

02.11.2022

Aceptación del Premio José Echegaray

El Economista

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Señoras y señores, muy buenas tardes:

Es un gran honor para mí recibir el Premio José Echegaray. Permítanme que, en primer lugar, agradezca al presidente del Bundesbank, Joachim Nagel, su presencia hoy aquí, acompañándonos en este acto de entrega, y sus amables palabras de presentación. Y, por supuesto, también quiero expresar mi agradecimiento a los miembros del jurado, que me seleccionaron para unirme a la lista de distinguidos receptores de este galardón, y a los editores de *El Economista* por la organización de este acto.

Se trata de un premio que vi nacer, ya que tuve el honor de participar en 2018 como presentador de su primer galardonado: el vicepresidente del Banco Central Europeo (BCE), Luis de Guindos. Al igual que hice entonces, quiero felicitar a *El Economista* por la iniciativa de instituir este premio.

Considero particularmente acertado el homenaje a don José Echegaray, una de nuestras últimas figuras «renacentistas». Ministro de Fomento y de Hacienda en varios Gobiernos — antes, durante y después de la I República—, periodista —incluyendo la dirección de *El Economista*— y primer español en recibir un Premio Nobel, el de Literatura, en 1904, se definía a sí mismo, sobre todo, como un matemático, y fue catedrático y el primer presidente de la Real Sociedad Matemática Española, además de director de las Reales Academias de Ciencias y de la Lengua. Esta aproximación multidisciplinar resulta particularmente importante en la actualidad, en la que los fenómenos científicos, económicos, políticos, sociales y culturales se entrelazan de forma que solo un conocimiento amplio de todos ellos permite un diagnóstico certero de la realidad y, por tanto, una respuesta adecuada de las políticas económicas.

Pero, como gobernador del Banco de España, no puedo evitar subrayar su papel fundamental en la historia del Banco de España y del sistema financiero español, cuando en 1874, como ministro de Hacienda, impulsó el Decreto-ley de 19 de marzo, que acabó con el sistema de pluralidad de emisión y concedió al Banco de España el monopolio de la emisión de billetes en toda la península y las islas. Esto supuso el inicio del Banco de España como banco central propiamente dicho, en su sentido moderno. De nuevo, una llamada de atención para los responsables de política económica de la necesidad permanente de adaptar y renovar las instituciones para afrontar adecuadamente los nuevos retos.

Además de a la figura de Echegaray, me parece muy acertada la idea de vincular el premio a la proyección internacional de los economistas españoles, ya que esta proyección e influencia constituye una necesidad en el contexto económico globalizado actual. Esto es evidente en el ámbito empresarial o académico, pero también en el de la política económica, caracterizado por una cada vez mayor necesidad de coordinación internacional, que resulta particularmente evidente en el ámbito europeo. Maximizar la influencia internacional del Banco de España y de sus economistas fue, de hecho, uno de los objetivos que me marqué desde el mismo día de mi toma de posesión como gobernador.

Las palabras y la presencia hoy entre nosotros del presidente del Bundesbank personifican y refuerzan el mensaje de que hoy en día la aportación del Banco de España a la sociedad

se realiza en gran medida a través de nuestra permanente interacción e influencia mutua con nuestros socios en el marco del Eurosistema.

Con todo esto, espero que comprendan el honor y la responsabilidad que para mí supone recibir un premio que lleva el nombre de José Echegaray y tiene esa vocación internacional, multidisciplinar e innovadora. Este galardón que recibo hoy es también un reconocimiento a la labor que hacemos, desde nuestro ámbito de actuación, todos los que trabajamos en el Banco de España por el bienestar de los españoles. Nos anima a seguir trabajando sobre la base de los valores fundamentales que impregnan la cultura de nuestra institución: independencia, transparencia, servicio público, integridad y excelencia.

Permítanme que le dedique unos minutos precisamente al principal objetivo del Banco de España como miembro del Eurosistema. En un contexto caracterizado por una inflación muy elevada —que alcanzó el 10,7 % en octubre en el área del euro, de acuerdo con el indicador adelantado del IAPC publicado el pasado lunes—, se hace más necesario que nunca reafirmar nuestro compromiso, junto con el presidente Nagel y el resto de los miembros del Consejo de Gobierno del BCE, de lograr la estabilidad de precios.

