

**2 de noviembre de 2022**

**El jefe del Bundesbank: “Hay que actuar con decisión”; el gobernador del Banco de España: “Tenemos que reducir balance con cautela”**

Entrevista conjunta publicada en El País y en *Frankfurter Allgemeine Zeitung*

Joachim Nagel, gobernador del Bundesbank, y Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

Versión publicada en El País

---

**Pregunta. El BCE (Banco Central Europeo) acaba de aumentar los tipos de interés otros 0,75 puntos porcentuales. ¿Hay consenso entre ustedes dos sobre la necesidad de que el BCE siga subiendo sus tipos?**

**Nagel.** La decisión que adoptó el Consejo de Gobierno del BCE la semana pasada fue muy importante en una situación en la que la inflación del área del euro se sitúa en el 10,7%, un nivel excesivamente elevado. Estoy convencido de que esta subida no será la última. Todavía queda mucho camino por recorrer. La inflación es obstinada y, si queremos vencerla, la política monetaria tiene que ser más obstinada todavía.

**Hernández de Cos.** Hemos logrado avanzar considerablemente en la retirada del tono acomodaticio de la política monetaria. No obstante, tendremos que subir los tipos hasta niveles que permitan que la inflación converja hacia nuestro objetivo del 2% a medio plazo, y aún no hemos alcanzado ese punto.

**P. ¿No temen ustedes que las pronunciadas subidas de tipos de interés decididas por el BCE solo tengan un impacto limitado en una inflación que obedece en gran medida a factores exógenos —como la guerra— y, sin embargo, tengan un gran efecto en una recesión? ¿Cómo valoran que los líderes políticos manifiesten públicamente esta preocupación, como han hecho Macron o Meloni?**

**N.** El mandato del Eurosistema y, por tanto, del Consejo de Gobierno, es muy claro: garantizar la estabilidad de precios. Tenemos que combatir los niveles de inflación elevados y por ello se ha dotado a los bancos centrales de independencia con respecto al ámbito político. Hacemos nuestro trabajo y todavía no hemos terminado.

**H. de C.** Una parte significativa de las perturbaciones que están impulsando la inflación al alza en Europa son perturbaciones de oferta. Pero también hay un componente de demanda, y el repunte de la inflación está siendo de una magnitud y una persistencia extraordinarias. Además, se ha extendido al resto de la cesta de consumo. Todo ello incrementa la probabilidad de efectos de segunda vuelta. En nuestras decisiones estamos

tomando en consideración todos estos factores. En cuanto a decisiones futuras, tendremos en cuenta las ya adoptadas y su desfase en la transmisión a la actividad y a la inflación. Y, por supuesto, estarán condicionadas por las perspectivas de inflación, que dependen, a su vez, de las perspectivas económicas y, por tanto, de la mayor probabilidad de recesión que observamos actualmente.

**P. ¿Ha cometido errores el BCE? ¿Tendría que haber reaccionado antes?**

**H. de C.** Repito: las perturbaciones que han afectado al área del euro han sido distintas de las que experimentaba la economía estadounidense. De hecho, alrededor del 75% del aumento de la inflación en el área del euro se ha debido a los efectos directos e indirectos de los precios de la energía y los alimentos. Por este motivo, la reacción del BCE ha sido diferente. Y pese al significativo repunte de la inflación, las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido bien ancladas, lo que demuestra, en mi opinión, la idoneidad de nuestra respuesta.

**N.** Como ha dicho Pablo, las presiones inflacionistas se han ampliado en el área del euro: no solo se han encarecido significativamente la energía y los alimentos, sino también los bienes y servicios en general. En octubre, la inflación subyacente se situó en el 5%. La inflación podría asentarse y existe un riesgo de que las expectativas de inflación a largo plazo se desvíen de nuestro objetivo de inflación del 2%. Ahora tenemos que actuar con decisión, como hicimos en las tres últimas reuniones.

**P. Han afirmado que los determinantes de la inflación son diferentes en Europa y en Estados Unidos. Pero, ¿no está intentando el BCE alinearse con la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra? En otras palabras, ¿no está yendo el BCE demasiado rápido ahora? ¿Cuál es su objetivo? ¿Se dirige el BCE hacia un tipo neutral o hacia un tipo de interés que enfríe la economía para reducir la inflación?**

**H. de C.** El BCE actúa con independencia sobre la base de su propio análisis de las perspectivas de inflación y económicas en el área del euro, lo que, sin duda, depende también de la evolución de la economía mundial. ¿Estamos yendo demasiado rápido? Al valorar la velocidad de nuestra reacción, hay que tener en cuenta el origen de las perturbaciones, pero también la magnitud y la persistencia del repunte de la inflación, y que el grado de acomodación monetaria del que partíamos era extraordinario.

