

Resumen ejecutivo

La guerra de Rusia en Ucrania está pasando una factura cada vez mayor a las economías de Europa. El empeoramiento de la crisis energética ha deprimido el poder adquisitivo de los hogares y ha elevado los costos para las empresas, algo que las políticas públicas han compensado solo parcialmente. Los bancos centrales están actuando de manera más resuelta para reducir la alta y persistente inflación a los niveles fijados como meta; al mismo tiempo, las condiciones financieras se han tornado más restrictivas. Fuera de la región, el crecimiento se ha moderado en China y Estados Unidos, y la inflación, que es la más alta en varias décadas, ha llevado a un endurecimiento generalizado de las políticas monetarias.

Con este telón de fondo, las perspectivas económicas de Europa han empeorado considerablemente; en este sentido se espera una marcada desaceleración del crecimiento junto con una inflación que permanecerá elevada. Concretamente, se pronostica que el crecimiento del PIB en las economías avanzadas y emergentes de Europa (excluidos los países en conflicto y Türkiye) descienda de 3,2% y 4,3% en 2022, respectivamente, a 0,6% y 1,7% en 2023, lo cual es 0,7 y 1,1 puntos porcentuales menos que lo proyectado en julio de 2022 en la *Actualización de las Perspectivas de la economía mundial*. La caída del PIB será mucho mayor para los países inmersos en el conflicto. Aun cuando se espera un descenso en 2023, la inflación proyectada se sitúa en 6,2% y 11,8% en las economías avanzadas y emergentes, respectivamente; dichas tasas son considerablemente superiores a los objetivos de los bancos centrales.

El balance de riesgos para el crecimiento está inclinado a la baja, en tanto que el relativo a la inflación —en especial la inflación subyacente— se inclina al alza. En particular, las recesiones técnicas (definidas como al menos dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo del PIB) proyectadas para varios países de Europa podrían transformarse en recesiones más profundas. Un riesgo crucial a corto plazo es que el abastecimiento de gas por parte de Rusia cese totalmente, lo cual sumado a un invierno crudo, podría dar lugar a escasez de gas, racionamientos y penurias económicas más profundas. La inflación, que es más elevada que la proyectada con herramientas empíricas convencionales, podría permanecer alta por más tiempo, en particular si las expectativas inflacionarias a mediano plazo empiezan a desanclarse o si el aumento de los salarios en respuesta a las subidas de precios desembocara en una espiral inflacionaria. Es importante señalar que la tensión social puede intensificarse como consecuencia del aumento del costo de vida, lo cual podría desembocar en políticas fiscales más expansivas que obligarían a los bancos centrales a endurecer la política monetaria aún más.

La combinación de un crecimiento económico débil y una inflación alta (que podría empeorarse), pone a las autoridades europeas ante disyuntivas complicadas y decisiones difíciles en materia de políticas. En este sentido, será necesario endurecer la política macroeconómica con el objetivo de reducir la inflación, pero reservando espacio para ayudar a capear el impacto de la crisis energética en los hogares vulnerables y las empresas viables. Sin embargo, es también necesario que las autoridades adopten un enfoque flexible y ágil, de tal manera que las políticas puedan ser modificadas en caso de que se materialicen nuevos shocks.

Con respecto a la política monetaria, los bancos centrales deben seguir incrementando las tasas de referencia, ya que las tasas reales de interés continúan en general siendo acomodaticias, los mercados laborales muestran una amplia resiliencia, las proyecciones sitúan la inflación por encima de los niveles fijados como meta y el balance de riesgos para la inflación (subyacente) se inclina predominantemente al alza. En particular, las economías avanzadas

necesitan que el aumento de las tasas sea más rápido, y es probable que en 2023 sea necesario que las tasas de interés de política sean coherentes con una orientación restrictiva de la política monetaria, a menos que las perspectivas de crecimiento y del mercado laboral se debiliten lo suficiente para reducir sustancialmente la inflación a mediano plazo. En la mayoría de las economías emergentes de Europa se justifica una orientación de la política monetaria incluso más restrictiva, ya que en dichas economías el anclaje de las expectativas inflacionarias no es tan firme, las posiciones cíclicas son más sólidas y el crecimiento de los salarios nominales es mayor.

La difícil tarea de la política fiscal consiste en recomponer el espacio fiscal y ayudar a la política monetaria en su lucha contra la inflación, al mismo tiempo que se hace frente al shock extraordinario del precio de la energía. La reducción de los déficits fiscales debe proseguir en 2023, pero a un ritmo más elevado en los países con menos espacio fiscal, en aquellos que son más vulnerables al endurecimiento de las condiciones financieras, y en los que las posiciones cíclicas son más robustas, lo que incluye a la mayoría de las economías emergentes de Europa. Desacelerar el ritmo de la consolidación por unos meses puede ser apropiado para que los gobiernos puedan brindar apoyo a los hogares y las empresas viables durante la crisis energética. Este respaldo debe ser temporal y debe preservar las señales de precios para promover el ahorro de energía.

Las políticas macroprudenciales pueden permanecer sin cambios en términos generales para evitar acentuar la desaceleración económica, pero la supervisión bancaria debe vigilar con atención los resultados de las pruebas de resistencia (*stress tests*) sobre las exposiciones de los bancos a los riesgos derivados del deterioro de las perspectivas de crecimiento, el precio más alto de la energía y las condiciones financieras más restrictivas.

Por último, una ejecución firme de las reformas estructurales es necesaria para mejorar la productividad, aliviar las restricciones de oferta en los mercados energéticos y laborales, y para ampliar la capacidad económica. Acelerar la implementación del plan de recuperación para Europa ("Next Generation EU") es importante para alcanzar estos objetivos y para potenciar el crecimiento económico y aliviar las presiones sobre los precios a mediano plazo. Estas reformas contribuirán también a garantizar la seguridad energética, acelerar la transición hacia una economía más verde y sostenible, y a moderar las tendencias demográficas adversas.