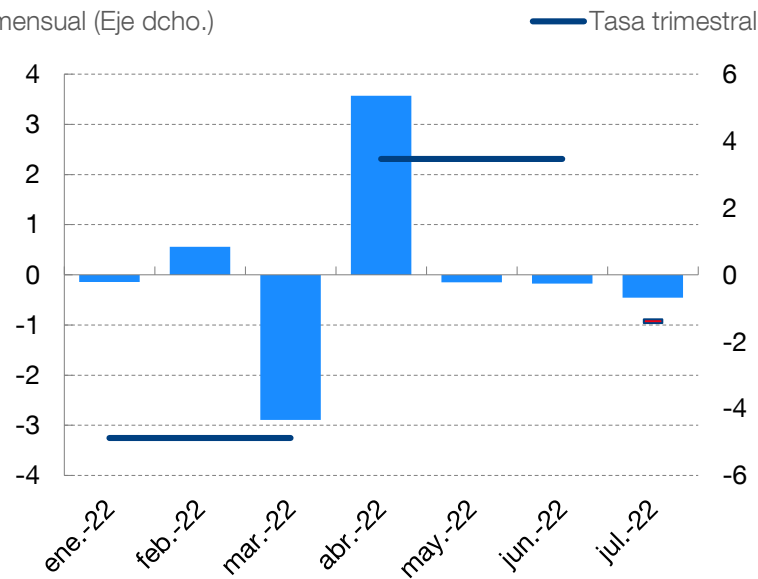
FUENTES: IHS Markit y Comisión Europea. Última observación: agosto.

Y YA SE EMPIEZAN A OBSERVAR SIGNOS DE RALENTIZACIÓN EN LOS PRINCIPALES INDICADORES DE CONSUMO E INVERSIÓN

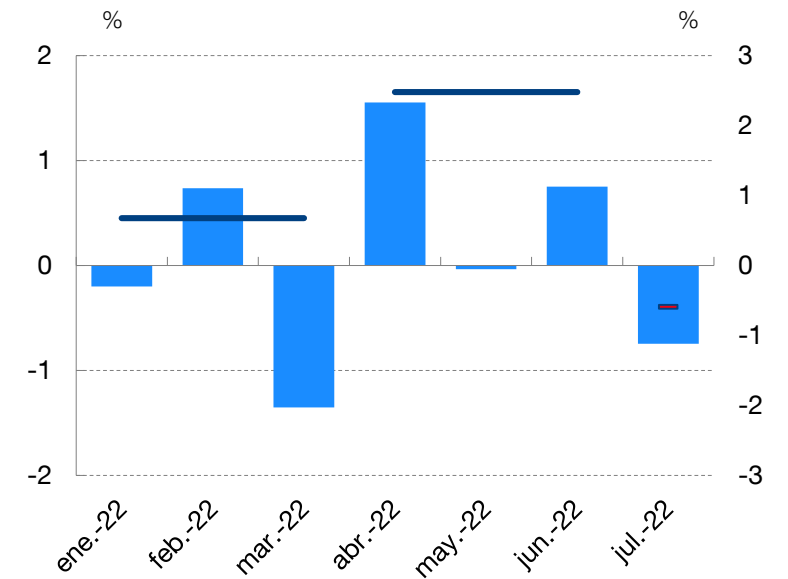
MATRICULACIONES DE PARTICULARES



ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR



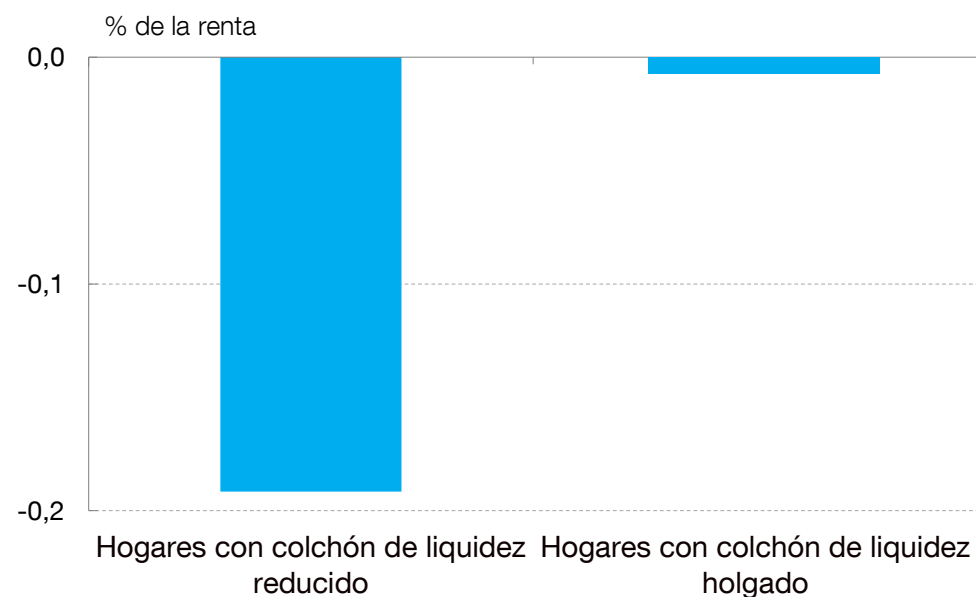
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



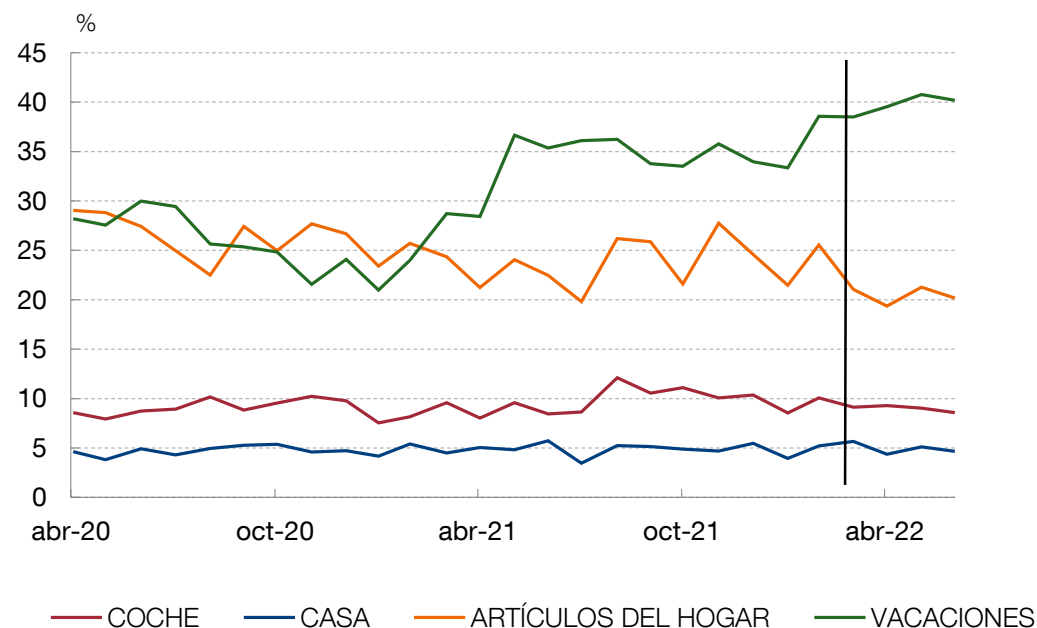
Fuentes: ANFAC, INE y Banco de España.

Series ajustadas de estacionalidad. Tasas trimestrales calculadas utilizando la información disponible del tercer trimestre respecto a la media del segundo.

