

**16.01.2023**

---

**La estabilidad macroeconómica exige la coherencia entre las  
distintas políticas económicas**

Ciclo de Conferencias Enrique Fuentes Quintana/Real Academia de Ciencias  
Morales y Políticas

Madrid

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

---

Quiero comenzar agradeciendo a la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas y a su presidente, Benigno Pendás, la invitación a participar en este homenaje a la figura de Enrique Fuentes Quintana.

La idea de un ciclo como este no podría ser más pertinente en un momento económico y geopolítico tan complejo como el actual. Una de las mayores contribuciones del profesor Fuentes Quintana es, en mi opinión, ayudar a la creación de una cultura de la estabilidad macroeconómica en nuestro país. Sin estabilidad de precios, sin estabilidad presupuestaria, sin estabilidad financiera, no puede lograrse un crecimiento económico sostenido que permita mejorar el bienestar de los ciudadanos.

El profesor Fuentes Quintana contribuyó a la creación y diseminación de este mensaje no solo porque actuó, y se lo explicó didácticamente a todos los españoles en su ya famoso discurso televisado a la nación a los pocos días de tomar posesión de su cargo de vicepresidente, sino porque creó escuela y contribuyó al vigor de instituciones como esta Real Academia, para que aquellas enseñanzas llegaran hasta hoy y nos puedan servir ahora de guía e inspiración.

Reconocida esta deuda intelectual con quien también fue mi profesor, quisiera abordar hoy de forma necesariamente resumida los principales elementos de la situación económica europea actual de modo que nos sirvan para poner en contexto la actuación de la política monetaria, así como la que, en mi opinión, debería ser la contribución coherente del resto de las políticas económicas, para que podamos afrontar estos tiempos de incertidumbre y se nos abra un horizonte de prosperidad y oportunidades.

## **1. Situación y perspectivas del área del euro**

La economía global y, por supuesto, la europea se están viendo sometidas a una sucesión de perturbaciones adversas. De entre estas, destaca la derivada la **invasión rusa de Ucrania**. La economía del área del euro ha sido, de hecho, una de las más afectadas por la guerra, dada nuestra proximidad geográfica al escenario del conflicto, y los estrechos lazos comerciales y financieros con Rusia. También por la elevada dependencia de las importaciones de combustibles fósiles desde ese país.

La guerra ha provocado un aumento muy significativo de los precios energéticos y otras materias primas, productos de los que no dispone la economía del área del euro y que esta necesita importar, de manera que se ha producido un **deterioro significativo de nuestra relación real de intercambio**, de en torno a 2 puntos porcentuales (pp) del PIB (nominal) hasta el tercer trimestre de 2022.

Esta perturbación se ha producido, además, en un contexto de **fuerte repunte de la inflación mundial**, que ha alcanzado niveles inéditos en varias décadas y está generando caídas de las rentas reales significativas.

Las razones del repunte de la inflación son diversas, y combinan factores de oferta y de demanda, con distinto peso en las diferentes zonas geográficas. En el caso del área del euro, el incremento de los precios de la energía y de los alimentos se ha añadido al efecto de otros factores de oferta relacionados en particular con las disrupciones de las cadenas de suministro. Pero los factores de demanda, vinculados sobre todo a la reapertura de la

economía tras la pandemia, también habrían desempeñado un papel en ese repunte, junto con la depreciación del euro.

En conjunto, se estima que cerca del 75 % del incremento de la inflación del área del euro de 2022 habría sido causado por los efectos directos e indirectos de los precios energéticos y de los alimentos. Pero la traslación de los *shocks* de oferta y de la depreciación habría sido más rápida que en episodios pasados, lo que ha llevado a una generalización de las presiones inflacionistas. Así, la inflación subyacente (sin energía ni alimentos) alcanzó en diciembre pasado un 5,2 %, lo que representa un máximo histórico.

Estas presiones inflacionistas están llevando a una reacción contundente de los principales bancos centrales, que está dando lugar a un **endurecimiento significativo de las condiciones financieras globales**.

Además, el conflicto bélico ha alimentado la **incertidumbre** acerca de la seguridad del suministro energético en Europa, e incluso acerca de la posibilidad de que se produzca una escalada significativa de las tensiones geopolíticas globales.

Estos cuatro factores han llevado a una notable desaceleración de la actividad a escala global y a una **revisión generalizada a la baja de las perspectivas de crecimiento económico**. Ello a pesar de que **la economía europea estaría mostrando una mayor resiliencia** de la esperada hace unos meses. En particular en el mercado del trabajo, con una tasa de paro que se sitúa en niveles históricamente reducidos.