**N.** No estamos en una carrera de convergencia con otros bancos centrales. Estamos haciendo lo que tenemos que hacer para restablecer la estabilidad de precios en el área del euro. Esta es nuestra función y la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al bienestar de las familias, los trabajadores y las empresas. Si no actuáramos ahora con decisión, la inflación persistiría durante más tiempo y sería mucho más difícil frenarla en el futuro. Además, el daño causado sería también mayor.

**P. La presidenta Lagarde declaró que van a discutir en diciembre los principios para comenzar a reducir la cartera del APP (programa de compra de activos, en sus siglas en inglés). ¿Podrían describir a grandes rasgos cómo ven este proceso y cuáles deberían ser los principios y el ritmo?**

**H. de C.** En algún momento tendremos que comenzar a reducir nuestra cartera del APP. Decidiremos los principios básicos en diciembre. En mi opinión, debemos hacerlo con cautela y de manera muy gradual, sobre todo porque no tenemos mucha evidencia de sus efectos. Primero tenemos que extraer conclusiones de la reducción del balance derivada de la decisión de modificar las condiciones de las TLTRO [operaciones de refinanciación de la banca a largo plazo]. Y la reducción del stock de activos del APP tendrá que valorarse junto con nuestra senda de tipos de interés, con el fin de conseguir que las condiciones financieras sean compatibles con la consecución de nuestro objetivo de inflación.

**N.** Creo que es muy importante tener este debate sobre nuestro balance. Cuando se actúa para combatir la inflación, hay que pensar también en la cartera de renta fija, que ha crecido enormemente en los últimos años. Ahora hablamos de unas tenencias de bonos de casi cinco billones de euros. Queremos normalizar la política monetaria y para ello debemos utilizar todos los instrumentos que tenemos a nuestra disposición. Deberíamos comenzar a reducir el tamaño de nuestra cartera de renta fija a principios del próximo año, por ejemplo, dejando que los bonos actuales venzan con poco impacto en el mercado.

**P. Mientras que el BCE avanza en la retirada del tono acomodaticio de la política monetaria para reducir la inflación, los Gobiernos nacionales están trabajando en grandes paquetes fiscales que, de hecho, actúan en contra de la política de la institución. El BCE aboga por que las medidas sean “temporales, focalizadas y adaptadas a las circunstancias”. Lo que ven a su alrededor, y especialmente el paquete alemán de 200.000 millones de euros, ¿encaja bien con este concepto? ¿En qué medida temen que estas medidas puedan contribuir a desencadenar una espiral inflacionista que se retroalimente?**

**N.** En el caso de Alemania, no esperamos que la ratio de déficit varíe mucho este año y el siguiente, a pesar del paquete de 200.000 millones. Los ingresos tributarios son sustanciales y las medidas frente al coronavirus se están retirando. Los 200.000 millones de euros se distribuyen en varios años, son un límite máximo y se prevé que estén parcialmente sujetos a tributación. Las propuestas de la comisión de expertos no minan los incentivos para el ahorro de energía. En la conferencia de prensa de las reuniones del FMI, el ministro de Finanzas alemán y yo entendíamos de igual forma el papel de la política monetaria y de la política fiscal para combatir la inflación. El Eurosistema es responsable de restablecer la estabilidad de precios. Los Gobiernos pueden contribuir, también, aplicando medidas de apoyo focalizadas que no disparen la inflación.

**H. de C.** Estamos abogando por medidas fiscales focalizadas. Pero el Consejo Fiscal Europeo sostiene que una parte significativa de las medidas no están siendo focalizadas. Un impulso fiscal generalizado agravaría las presiones inflacionistas, lo que daría lugar a una reacción adicional de la política monetaria. Y los proyectos de inversión en el marco del NGEU ya representan un estímulo fiscal apreciable. En otras palabras, es de vital importancia que haya coherencia entre la política monetaria y la fiscal. Las medidas fiscales también deben ser de carácter temporal para no incrementar los desequilibrios presupuestarios, en un contexto en el que los países más endeudados deben reforzar la sostenibilidad de sus cuentas públicas. También soy partidario de una respuesta europea, que ponga de manifiesto la solidaridad entre los Estados miembros y garantice el funcionamiento del mercado único. Pero seamos claros: la mejor política económica para

hacer frente a las actuales perturbaciones de oferta es aplicar reformas estructurales, también en el sector energético.