AJUSTE EN EL GASTO EN BIENES NO ENERGÉTICOS Y SERVICIOS ANTE UN AUMENTO DE 1 pp DEL GASTO EN ENERGÍA SOBRE LA RENTA DEL HOGAR (a)



PROPORCIÓN DE HOGARES QUE ANTICIPAN GASTAR EN GRANDES PARTIDAS DE CONSUMO EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES

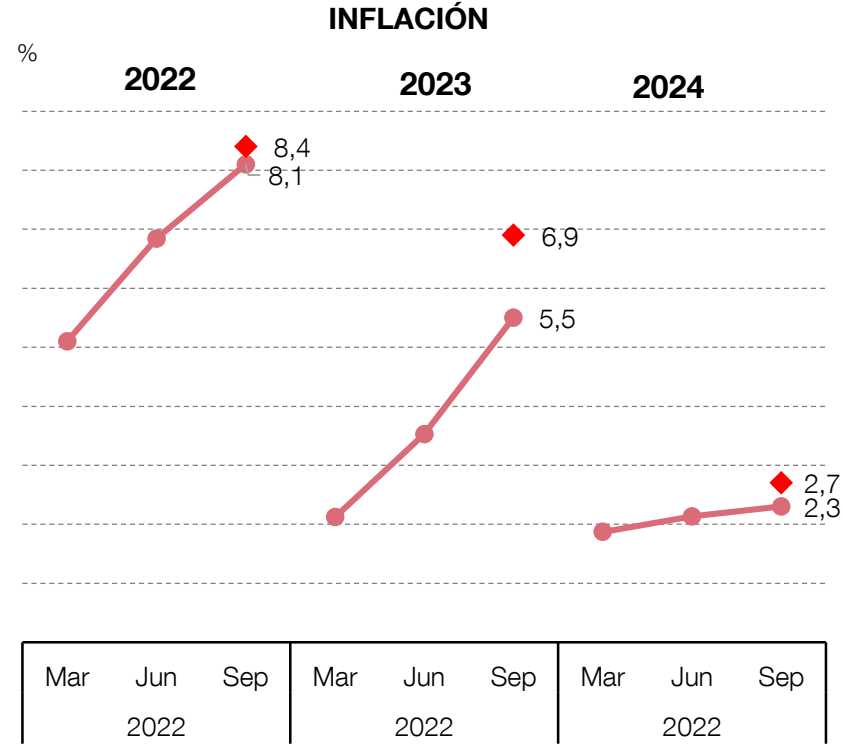
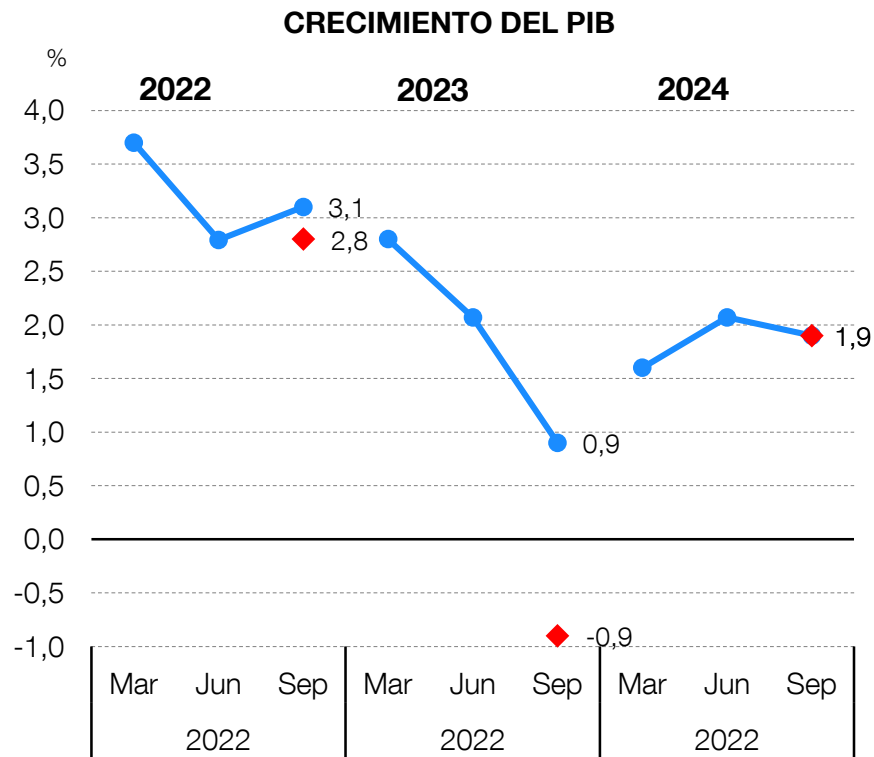


FUENTE: C. Martínez-Carrascal (2022) "El impacto del repunte de la inflación y de la guerra sobre las perspectivas económicas de los hogares españoles". Banco de España, Boletín económico 3/2022.

a) Los hogares con un colchón de liquidez reducido se definen como aquellos que no disponen de suficiente liquidez (o alguna forma de obtenerla) para cubrir gastos imprevistos que asciendan a una cuantía equivalente a una mensualidad de los ingresos familiares. El gasto en energía se aproxima a partir del gasto total en electricidad, gas, agua, alcantarillado, telefonía y televisión por cable, dado que la encuesta en la que se basa la estimación (CES) no permite identificar de forma separada el consumo en cada una de estas partidas.

LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DEL BCE DE SEPTIEMBRE REVISARON EL CRECIMIENTO DEL PIB DEL ÁREA DEL EURO EN 2023 A LA BAJA Y LA INFLACIÓN AL ALZA EN TODO EL HORIZONTE DE PROYECCIÓN

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA EL ÁREA DEL EURO (BMPE)