En conjunto, las últimas proyecciones del BCE arrojan una desaceleración adicional de la actividad en el corto plazo. Pero en la segunda parte del año se espera una mejora gradual de la actividad, bajo los supuestos de un reequilibrio del mercado de la energía, una disminución de la incertidumbre y una mejora de la renta real de las familias – en un contexto de desaceleración gradual de la inflación-. Así, el crecimiento esperado del PIB del área del euro se situaría en el 0,5 % en 2023 (3,4% en 2022), y se elevaría a tasas cercanas al 2 % en 2024 y 2025.

En paralelo, se han producido **sucesivas revisiones al alza de las proyecciones de inflación**. Tras una inflación promedio del 8,4 % en 2022, las previsiones del Eurosistema anticipan un 6,3 % en 2023, cifra muy superior al 5,5 % que se estimaba en septiembre o al 3,5 % que se proyectaba en junio. Se espera, además, que la reducción de la inflación sea gradual y se sitúe en el 3,4 % en 2024 –frente al 2,3 % previsto en septiembre– y en el 2,3 % en 2025.

La revisión al alza en la inflación para 2023 y 2024 refleja unos datos de inflación observados en los últimos meses que muestran, como decía, un proceso inflacionista más intenso y persistente de lo anticipado, las medidas fiscales adoptadas para aliviar el efecto de la inflación sobre hogares y empresas –que reducen la inflación en el corto plazo, pero la aumentarán cuando se eliminen– y la expectativa de un mayor dinamismo de los salarios, en línea con la información más reciente.

El contexto macroeconómico descrito ha generado también un **deterioro del entorno de estabilidad financiera**. La combinación de una inflación más elevada y un menor crecimiento económico esperado, junto con el aumento de los tipos de interés, afecta negativamente a la capacidad de pago de hogares y empresas, sobre todo en el caso de

los segmentos más vulnerables, caracterizados por sus bajos niveles de renta, su dependencia de los productos energéticos y alimenticios y, en algunos casos, su elevado nivel de endeudamiento.

Por su parte, los altos niveles de deuda pública tras la pandemia, junto con el endurecimiento de las condiciones de financiación, suponen un elemento de vulnerabilidad y limitan el margen para adoptar medidas de expansión fiscal.

Este contexto está sujeto, además, a un **nivel de incertidumbre extremadamente elevado**, con origen, sobre todo, en la evolución de la guerra en Ucrania y sus repercusiones económicas, que resultan difíciles de predecir. Pero también las presiones inflacionistas suponen un elemento genuino de riesgo. Que estas aumenten adicionalmente depende no solo de la evolución de la guerra, sino también de factores internos, como un posible aumento persistente de las expectativas de inflación, o subidas salariales o de márgenes empresariales mayores de lo previsto. Y una mayor persistencia de la inflación obligaría a un endurecimiento mayor de la política monetaria, lo que incrementaría la vulnerabilidad de aquellos agentes —públicos o privados— con una situación económica y financiera menos saneada, e incidiría, en mayor medida de lo anticipado, sobre sus niveles de gasto.

## **2. La reacción de las políticas económicas**

En este contexto, me gustaría compartir la que, en mi opinión, debería ser la respuesta de las políticas económicas.

Una primera idea que querría destacar es que la situación actual difiere notablemente de la generada por la pandemia. Entonces nos enfrentábamos a una perturbación de carácter temporal, pero de una intensidad enormemente elevada, en un contexto en el que no existían presiones inflacionistas. En ese entorno se justificaba una respuesta contundente de la política monetaria con el fin de propiciar unas condiciones favorables que permitieran una expansión fiscal también extraordinaria, que garantizara las rentas de hogares y empresas, de forma que se minimizaran los daños estructurales de la crisis sobre el empleo, la capacidad productiva y el crecimiento. En buena medida, creemos que este objetivo se ha conseguido.

Las circunstancias actuales son diferentes. Nos enfrentamos nuevamente a una crisis que puede afectar negativamente a la actividad económica y a las rentas de los agentes. Pero, en esta ocasión, una parte de la pérdida de renta es inevitable, en la medida en que deriva de un encarecimiento de bienes que no producimos. Intentar evitar ese ajuste necesario no puede sino desencadenar un proceso inflacionista más persistente y prolongado, con consecuencias muy negativas sobre la competitividad y la estabilidad económica. Por tanto, la respuesta de política económica no puede ser la misma.

Permítanme abordar a continuación el papel de cada uno de los ámbitos de política económica en el entorno actual, comenzando por la política monetaria.

