

## *Resumen ejecutivo*

Tras afrontar con éxito los retos de la pandemia y el shock de precios de la energía causado por la guerra de Rusia en Ucrania, Europa encara la complicada tarea de restablecer la estabilidad de precios y, al mismo tiempo, asegurar un crecimiento vigoroso y verde a más largo plazo. Los cambios que se están produciendo a escala mundial como consecuencia de la fragmentación geoeconómica y el impacto del cambio climático han dado lugar a nuevos desafíos económicos que se suman a los problemas de larga data en materia de crecimiento y podrían frenar la convergencia.

El enfriamiento de la inflación general, debido fundamentalmente a la relajación de los precios de las materias primas y de las restricciones de la oferta, está proporcionando cierto alivio a los hogares y las empresas, aunque la persistente inflación subyacente ha demostrado ser más difícil de reducir. Los bancos centrales de toda Europa han endurecido sustancialmente sus políticas monetarias y los gobiernos están retirando el apoyo fiscal.

Los efectos persistentes de los shocks de los precios de la energía del año pasado y la orientación más restrictiva de las políticas económicas también están contribuyendo a la desaceleración del crecimiento este año. La ralentización de la actividad está siendo más acusada en los países con mayores sectores manufactureros o intensivos en energía que en los que dependen de los servicios o el turismo. En conjunto, las perspectivas de crecimiento actuales están determinadas por dos fuerzas contrapuestas: las políticas macroeconómicas más restrictivas y la recuperación del ingreso real a medida que la inflación se reduce y los salarios aumentan.

En el caso de Europa, se prevé un aterrizaje suave, con un descenso gradual de la inflación. Se espera que el crecimiento en el conjunto de la región se ralentice hasta 1,3% en 2023, desde 2,7% el pasado año, y que en 2024 mejore hasta 1,5%. Dentro de las economías avanzadas europeas, las orientadas hacia los servicios se recuperarán más rápido que las economías que tienen sectores manufactureros relativamente mayores, que afrontan una reducida demanda externa y están más expuestas a los elevados precios de la energía. Del mismo modo, las economías de mercados emergentes de Europa experimentarán una recuperación moderada en 2024, aunque su magnitud variará de un país a otro, en función de la intensidad energética de su producción, del peso de su sector de servicios y, especialmente en el caso de los países más orientales, de la perturbación de sus relaciones comerciales con Rusia.

La política monetaria se está acercando al final del ciclo de endurecimiento. Para 2023 se prevé una consolidación fiscal moderada, que se acelerará en 2024. Si bien la fortaleza de la economía estadounidense proporciona un respaldo considerable a la demanda mundial, un debilitamiento de la actividad en China, nuevos shocks de precios de las materias primas y la materialización de los riesgos para la estabilidad financiera constituyen importantes riesgos de deterioro del crecimiento. El endurecimiento de la política monetaria ha elevado los costos crediticios y ha deteriorado los balances inmobiliarios de hogares y empresas. Aunque las reservas de capital de los bancos son abundantes, podrían verse bajo presión en un escenario adverso.

Se prevé que la inflación remita solo de manera gradual durante el período de pronóstico. Aunque la débil demanda interna en 2023 y el descenso de los precios de las materias primas se transmitirán a la inflación subyacente, la recuperación proyectada del ingreso real y la persistente fortaleza de los mercados laborales frenarán el ritmo de desinflación. Se espera que la mayoría de los países no alcance sus metas de inflación hasta 2025. El crecimiento sostenido de los salarios nominales por encima de las

tasas de inflación y de crecimiento de la productividad es un riesgo de primer orden para la desinflación, en particular en las economías de mercados emergentes de Europa. La inflación podría afianzarse, lo que obligaría a endurecer más la política monetaria y podría llegar a causar estanflación.

Europa afronta estos riesgos en un momento en el que los cambios estructurales causados por la fragmentación geopolítica y el cambio climático están agravando problemas de crecimiento a largo plazo ya existentes. Las perspectivas de crecimiento a mediano plazo para Europa llevan un tiempo deteriorándose, debido sobre todo al debilitamiento del crecimiento de la productividad. Los nuevos retos, en forma de costos energéticos más elevados y más volátiles y de cambios en las relaciones comerciales y de suministro, están perturbando las estructuras de producción. Se suman a factores ya conocidos (como el envejecimiento de la población y las restricciones de la oferta de mano de obra) que han obstaculizado el crecimiento potencial.