◆ ESCENARIO ADVERSO

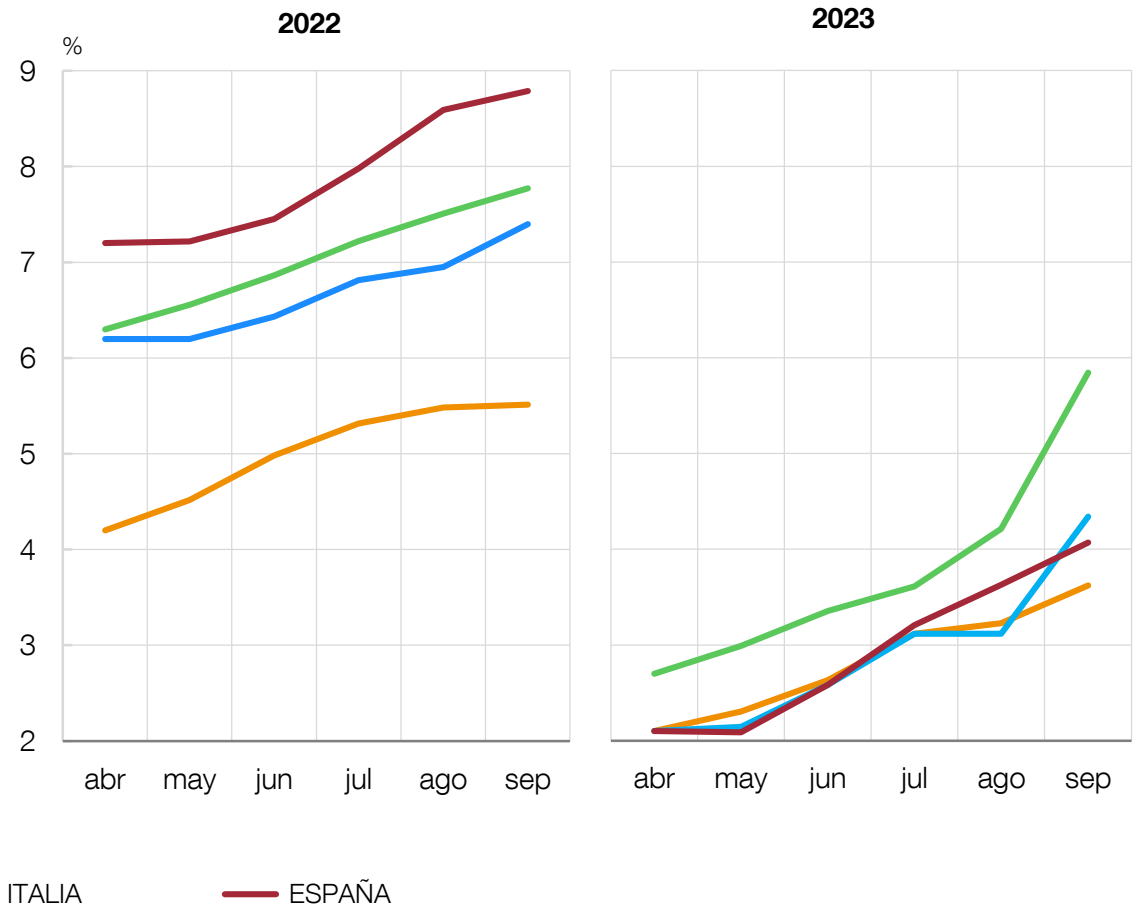
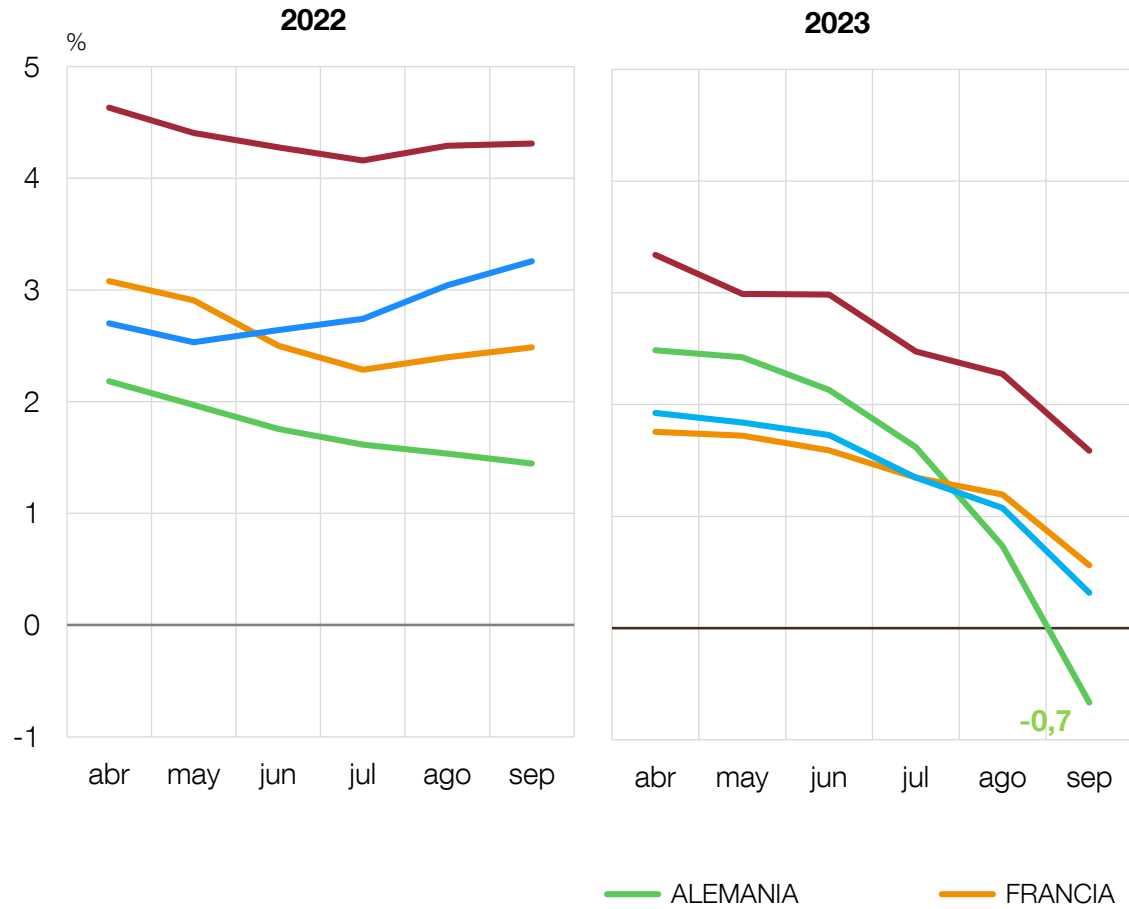
FUENTE: Banco Central Europeo.

EL DETERIORO DE LAS PERSPECTIVAS ES ESPECIALMENTE ACUSADO EN LA ECONOMÍA ALEMANA, QUE PODRÍA CONTRAERSE EN 2023. EN ESPAÑA SE REVISAN A LA BAJA EL CRECIMIENTO DE 2023 Y LA INFLACIÓN AL ALZA EN TODO EL HORIZONTE

PREVISIONES MENSUALES DE CONSENSUS PARA PAÍSES DE LA UEM

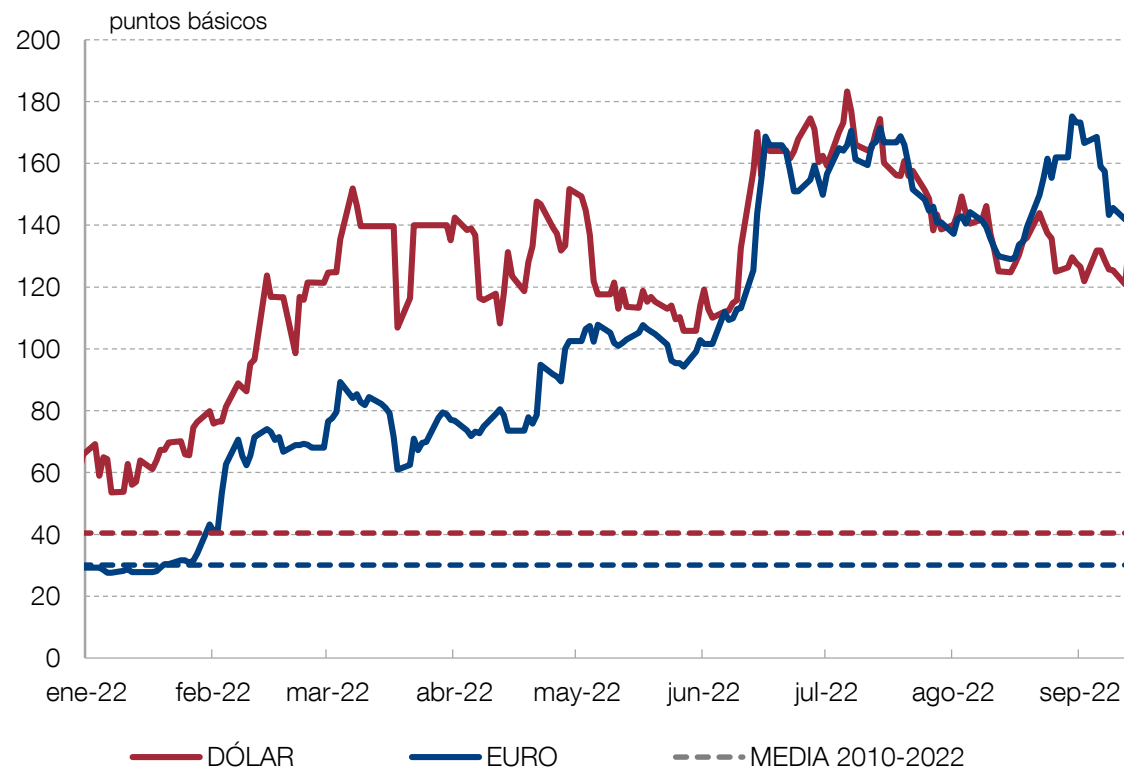
PIB

INFLACIÓN



Fuente: Consensus Economics.

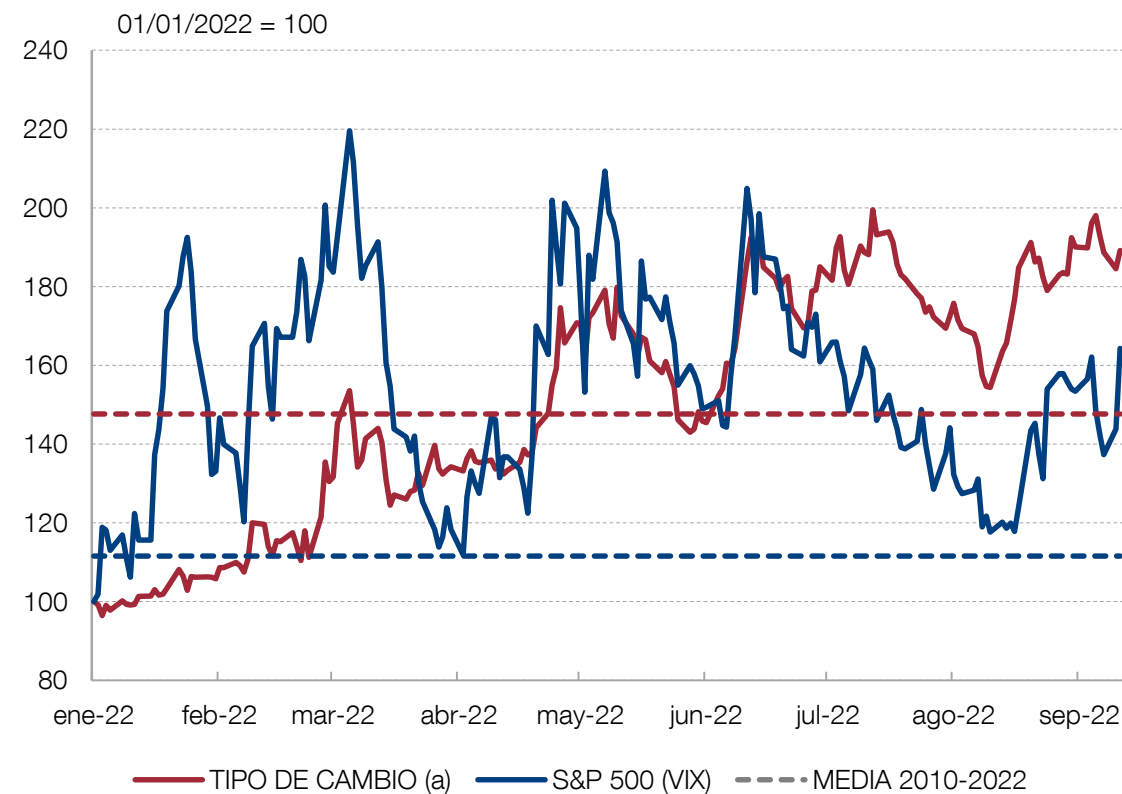
VOLATILIDAD SWAPS 3M1Y (a)