## 2.1. La política monetaria del BCE

**Es responsabilidad del BCE mantener la estabilidad de precios en el área del euro.** Esa es la mejor contribución que puede hacer para garantizar un crecimiento económico sostenible en el medio plazo.

Para explicar la respuesta del BCE a este episodio inflacionista, resulta útil recordar que el BCE define la estabilidad de precios como un objetivo de inflación simétrico del 2 % **a medio plazo**. El objetivo no es, por tanto, estabilizar la inflación actual observada, sino estabilizar la inflación en un horizonte de dos o tres años. Esto se justifica porque nuestras acciones afectan a la inflación de forma muy gradual, alcanzando su máximo impacto al cabo de unos dos años, y es particularmente apropiado ante determinados tipos de *shocks* —como son los *shocks* adversos de oferta, que mueven la inflación y la actividad en direcciones opuestas en el corto plazo—.

Un aspecto también muy relevante en relación con la respuesta actual de la política monetaria tiene que ver con la **elevada incertidumbre** existente, que afecta tanto a la naturaleza de las perturbaciones como a su persistencia o a cómo acabarán influyendo nuestras medidas a la inflación a lo largo del canal de transmisión de la política monetaria.

En este contexto, las **expectativas de inflación a largo plazo** de las empresas y los trabajadores suponen un elemento clave a la hora de definir la respuesta óptima. Si estas permanecen firmemente ancladas al objetivo, ya que hay confianza plena en su compromiso de volver a situar la inflación en su objetivo, la reacción de la política monetaria podría ser menos contundente. Por el contrario, si se elevan por encima del objetivo, la política monetaria tendrá que actuar de manera más contundente.

En el caso del área del euro, como decía antes, se produjo un incremento muy elevado de la inflación que se ha ido demostrando más persistente y extendiendo a un número mayor de bienes y servicios de la cesta de consumo. Esto ha llevado a sucesivas revisiones al alza de las proyecciones de inflación, incluso en el medio plazo. En paralelo, los efectos de segunda ronda a través de los salarios o márgenes han sido contenidos, pero la mayor persistencia de la inflación ha elevado los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo.

En este contexto, la acción del BCE ha seguido una senda de endurecimiento, que combina gradualidad y contundencia en un intento de preservar el anclaje de las expectativas de inflación.

El proceso de normalización de nuestra política monetaria se inició a finales de 2021 con el final de las compras netas de activos a lo largo de la primera mitad de 2022. Con posterioridad, hemos aumentado los tipos de interés de la facilidad de depósito hasta el 2 %, lo que representa una subida acumulada de 250 puntos básicos, la más rápida en la historia del euro. Hemos creado también un nuevo instrumento, denominado Instrumento para la Protección de la Transmisión, para garantizar una transmisión homogénea de la política monetaria al conjunto del área euro. Hemos modificado las condiciones aplicadas a las operaciones de financiación a plazo más largo, con objetivo específico para fortalecer la transmisión de las subidas de los tipos de interés. Y hemos anunciado nuestra intención de dejar de reinvertir íntegramente, a partir de principios de marzo de 2023, el principal de

los valores que vayan venciendo en el marco de nuestro programa de compra de activos APP, lo que dará lugar a una reducción gradual y previsible del tamaño de la cartera.

En conjunto, este proceso de normalización de la política monetaria se ha reflejado ya en un aumento significativo de los tipos de interés de mercado. Pero ¿qué podemos esperar de cara al futuro?

Desde el Consejo de Gobierno hemos indicado que será necesario seguir incrementando significativamente los tipos de interés en las próximas reuniones, a un ritmo sostenido, hasta alcanzar niveles que nos permitan asegurar que la inflación va a volver a situarse en el objetivo.

Como señalé con anterioridad, las últimas proyecciones del BCE mantienen una inflación del 2,3 % en 2025, por encima, por tanto, del 2 %. Esas proyecciones estaban construidas sobre la base de las expectativas que los mercados tenían sobre la evolución de los tipos de interés en el momento de su elaboración. Si se toman como válidas estas proyecciones, alcanzar el objetivo de inflación exigiría, por tanto, un incremento de los tipos de interés por encima de lo que esperaba entonces el mercado.

De hecho, desde la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE se ha producido un incremento del nivel máximo de los tipos de interés esperado por el mercado de alrededor de 25 puntos básicos, hasta el entorno del 3,4 %. Hay que tener en cuenta, no obstante, que estos tipos de mercado incorporan un elemento de prima a plazo positivo, por lo que la expectativa genuina del mercado sobre qué nivel máximo alcanzaría el tipo de la facilidad de depósito se situaría algo por debajo de esa cifra.