En la mayoría de las economías de mercados emergentes de Europa, la combinación de una productividad débil y la pérdida de competitividad de sus costos salariales podría frenar la convergencia económica. En estas circunstancias, también podría resultar complicado estabilizar la trayectoria de la deuda pública, especialmente en países muy endeudados que necesitan reducir su deuda de inmediato. En este contexto, las políticas económicas deben procurar restablecer la estabilidad de precios y reforzar los fundamentos económicos. La historia indica que la inflación tarda varios años en volver a los niveles normales tras un episodio inflacionario.

Por lo tanto, mantener una orientación restrictiva de la política monetaria es vital para asegurar el retorno de la inflación a las metas fijadas en un plazo de tiempo razonable. La incertidumbre sobre la persistencia de la inflación es elevada y el costo de relajar la política demasiado pronto, sustancial. El grado de restricción monetaria que se necesita varía en función de las circunstancias de cada país, aunque muchos bancos centrales tendrán que mantener las tasas de interés de política monetaria en niveles elevados durante un tiempo.

Entre tanto, los países deberían redoblar sus esfuerzos para reconstruir o conservar las reservas fiscales y, al mismo tiempo, proteger necesidades críticas de gasto. Mediante la reducción de los déficits, la política fiscal complementa a la política monetaria en la lucha contra la inflación. Convendría retirar progresivamente las medidas de respaldo energético no focalizadas que todavía siguen vigentes y abordar las ineficiencias del gasto y los ingresos. Sin embargo, los ahorros logrados de esta forma pueden no ser suficientes para hacer frente a las necesidades de gasto en educación, lucha contra los problemas demográficos, infraestructura y cambio climático y, al mismo tiempo, frenar los elevados déficits. Además, se proyecta que la relación deuda pública/PIB aumente a mediano plazo en la mayoría de las economías de mercados emergentes de Europa como consecuencia del lento crecimiento y los elevados costos del servicio de la deuda. Estos países también tendrán que racionalizar mejor el gasto y movilizar ingresos para situar los coeficientes de la deuda pública en una trayectoria descendente. Para las economías de la Unión Europea (UE), sigue siendo prioritario reforzar la capacidad de absorción de las subvenciones de la UE destinadas a infraestructura resiliente al clima, a protección social y a acelerar la transición verde.

Las políticas macrofinancieras deberían garantizar que se vigilen y contengan los riesgos emergentes para la estabilidad. Los bancos han logrado aumentar sus ganancias gracias al crecimiento de sus márgenes financieros netos y deberían utilizar esos recursos para incrementar sus reservas de capital, incluidas las que establece la regulación financiera. Dada la exposición crediticia de los bancos al sector

inmobiliario, contar con reservas sólidas es aún más importante en un momento como el actual, en el que el mercado inmobiliario afronta dificultades tanto estructurales como cíclicas.

Las políticas estructurales continúan siendo esenciales para lograr un crecimiento fuerte, verde y distribuido de manera uniforme. Las reformas deberían centrarse en eliminar barreras que impidan la innovación y el dinamismo económicos. Un clima empresarial reforzado, con políticas que fomenten la inversión y el gasto en investigación y desarrollo, mejorará la competencia que incrementa la productividad. Para atraer inversión, las economías de mercados emergentes de Europa también tendrán que fortalecer la gestión y la gobernanza del sector público, mejorar la adecuación entre la oferta y la demanda de empleo y dotarse de infraestructura digital, de transporte y energética confiable. Europa debe preservar su activo de crecimiento más importante: el mercado único. Las políticas sectoriales pueden contribuir a este objetivo (cuando existan externalidades de red) elevando el gasto en investigación y desarrollo y abriendo el acceso a nuevas tecnologías, lo que propiciaría un aumento de la eficiencia y facilitaría la transición verde. No obstante, estas políticas han de implementarse quirúrgicamente y con cuidado, evitando costosas carreras por los subsidios o el uso de aranceles con efectos distorsionadores. La colaboración internacional en materia de cambio climático, en particular para establecer un precio mínimo internacional del carbono, resulta esencial para reducir las emisiones y, al mismo tiempo, mantener la competitividad. Los recientes acuerdos para reforzar el sistema europeo de comercio de emisiones son un paso decisivo para alcanzar las metas climáticas de la Unión Europea.