Fuente: Bloomberg Data License. Última observación: 13/09/22

(a) El gráfico muestra la volatilidad normalizada "at the money" de opciones con vencimiento a tres meses. Estas opciones tienen como activo subyacente swaps de tipo de interés a 1 año cuyo componente variable es el Euríbor (EUR) y el LIBOR (USD) a tres meses.

VOLATILIDADES IMPLÍCITAS



Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 13/09/2022

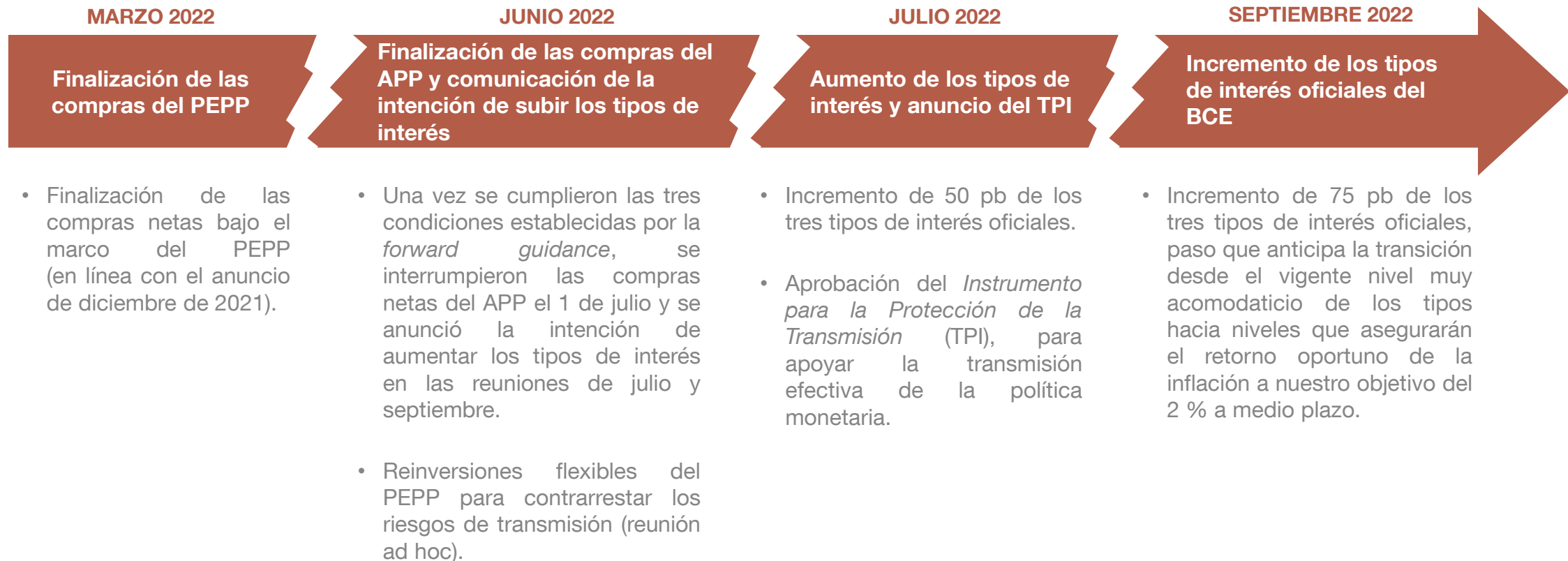
(a) Promedio de la volatilidad implícita de opciones con vencimiento a tres meses sobre los tipos de cambio dólar/euro, dólar/libra y yen/dólar.

ÍNDICE

1. Los principales condicionantes de las perspectivas económicas actuales
2. Evolución reciente y perspectivas
3. La respuesta de las políticas económicas



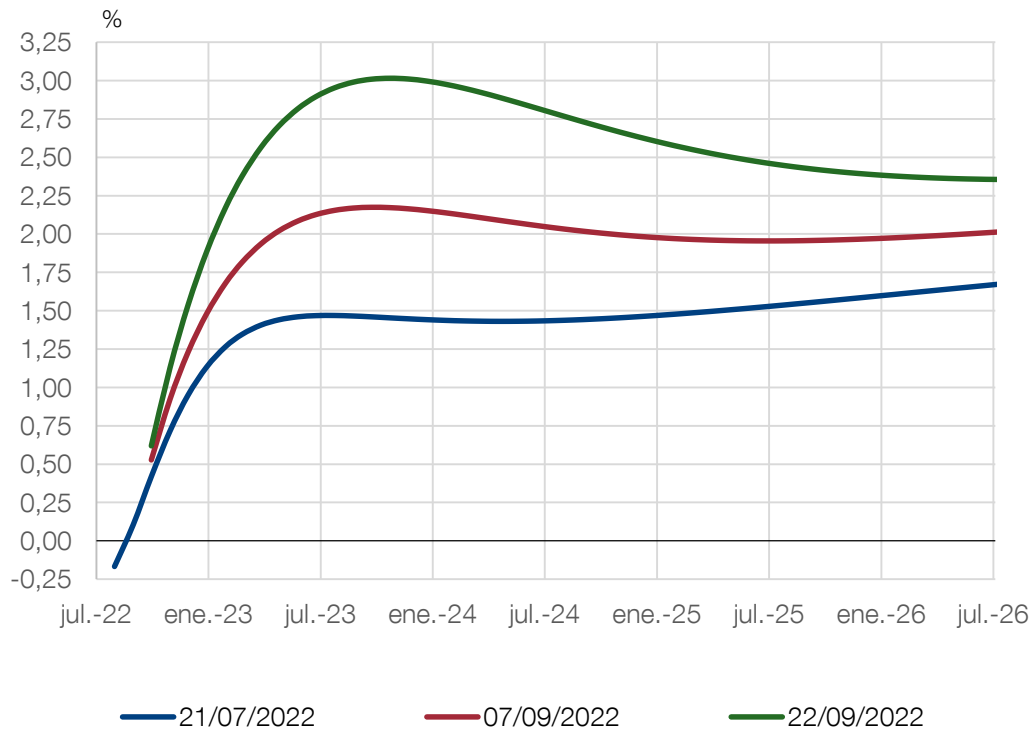
- El pasado mes de julio se produjo la primera subida de los tipos de interés oficiales en once años (50 pb) y adicionalmente, en septiembre, tuvo lugar la mayor subida en una sola reunión en la historia del euro (75 pb).



De cara a futuro, seguiremos normalizando la política monetaria, a un ritmo y hasta un nivel que dependerá de los datos y su impacto sobre la convergencia de la inflación a nuestro objetivo de medio plazo.