En todo caso, me gustaría volver a destacar la importancia de tener en cuenta la **extraordinaria incertidumbre** que estamos viviendo. Todo ello nos lleva a seguir enfatizando que nuestras decisiones futuras relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

Permítanme también un apunte sobre los **riesgos para la estabilidad financiera** que mencionaba con anterioridad. En conjunto, el sistema bancario de la zona del euro está en una buena situación para afrontar la situación actual, debido, en parte, a las reformas de las políticas regulatorias y prudenciales acometidas en la última década. No obstante, aunque la rentabilidad del sector bancario ha aumentado en el último año, se observan señales de deterioro de la calidad de los activos, cuya magnitud dependerá de la materialización de los riesgos para el crecimiento económico. En este contexto, se hace necesario que las entidades utilicen el incremento de los beneficios que se están produciendo en el corto plazo para aumentar su capacidad de resistencia. Además, las entidades deben mantener una estrategia prudente en sus políticas de provisiones y de planificación de capital, y una vigilancia estrecha de la evolución macroeconómica que les permita reaccionar con rapidez si finalmente se materializan los riesgos considerados. Y, en algunos países, donde los riesgos sistémicos han aumentado de manera apreciable, puede ser adecuado aplicar políticas macroprudenciales que refuercen la capacidad de resistencia del sistema financiero, evitando, eso sí, su prociclicidad.

También han aumentado las vulnerabilidades y riesgos en el sector financiero no bancario, que requieren un seguimiento estrecho y, en paralelo, avanzar en la mejora de su marco regulatorio, en particular para abordar los desajustes de liquidez y el apalancamiento.

## 2.2. El pacto de rentas

Como decía, según la información disponible, no existe todavía evidencia de que se estén produciendo efectos de segunda ronda, al menos de forma generalizada. Los salarios en la UEM se han mantenido moderados. De hecho, se ha producido una caída significativa de los salarios reales. No obstante, su crecimiento está cobrando fuerza, respaldado por la solidez de los mercados de trabajo y por el efecto de la inflación sobre las demandas salariales, factores que se espera que continúen.

Por su parte, los márgenes empresariales también se han mantenido, en general, moderados, aunque con mucha heterogeneidad por países, empresas y sectores. No obstante, la traslación de los costes a precios finales también ha ido aumentando y ha sido superior a episodios previos.

Además, como decía, en la medida en que perdure la alta inflación actual, aumenta la probabilidad de que se produzcan estos efectos de segunda ronda. Para evitarlo, **es imprescindible que los agentes económicos asuman como inevitable la pérdida de renta que implica el encarecimiento de las materias primas importadas.**

Por ello he venido defendiendo desde el inicio del repunte inflacionista que, en España, sería deseable alcanzar **un pacto de rentas**, en el marco del diálogo social, **que acuerde el reparto** de costes entre empresas y trabajadores, de forma que todos asuman una parte alícuota de la pérdida de renta real, con **compromisos plurianuales** respecto a los incrementos salariales y la evolución de los márgenes.

Este acuerdo de carácter general debería permitir diferenciar según los distintos sectores y agentes afectados, así como evitar fórmulas de indiciación automática a la inflación pasada, y debería reforzarse evitando también el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas en el gasto público.

## 2.3. La política fiscal

En cuanto a la política fiscal, su papel debe ser ahora **distinto al desempeñado durante la pandemia**. Las medidas deben ser ahora muy **selectivas y concentrarse en los hogares de rentas más bajas —que son los que más padecen el incremento de la inflación—** y las empresas más vulnerables frente al encarecimiento de las materias primas. **Se evitaría, así, un impulso fiscal generalizado, que generaría una presión adicional sobre la inflación.** Sería deseable también **evitar distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios**, que incentiven la adaptación de la economía al *shock* energético. Y las medidas deberían tener **una naturaleza temporal** para no generar un incremento adicional de la deuda pública y el déficit público estructural.

En este sentido, la Comisión Europea ha estimado que una parte significativa de las medidas aprobadas en los países del área tendrían un carácter general (no focalizado) que no tiene en cuenta el grado de vulnerabilidad de sus perceptores. Y que algunas de estas medidas desincentivarían la necesaria contención del consumo de energía.

De hecho, la senda de inflación prevista por el BCE se encuentra muy afectada por las medidas fiscales que han adoptado las autoridades para compensar a los hogares por la subida de los precios de la energía y de la inflación. Estas medidas moderarán la inflación durante 2023, pero la aumentarán cuando se retiren, lo que podría dotar de una mayor persistencia al episodio inflacionista.