**P. Si analizamos el escenario económico, no se puede descartar que, en algún momento, se produzcan turbulencias en el mercado de deuda. El BCE ha creado el TPI para afrontar estos desafíos, pero este mecanismo no tiene unos criterios de activación claramente definidos. ¿Podrían explicar cómo ven este instrumento, los criterios para su activación y si temen que pueda resultar complicado llegar a un consenso en el Consejo de Gobierno si este tema se plantea en algún momento?**

**H. de C.** Acordamos de forma unánime el establecimiento de un Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés), y estamos preparados para activarlo si fuera necesario. Estamos convencidos de que la unicidad de nuestra política monetaria es condición indispensable para poder cumplir nuestro mandato de estabilidad de precios. Lo activaríamos si observáramos dinámicas de mercado injustificadas y desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria en el conjunto del área del euro. También hemos recalcado que existen criterios de elegibilidad, que tienen que ver con la sostenibilidad de la deuda y con el cumplimiento por parte de los países del marco de gobernanza europeo, incluido el marco fiscal.

**N.** Permítame señalar tres cuestiones, que complementan lo dicho por Pablo. Primero, estamos preparados para utilizar el TPI, si fuera necesario, con arreglo a unos criterios apropiados. Segundo, si se activa el TPI, se hará con un objetivo único y exclusivo: cumplir con nuestro mandato de estabilidad de precios. Y tercero, la finalidad del TPI no es conseguir unas condiciones de financiación favorables para los Gobiernos. Lo que realmente importa es nuestro objetivo de estabilidad de precios. Garantizar la solidez de las finanzas públicas es competencia de los Gobiernos.

**P. El economista jefe del BCE ha instado a los gobiernos del área del euro a elevar la tributación de las grandes fortunas y las empresas para financiar las ayudas a quienes han salido peor parados de la crisis. ¿Están de acuerdo con esa propuesta? Por otra parte, las subidas de los tipos de interés están impulsando los resultados de las entidades de crédito europeas, y el Gobierno español va a gravar esos “beneficios extraordinarios”. ¿Qué opinan a este respecto?**

**H. de C.** En cuanto al impuesto a la banca, en el BCE estamos preparando un dictamen centrado en sus consecuencias para la política monetaria y la estabilidad financiera. En cuanto a la primera pregunta, no voy a entrar en cuestiones distributivas que dependen de las preferencias de los parlamentos. Como he dicho antes, el apoyo fiscal debe estar dirigido a los más vulnerables. Corresponde a los Gobiernos decidir cómo quieren financiar ese apoyo.

**N.** No voy a comentar medidas de política fiscal concretas de otros países, pero sí quiero hacer hincapié en una cosa: una política fiscal sólida es fundamental, no solo hoy, sino también en el futuro. En el área del euro, las reglas fiscales son un elemento especialmente importante para una evolución económica estable.

**P. Los salarios están perdiendo poder adquisitivo en la práctica totalidad del área del euro, aunque con distinta intensidad. Sus incrementos son muy inferiores a la tasa de inflación. ¿Consideran que hay más margen para subir los salarios de los trabajadores o estamos cerca de un escenario de espiral de salarios y precios y, por lo tanto, recomendarían una prudencia extrema a este respecto?**

**N.** En la coyuntura actual, el impulso procede del incremento de los precios. Por lo tanto, en todo caso existe un riesgo de que se produzca una espiral de precios y salarios, y no al revés. Y para que esto ocurra hacen falta dos cosas: no solo que los trabajadores perciban salarios más altos, sino también que las empresas fijen precios más elevados para los consumidores. En estos momentos, no vemos una espiral de ese tipo en Alemania, aunque el riesgo ha aumentado. Y, lo que es especialmente importante, nadie debería esperar que la inflación siga elevada en el medio plazo. Vamos a reducir de nuevo la inflación hasta el 2%.

**H. de C.** Los salarios han subido con mucha moderación y los márgenes también se han mantenido moderados. Para que esto continúe siendo así, estoy defendiendo en España un pacto de rentas entre los sindicatos y los representantes de las empresas que incluya al sector público y que reparta la pérdida de renta nacional que se deriva del encarecimiento de la energía importada. Este pacto es necesario para evitar una espiral inflacionista que causaría daños adicionales a nuestra economía.