LAS EXPECTATIVAS DEL NIVEL FUTURO DE LOS TIPOS DE INTERÉS HAN AUMENTADO DE MANERA SIGNIFICATIVA EN LOS ÚLTIMOS MESES

OIS €STR FORWARD INSTANTÁNEO UEM



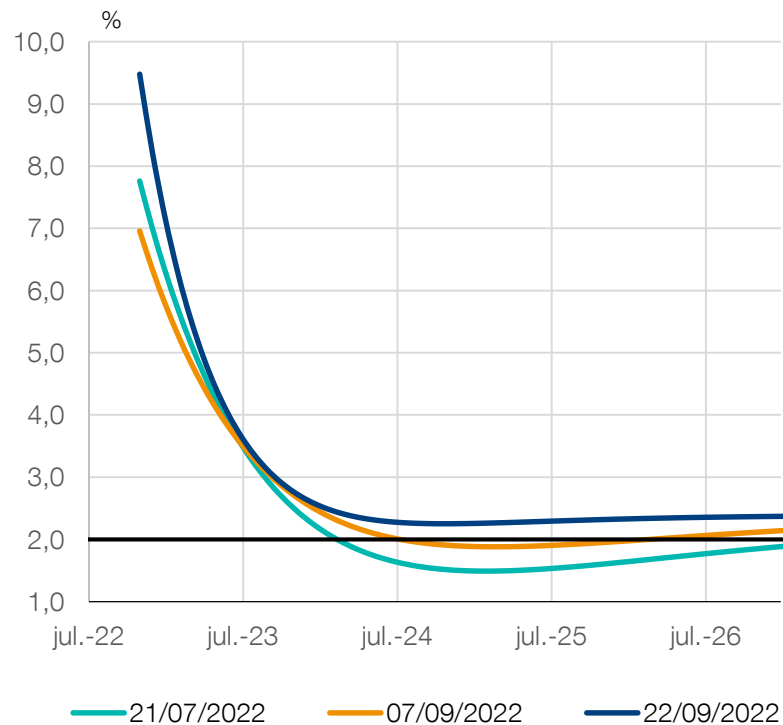
OIS €STR A 10 AÑOS



Fuente: Refinitiv Datastream. Última observación: 22/09/2022

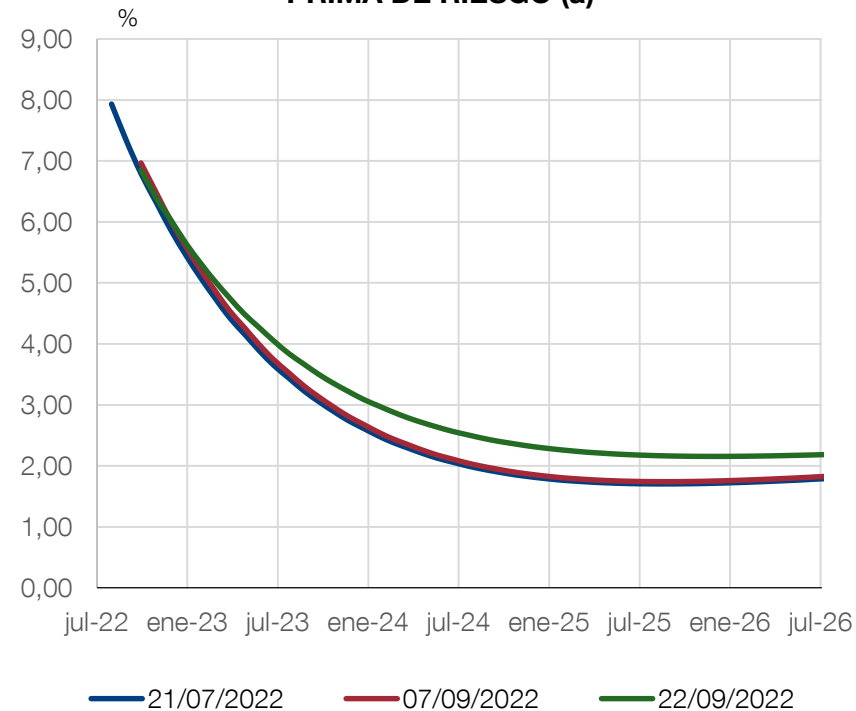
Fuentes: Refinitiv Datastream y elaboración propia
Último dato: 22/09/2022

UEM: ILS FORWARD INSTANTÁNEO



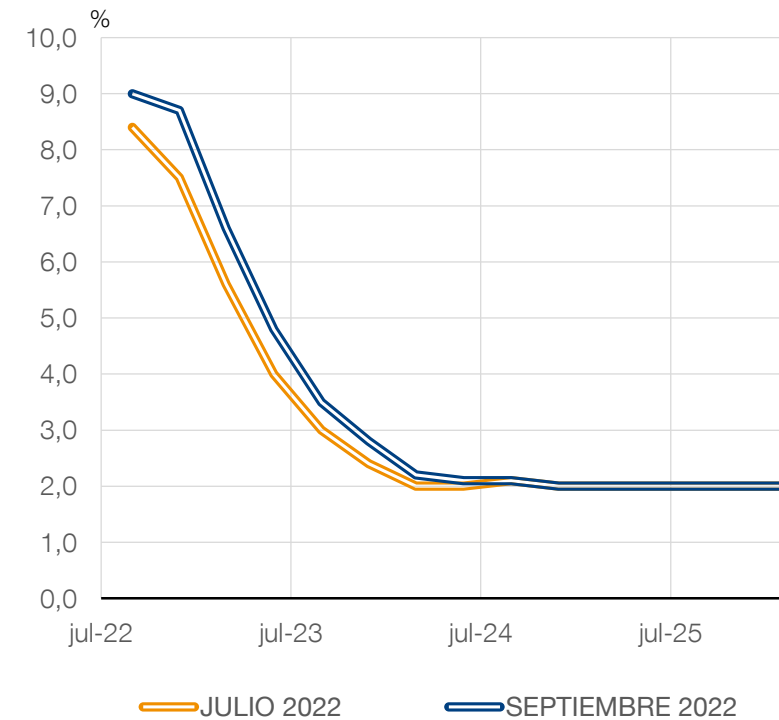
Fuentes: Bloomberg Data License y elaboración propia.
Último dato: 22/09/2022

ILS FORWARD INSTANTÁNEO UEM AJUSTADO POR PRIMA DE RIESGO (a)



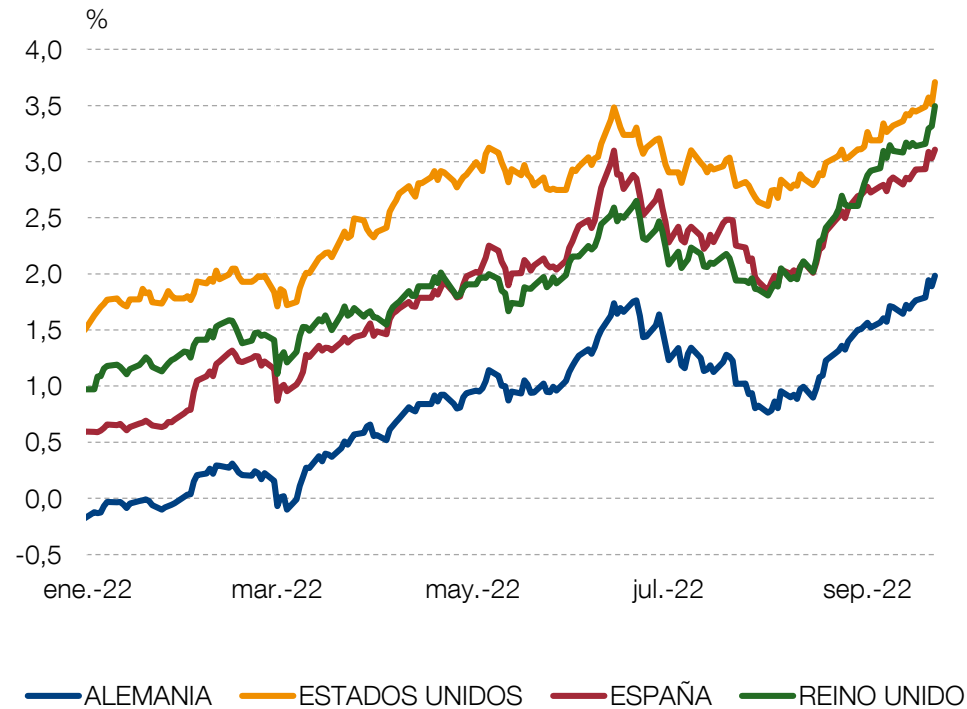
Fuentes: Bloomberg Data License y elaboración propia.
Último dato: 22/09/2022
(a) Elaboración propia basada en el modelo de Gimeno y Ortega (2022).