Por otra parte, esta actuación de la política fiscal debería ser compatible con el **inicio de un proceso de consolidación fiscal**, ya en 2023, en los países más endeudados o con un elevado déficit público estructural, como España, que permita reducir las vulnerabilidades fiscales actuales y aumentar los márgenes de maniobra futuros. La reducción de los desequilibrios fiscales resulta particularmente relevante en el contexto de normalización de la política monetaria descrito, que ha generado ya un endurecimiento significativo de las condiciones de financiación de las Administraciones Públicas. Hay que tener en cuenta, además, que un uso adecuado de los fondos europeos del programa Next Generation EU (NGEU) puede hacer compatible iniciar este proceso con mantener un impacto positivo de la política fiscal sobre el crecimiento económico.

Todas estas consideraciones en torno a la política fiscal en el área del euro resultan fundamentales, en mi opinión, para asegurar la coherencia con la política monetaria. Una coherencia insuficiente obligaría a una reacción más contundente de la política monetaria para asegurar la estabilidad de los precios e incrementaría, así, los costes en términos de bienestar.

#### **2.4. Las políticas de oferta y el NGEU**

Más allá de las políticas de demanda, compensar los efectos negativos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige políticas ambiciosas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad y del PIB potencial de la economía. La respuesta óptima a un *shock* de oferta negativo pasa por aplicar **reformas estructurales** que reduzcan las tensiones por el lado de la oferta, en particular en el ámbito energético. Estas reformas deben facilitar la reasignación de recursos entre sectores y empresas que exige la adaptación a la perturbación energética.

El instrumento común europeo para hacer realidad esta ambición es el **NGEU**, que, como prevé el Plan de Recuperación español, debe acompañarse de la adopción de un amplio conjunto de reformas estructurales. Unas reformas adecuadas, junto con la selección de proyectos con una elevada complementariedad entre inversión pública y privada, podrían generar un aumento significativo de la tasa de crecimiento potencial de la economía europea.

El éxito en su ejecución debería servir, además, para reforzar la percepción a escala europea acerca de la conveniencia y necesidad de continuar profundizando en el avance del proyecto común.

#### **2.5. Las políticas europeas**

La invasión rusa de Ucrania ha revelado con crudeza las vulnerabilidades de la UE en sectores clave, como el de la energía, así como la notable disparidad entre los países miembros en cuanto a su exposición relativa a estas vulnerabilidades. Un desafío de esta magnitud subraya la importancia de responder de forma conjunta a los riesgos comunes.



Es decir, **la respuesta europea a la guerra en Ucrania debe ser, una vez más, más Europa.**

En particular, la guerra nos ha demostrado que las **políticas estructurales que favorezcan la integración y la interconexión de los mercados europeos** —en particular, de los energéticos—, y que **refuercen el mercado único**, no solo permitirán una mayor resistencia a las perturbaciones, sino que también redundarán en un aumento de la competitividad.

Del mismo modo, es necesario **establecer mecanismos de financiación conjunta** que permitan salvaguardar ese esfuerzo común sin lastrar excesivamente o de forma muy desigual las finanzas públicas nacionales y sin generar distorsiones en el mercado único.

Indudablemente, los avances que se produzcan en esta dirección deberían ir de la mano del **establecimiento de un marco fiscal europeo que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas** nacionales, a través de la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, pues ello es imprescindible para el buen funcionamiento de la UEM.

Todo ello, sin olvidar que también resulta indispensable avanzar en la ampliación de los mecanismos —públicos y privados— de compartición de riesgos en la UE. En particular, 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. También se hace imprescindible completar la Unión Bancaria, con la construcción de un sistema europeo de garantía de depósitos mutualizado, y avanzar en el desarrollo de la Unión de los Mercados de Capitales.

### **3. Conclusión**

En definitiva, la compleja situación actual exige políticas económicas coherentes entre sí, destinadas a preservar la estabilidad macroeconómica. Esto implica, en primer lugar, una política monetaria concentrada en garantizar la estabilidad de precios. En segundo lugar, una política fiscal que combine la necesaria reducción de los desequilibrios fiscales existentes con el apoyo a las rentas de los hogares y empresas más vulnerables y una mayor aportación al crecimiento potencial de la economía. En tercer lugar, un pacto de rentas que distribuya equitativamente entre empresas y trabajadores los costes del encarecimiento de los bienes importados y, de esta forma, evite presiones inflacionistas adicionales. Por último, unas políticas de oferta que permitan reducir nuestras dependencias energéticas y aumenten la productividad y el empleo potencial. Todo ello, combinado con una profundización en el proyecto europeo, que fortalezca el buen funcionamiento del mercado único, refuerce los canales de compartición de riesgos dentro de la UEM y permita garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Muchas gracias por su atención.