No es una tarea sencilla. Nos encontramos en un contexto económico internacional extraordinariamente incierto, en el que, tras la inusitada perturbación que supuso la pandemia, la injustificada invasión rusa de Ucrania está generando múltiples implicaciones adversas.

Así, en los últimos meses la actividad económica global ha venido perdiendo dinamismo de manera apreciable. Ello ha sido consecuencia de una serie de factores adversos que estarían interactuando entre sí. En particular, nos enfrentamos a una inflación a escala mundial como no habíamos visto en varias décadas. Y ello está motivando una reacción contundente de los principales bancos centrales, que, a su vez, está dando lugar a un endurecimiento significativo de las condiciones financieras globales. A todo ello se le une la incertidumbre geopolítica, en particular en relación con la posible evolución de la guerra de Ucrania.

En el caso del área del euro, se ha producido también una desaceleración significativa del crecimiento en el tercer trimestre y esperamos un debilitamiento adicional en lo que queda de año y en la primera parte de 2022. La elevada inflación ha reducido la renta real de las familias y ha aumentado los costes de las empresas. Las disrupciones en la oferta de gas han empeorado aún más la situación y se ha producido una caída rápida de la confianza de familias y empresas. Y, tras el fuerte crecimiento en la primera parte del año derivado de la eliminación de las restricciones causadas por la pandemia, la demanda en el sector servicios se está frenando y las encuestas muestran caídas de la actividad en el sector manufacturero.

En cuanto a la inflación, es cierto que una parte importante de las perturbaciones que se encuentran detrás de su fuerte incremento en el área del euro son de oferta, lo que contrasta con la situación en Estados Unidos. De hecho, alrededor del 75 % del incremento de la inflación en el último año se debe al efecto directo o indirecto de la energía y de los alimentos. Pero detrás de ese incremento hay también un componente de demanda, y su magnitud y persistencia son extraordinarias, y se ha ido extendido a cada vez un número

mayor de componentes de la cesta de consumo. Todo ello aumenta, a su vez, la probabilidad de efectos de segunda ronda.

En este contexto, teniendo también en cuenta el extraordinario estímulo monetario que implementamos durante la pandemia, que llevó a unas condiciones financieras muy holgadas, en el Consejo de Gobierno del BCE iniciamos a finales de 2021 un proceso de normalización progresiva de nuestra política monetaria.

Nuestras actuaciones durante este período hay que entenderlas sobre la base de nuestra estrategia de política monetaria, que establece un objetivo de inflación del 2 % a medio plazo de carácter simétrico. Es decir, nuestro objetivo no es estabilizar la inflación actual observada, sino la inflación a horizontes de unos dos años, que es el período en el que la política monetaria tarda habitualmente en desplegar todos sus efectos.

Para ello, en marzo dimos por terminadas las compras netas del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia, y el 1 de julio, las del Programa de Compra de Activos (APP, por sus siglas en inglés). A finales de julio elevamos los tipos de interés en 50 puntos básicos (pb), abandonando así los valores negativos por primera vez desde 2014. En septiembre, los incrementamos en 75 pb, la mayor subida en la historia del euro. Y la semana pasada los volvimos a incrementar en otros 75 pb y adoptamos la modificación para un futuro de las condiciones aplicables a las operaciones TLTRO III.

Muy importantes han sido también las decisiones del BCE para lograr que la política monetaria se transmita de manera homogénea a todos los países del área del euro. En particular, en julio aprobamos por unanimidad un nuevo instrumento, el Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés). Su creación surge de nuestro convencimiento de que la unicidad de nuestra política monetaria es condición indispensable para que el BCE pueda cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios. El TPI podrá activarse para contrarrestar dinámicas de mercado no deseadas y desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro. En concreto, bajo el TPI podremos comprar en el mercado secundario valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro de las condiciones de financiación que no esté justificado por los fundamentos económicos, con el fin de contrarrestar, en la medida en que sea necesario, los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Para ello, hemos establecido unos criterios de elegibilidad, que tienen con ver con la sostenibilidad de la deuda pública de los países y con el cumplimiento del marco de gobernanza europeo, en particular el marco fiscal.