UEM: INFLACIÓN EN ENCUESTA SMA (a)

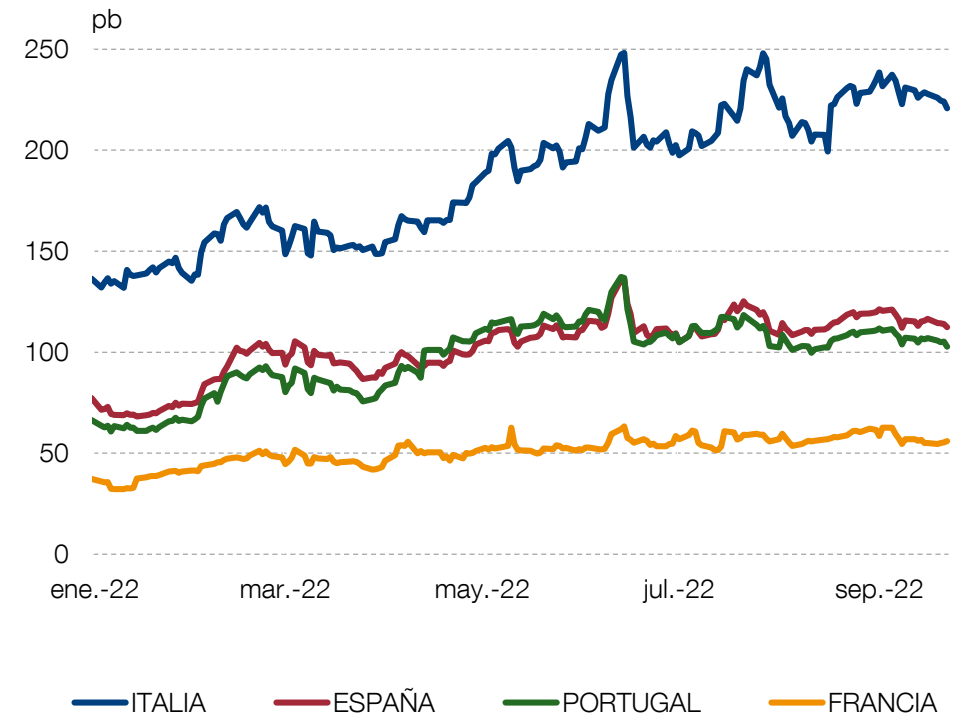


Fuente: SMA
(a) Mediana de los datos de HIPC en la encuesta SMA

RENTABILIDAD SOBERANA A 10 AÑOS

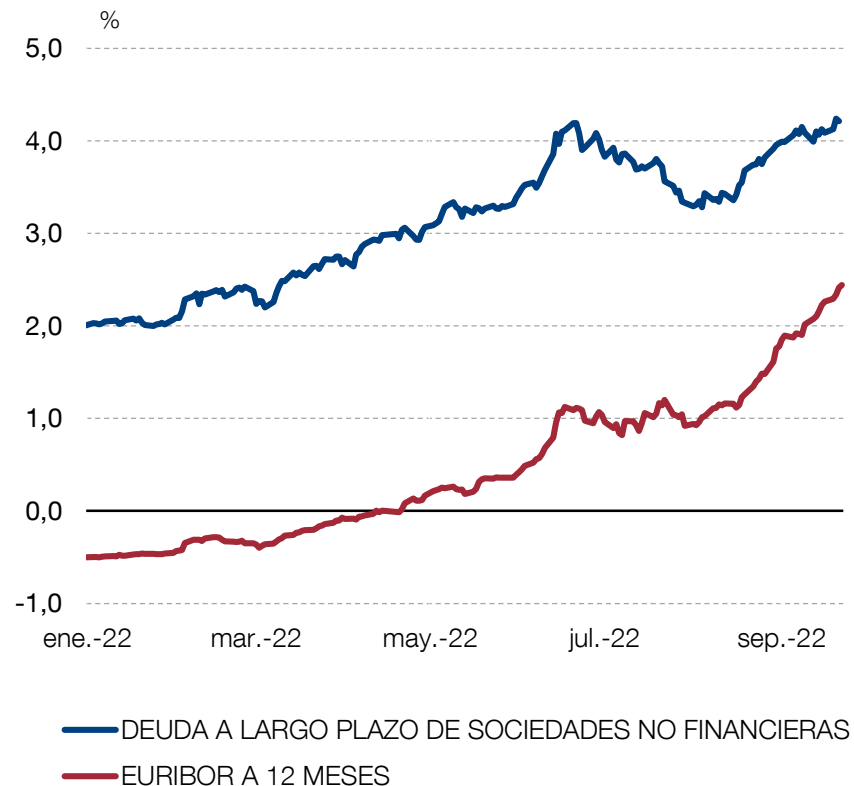


DIFERENCIALES SOBERANOS A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA

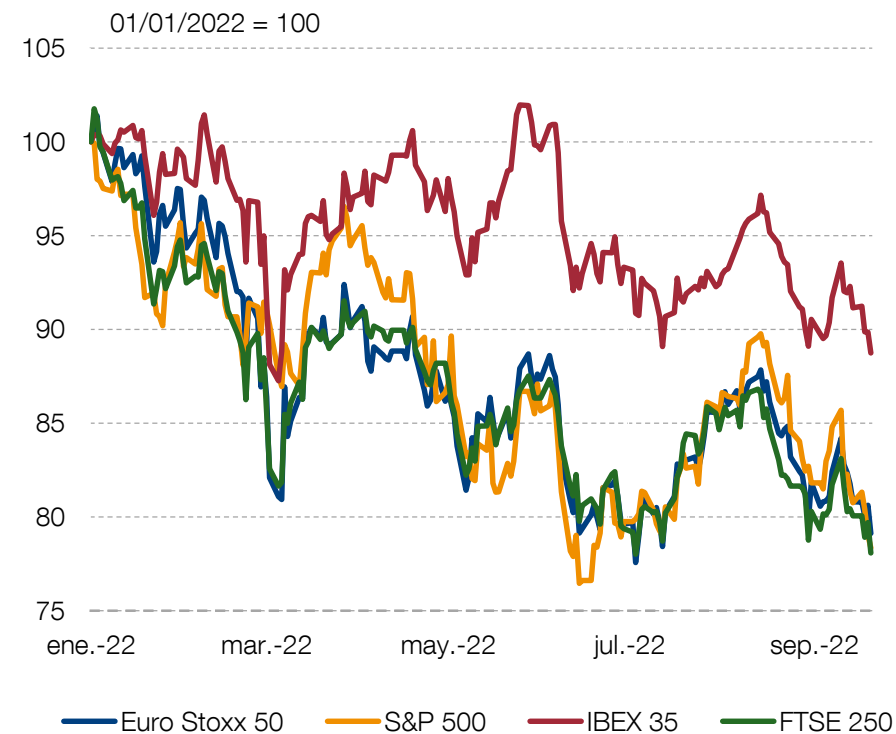


FUENTE: Refinitiv Datastream. Última observación: 22/09/2022

TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO

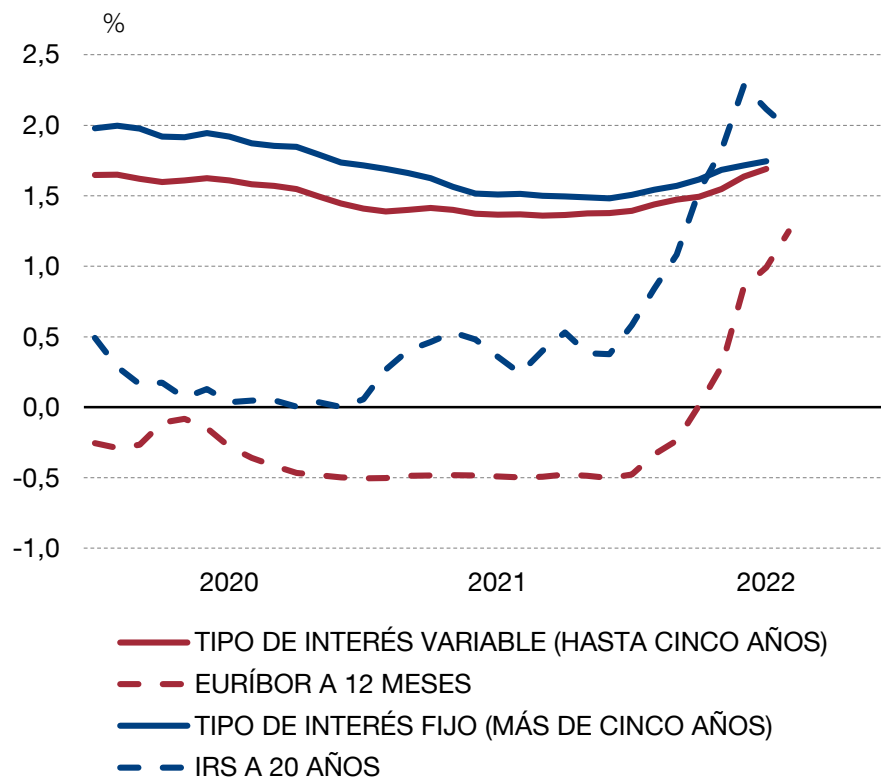


ÍNDICES BURSÁTILES

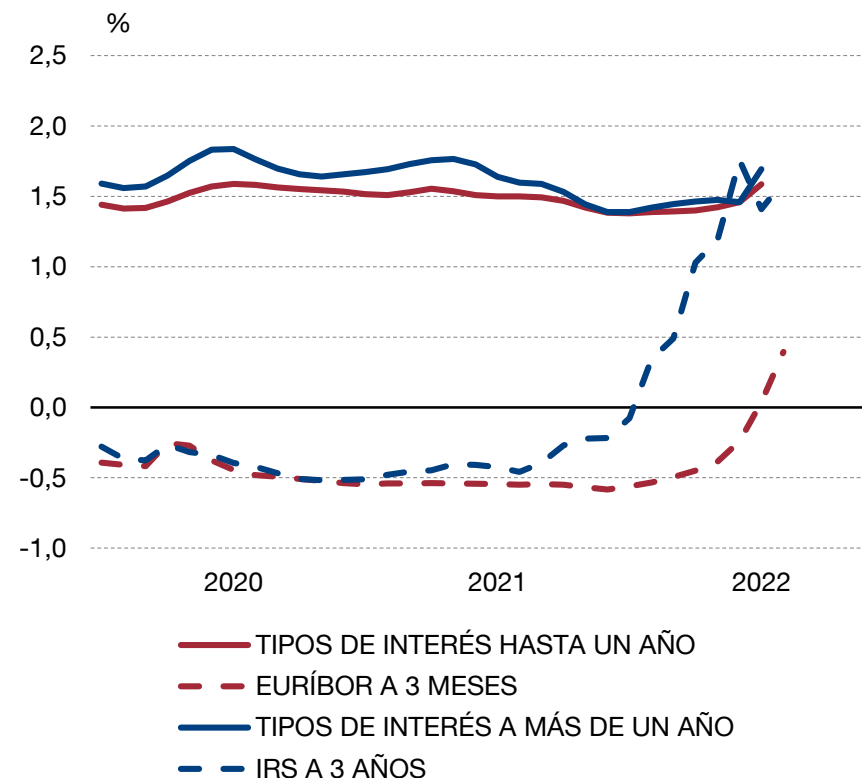


FUENTE: Refinitiv Datastream. Última observación: 22/09/2022

