

Resumen ejecutivo

Las economías europeas están en condiciones de lograr un aterrizaje suave (es decir, volver a situar la inflación en su meta con un costo económico moderado en términos de crecimiento), pero vientos cruzados podrían dificultar la tarea de garantizar la estabilidad de precios y permitir al mismo tiempo una recuperación duradera.

Se prevé que los mercados de trabajo, que siguen siendo sólidos a pesar de cierta ralentización, respalden el incremento del ingreso real y el consumo durante los próximos trimestres. La recuperación del consumo contribuirá a compensar los efectos de la necesaria retirada del apoyo fiscal y a impulsar la inversión a medida que se relaje la política monetaria. Para que la desinflación se prolongue en un contexto de fortalecimiento gradual de la demanda privada, será necesario un repunte de la productividad laboral y que los márgenes de ganancia vuelvan a niveles previos a las crisis. En las economías avanzadas de Europa, los riesgos de un aterrizaje suave están equilibrados. En cambio, para muchas economías de la región de Europa central, oriental y sudoriental (ECOS), los riesgos están sesgados en un entorno caracterizado por un crecimiento salarial todavía elevado, una inflación subyacente más rígida y expectativas de inflación persistentemente elevadas.

Lograr un aterrizaje suave no es la única tarea que requiere atención urgente. Los niveles de ingreso per cápita de Europa están muy por debajo de los máximos mundiales, y no se espera que esta brecha se reduzca durante el horizonte de previsión. El crecimiento de la productividad se ha ralentizado y el envejecimiento de la población constituye un lastre importante. En la región ECOS, donde la inversión privada ya era baja antes de la pandemia y la invasión rusa de Ucrania, se ha producido un ascenso de los salarios relativos, que ha ejercido presión sobre la competitividad. En el conjunto del continente, la fragmentación geoeconómica siembra dudas sobre los antiguos modelos de crecimiento. Al mismo tiempo, el aumento de las presiones sobre el gasto a largo plazo como consecuencia del envejecimiento de la población, las ambiciones climáticas y el incremento del gasto en defensa hace necesarias reformas fiscales de carácter estructural y acentúa la urgencia de elevar el crecimiento de manera sostenible.

Afrontar estos retos no será fácil, pero Europa ha demostrado que, cuando actúa de manera conjunta y decidida, es capaz de superar incluso los obstáculos más difíciles. Con las políticas adecuadas, las autoridades europeas pueden lograr ese aterrizaje suave y elevar las perspectivas de crecimiento a mediano plazo.

El ritmo de relajación de la *política monetaria* debe acompañarse a la evolución de las fuerzas inflacionarias subyacentes. En las economías europeas avanzadas, es preferible un ritmo moderado y gradual de relajación en el escenario base, ya que garantizaría que las condiciones monetarias no se relajen ni demasiado deprisa ni demasiado despacio. Muchas economías de la región ECOS tendrán que mantener una orientación restrictiva durante más tiempo para conseguir frenar por completo la inflación. El apoyo *fiscal* puesto en marcha a raíz de las crisis debe retirarse íntegramente en la mayor parte de Europa, dado que los efectos de los shocks han ido desapareciendo y las economías se recuperan, sin socavar la inversión pública ni los sistemas de protección social. Junto con las reformas fiscales, la consolidación reforzará la sostenibilidad de las finanzas públicas, repondrá las reservas para hacer frente a los riesgos de deterioro que activan los estabilizadores fiscales automáticos, y ayudará a crear margen de maniobra para atender las necesidades de gasto relacionadas con el envejecimiento de la población, el clima y la defensa. En algunos países, especialmente en la región ECOS, una política fiscal menos expansiva contribuirá a evitar que siga erosionándose la competitividad. Las tensiones en el sector inmobiliario y el aumento de las quiebras podrían causar un incremento mayor de lo previsto de los préstamos en mora. Los bancos necesitarán reservas de capital que sean suficientemente elevadas para resistir un aumento de la morosidad, pero que también les permitan financiar el incremento previsto de la inversión. Allí

donde los focos de vulnerabilidad financiera justifican medidas restrictivas, convendría actuar con cautela para evitar que los riesgos se trasladen a instituciones financieras no bancarias menos reguladas.

Para elevar las perspectivas de crecimiento potencial hacen falta iniciativas a escala tanto nacional como europea. Las medidas que se adopten deberían ir dirigidas a incrementar la participación en la fuerza laboral, preparar a la población activa para los inminentes cambios estructurales, crear un entorno propicio para la inversión privada y promover la innovación en igualdad de condiciones a escala europea (especialmente en lo referente a la transición verde, por ejemplo mediante un firme compromiso con la tarificación del carbono). Una mayor integración europea amplificaría los efectos de estas reformas. La formulación de un ambicioso conjunto de reformas a favor del crecimiento debería ser una de las prioridades fundamentales de la próxima Comisión Europea. Trabajando de forma conjunta, los Estados miembros de la UE pueden elevar considerablemente el ingreso per cápita si eliminan las barreras internas que todavía obstaculizan el funcionamiento del mercado único. Para mejorar la asignación del capital, será necesario completar la unión bancaria y la de los mercados de capitales. Entre las medidas a adoptar figuran una mayor armonización de las normas nacionales en materia de impuestos y subsidios, la mejora de los regímenes de insolvencia y la reducción de la carga administrativa. También hay margen para seguir reduciendo las trabas que dificultan en la práctica la movilidad de los trabajadores y el comercio de bienes y servicios.