Este proceso de normalización de la política monetaria ha logrado ya un avance considerable en la reversión de la orientación acomodaticia de la política monetaria de la que partíamos, lo que se ha reflejado en un aumento significativo de los tipos de interés de mercado a todos los plazos. Y, de hecho, a pesar del incremento significativo de la inflación, las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido bien ancladas en el 2 %, si bien algunos indicadores muestran una evolución que exige un seguimiento continuo.

En todo caso, nuestra valoración actual es que asegurar la convergencia de la inflación en el objetivo del 2% a medio plazo exigirá incrementos de tipos de interés adicionales. En otras palabras, nos queda todavía camino por recorrer.

¿Hasta qué nivel deberemos aumentar los tipos de interés? La realidad es que, dada la enorme incertidumbre que existe, no hay una respuesta a esa pregunta. Necesitaremos incrementar los tipos de interés hasta alcanzar los niveles que permitan que la inflación converja en nuestro objetivo del 2 % en ese horizonte de medio plazo.

En mi caso, en un discurso reciente di algunas indicaciones de cuál podría ser en la actualidad ese nivel de tipos de interés compatible con asegurar nuestro objetivo, según las perspectivas sobre la inflación en este momento y haciendo uso de los modelos del Banco de España para estimar el impacto de nuestra política monetaria. La principal conclusión, de nuevo, es que necesitaremos incrementos adicionales. Pero hasta qué nivel y con qué velocidad dependerá de las perspectivas de inflación, que, a su vez, dependen de las perspectivas de crecimiento y, por tanto, incluyen la mayor probabilidad de recesión que estamos estimando ahora. Y también dependerá de las decisiones que hemos tomado en los últimos meses y de los desfases en la transmisión de sus efectos. Las futuras decisiones serán, por tanto, dependientes de los datos que vayamos recibiendo, en coherencia con el enfoque «reunión a reunión» que hemos adoptado.

En este sentido, en algún momento también tendremos que empezar la reducción del *stock* de activos en nuestro balance. De hecho, decidiremos los principios clave de esta reducción en lo relativo al APP en nuestra reunión de diciembre. Desde mi punto de vista, tenemos que ser cautelosos con esta reducción y efectuarla de una manera muy gradual, dada la poca evidencia que tenemos sobre sus efectos. Creo que necesitamos extraer primero lecciones de la reducción del balance que se derivará de nuestra decisión del pasado jueves de modificar las condiciones de las TLTRO. Y, obviamente, la reducción del *stock* de activos del APP tiene que tomarse junto con las relativas a nuestra senda de incrementos de tipos de interés, de forma que logremos las condiciones financieras que consideramos compatibles con la consecución de nuestro objetivo.

Pero, además de la política monetaria, en un escenario tan complejo como el actual, el resto de las políticas económicas, tanto a escala nacional como europea, deben desempeñar un papel fundamental.

Por lo que respecta a las políticas económicas nacionales, quiero reiterar que sería deseable el establecimiento de un pacto de rentas, en el marco del diálogo social, que acuerde el reparto entre las empresas y los trabajadores, y que incluya también al sector público, de los costes que supone para España en su conjunto el incremento de los precios de materias primas que no producimos, pero que necesitamos para el consumo final o como *input* para procesos productivos.

Este acuerdo debería tener en cuenta que las perturbaciones actuales están teniendo un impacto desigual entre distintos grupos de trabajadores, empresas y sectores. Asimismo, el eventual pacto de rentas debería contemplar compromisos plurianuales concernientes tanto a los incrementos salariales, que deberían evitar su vinculación a la inflación pasada, como a la evolución de los márgenes. Y, en lo que se refiere al gasto público, habría que evitar el uso generalizado de cláusulas de indexación automáticas, en un contexto, además, en el que el margen fiscal se encuentra muy constreñido por el abultado endeudamiento público.

En el caso de la política fiscal, esta debe desempeñar un papel relevante en este contexto, evitando un impulso fiscal generalizado que pudiera exacerbar las presiones inflacionistas ya existentes, y exigir un mayor endurecimiento de la política monetaria. En este sentido, la coherencia entre la política fiscal y la monetaria en la situación actual resulta crucial. Por tanto, las medidas de política fiscal han de ser focalizadas y centrarse en los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y en las empresas más vulnerables a esta perturbación. Además, las medidas deben ser de carácter temporal para evitar un incremento adicional del déficit público estructural, y su diseño ha de evitar también que se produzcan distorsiones significativas sobre las señales proporcionadas por los precios.