PRÉSTAMOS PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



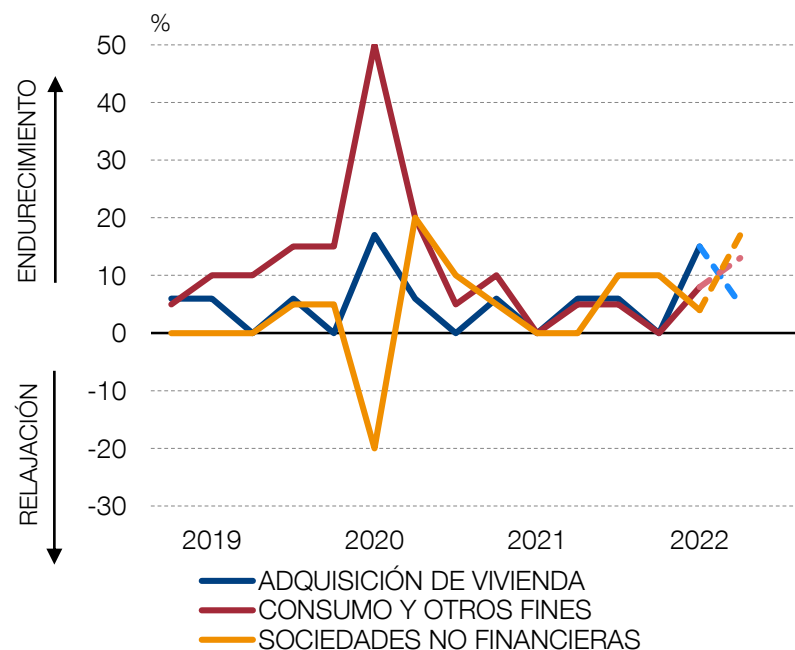
PRÉSTAMOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



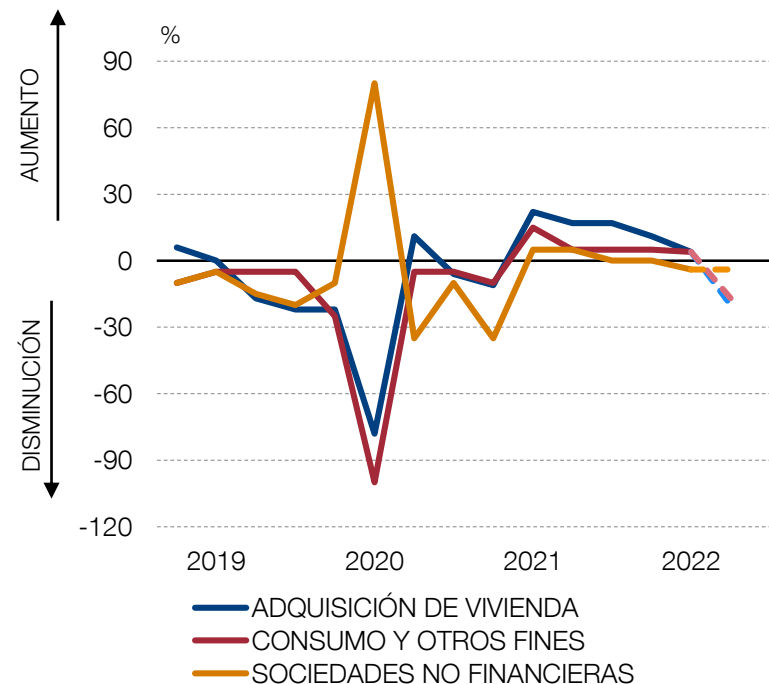
FUENTE: Banco de España. Última observación: julio (tipos de interés bancarios) y agosto (tipos de interés de referencia).

LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS SE HAN ENDURECIDO DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE DEL AÑO

EPB: CAMBIO EN LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (a)



EPB: CAMBIO EN LA DEMANDA DE CRÉDITO (b)



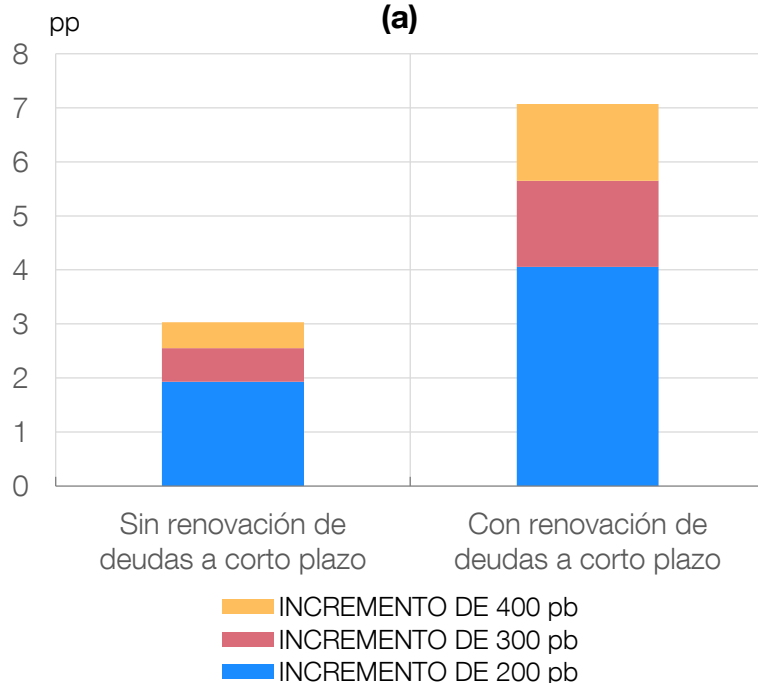
FUENTE: Banco de España. Última observación: II TR 2022.

- a. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios o las condiciones considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios o las condiciones en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios o las condiciones en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios o las condiciones considerablemente $\times 1$.
- b. Indicador = porcentaje de entidades que señalan un aumento considerable $\times 1$ + porcentaje de entidades que señalan un cierto aumento $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable $\times 1$.

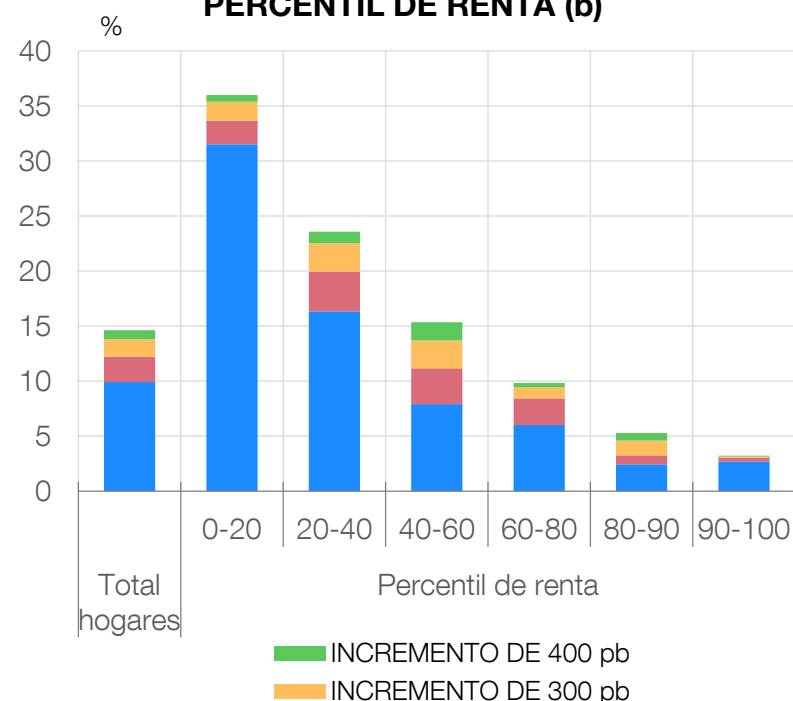
EL INCREMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO ELEVARÁ LA CARGA FINANCIERA DE EMPRESAS, HOGARES Y AAPP

AUMENTO ESTIMADO DE LA CARGA FINANCIERA MEDIANA DE LAS EMPRESAS POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS

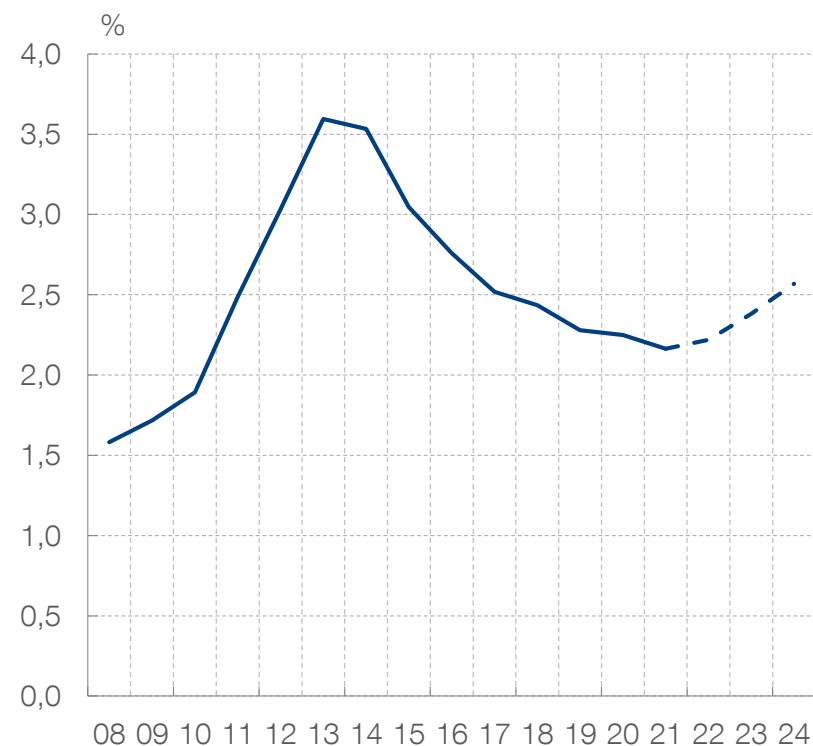
(a)



IMPACTO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN EL PORCENTAJE DE HOGARES CON CARGA FINANCIERA NETA ELEVADA. DESGLOSE POR PERCENTIL DE RENTA (b)



CARGA FINANCIERA DE LAS AAPP ESPAÑOLAS (c)



Fuente: Banco de España y Encuesta Financiera de las Familias (2017).

a. La carga financiera se define como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros). Se excluyen las empresas con gastos financieros nulos.

b. La carga financiera neta se considera elevada cuanto la ratio (Gastos por servicio de la deuda - Ingresos por intereses de depósitos) / Renta del hogar es superior a 40 %. Se excluyen de este cálculo a las familias sin deuda.

c. Las previsiones se realizan a partir del escenario macro de junio y la curva de tipos de interés a 8 de septiembre de 2022.

- A través de este pacto, empresas y trabajadores acordarían compartir la inevitable merma de renta para la economía nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas

¿Qué características debería tener este pacto?

**SENSIBLE AL
IMPACTO ASIMÉTRICO**

Se ha de atender al impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre trabajadores, empresas y sectores. Esto es, debe evitarse el adoptar medidas excesivamente uniformes, que resultarían demasiado rígidas para algunos segmentos de agentes

SALARIOS

Sería deseable evitar fórmulas de indicación automática de los salarios a la inflación pasada o de cláusulas de salvaguarda

PLURIANUAL

Sería conveniente contemplar compromisos plurianuales de incrementos salariales –donde las referencias nominales de la negociación deberían estar inspiradas en la evolución prevista de la inflación subyacente– y de protección del empleo

**MÁRGENES
EMPRESARIALES**

Compromisos explícitos de moderación de los márgenes empresariales

Las medidas de política fiscal han de ser focalizadas y temporales, dados los limitados márgenes de actuación fiscal y la elevada inflación. Deben centrarse 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 perturbación. Y deben evitarse distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios y la extensión de cláusulas de indexación automáticas en las partidas de gasto público.

Resulta necesario diseñar de manera urgente un programa creíble de consolidación fiscal gradual a medio plazo que proporcione un marco de estabilidad a los agentes económicos

Las políticas de oferta son las más adecuadas para responder a las actuales perturbaciones. El papel de los fondos NGEU puede ser particularmente relevante para acompañar y financiar estas políticas.

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.

La información disponible apunta a una desaceleración de la economía española en los próximos meses, tras la recuperación experimentada hasta el verano, en un contexto de incertidumbre muy elevada y de escalada de la inflación

Las tensiones inflacionistas se explican, principalmente, por factores de naturaleza global y afectan al conjunto de la zona del euro. Ello ha propiciado la reacción del BCE que, desde diciembre de 2021, ha comenzado con el proceso de normalización de la política monetaria. El Consejo de Gobierno del BCE seguirá tomando medidas mientras la información disponible apunte a que la inflación podría mantenerse por encima del objetivo de medio plazo

El pacto de rentas resulta crucial para evitar una espiral inflacionista, que tendría efectos potencialmente muy adversos sobre la actividad y el empleo. A través de este pacto, empresas y trabajadores acordarían compartir la pérdida de renta para la economía nacional. Un diseño adecuado del pacto tendría en cuenta el impacto asimétrico de las perturbaciones actuales entre trabajadores, empresas y sectores y debería ser de carácter plurianual.

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