En todo caso, se hace necesario iniciar un proceso de consolidación fiscal que permita la reducción gradual de los desequilibrios fiscales actuales y ganar margen de maniobra para poder reaccionar ante futuras perturbaciones. En este sentido, hay que tener en cuenta que el despliegue de los proyectos de inversión asociados al programa europeo *Next Generation EU* (NGEU) ya supone —incluso aunque la ejecución de dicho programa esté sufriendo algunos retrasos— un impulso fiscal apreciable. Por la tanto, la combinación de un uso intensivo de los fondos europeos —que no tiene efectos directos sobre el déficit público, pero sí positivos sobre la actividad económica— con el inicio del proceso de consolidación fiscal permitiría mantener un cierto apoyo a la actividad económica —que puede ser necesario en un contexto en el que todavía no se han alcanzado los niveles de PIB previos a la pandemia —con una reducción gradual del elevado déficit público estructural que actualmente presentan las finanzas públicas en España—. Este proceso debería contar con un amplio consenso político, acompañarse de una revisión de la eficiencia del gasto público y del sistema impositivo e incorporar todos los niveles de las Administraciones Públicas.

En todo caso, dado el elevado nivel de incertidumbre actual, sería deseable que el tono de la política fiscal pudiera ajustarse con relativa celeridad en función de la materialización de los riesgos a los que me he referido con anterioridad. Por ejemplo, una mayor intensidad de las presiones inflacionistas podría requerir un mayor tono contractivo de la política presupuestaria. Esta aproximación flexible y pegada a la evolución de la actividad es, de hecho, como ya he mencionado, la que estamos aplicando en el BCE.

Pero, además de la respuesta de la política monetaria y fiscal, hay que enfatizar que compensar los efectos negativos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige también una aplicación ambiciosa de políticas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad y del PIB potencial. Es decir, la respuesta óptima de la política económica a un *shock* de oferta negativo como el actual incluye reformas estructurales —como, ineludiblemente, la del mercado energético— que reduzcan las tensiones por el lado de la oferta. Y el papel de los fondos NGEU puede ser particularmente relevante para acompañar y financiar las reformas estructurales necesarias.

Y, por supuesto, como subrayé y detallé en un evento reciente organizado por *El Economista*, el deterioro en las perspectivas económicas tendrá también un impacto sobre el sector bancario, lo cual exige extremar la prudencia. Las entidades bancarias deben ser, en este contexto, muy cuidadosas con su política de provisiones y con su planificación del capital en los próximos trimestres.

Finalmente, más allá de las políticas nacionales, considero que una perturbación como la actual requiere profundizar en una respuesta conjunta europea.

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

Por ello sería muy conveniente establecer mecanismos de financiación del conjunto de la Unión Europea que permitan salvaguardar ese esfuerzo común sin lastrar excesivamente o de forma muy desigual las finanzas públicas nacionales. Así, con una respuesta conjunta se alcanzarán más eficientemente los objetivos y se evitarán las distorsiones competitivas dentro del mercado único que pueden llegar a suponer las acciones nacionales no coordinadas.

Asimismo, considero que ha llegado el momento de reforzar la arquitectura financiera de la Unión Económica y Monetaria (UEM) para acabar con la vulnerabilidad que supone su diseño, todavía incompleto. En este sentido, resulta necesario reforzar los mecanismos de compartición de riesgos, tanto públicos como privados, dentro de la zona del euro. Y para ello es necesario completar la unión bancaria con la construcción de un sistema europeo de garantía de depósitos. Y avanzar en la construcción de la unión de los mercados de capitales. Además, 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.

Y, como nexo de unión entre las políticas nacionales y las europeas, resulta imprescindible un marco de reglas que garantice la sostenibilidad fiscal a escala nacional para el buen funcionamiento de la UEM en su conjunto. En mi opinión, la actual revisión de las reglas fiscales debería incluir su simplificación a través del establecimiento de una regla de crecimiento del gasto público, con un ancla en la ratio de deuda sobre el PIB, así como potenciar la capacidad para acumular colchones fiscales en períodos de bonanza económica para utilizarlos en momentos de crisis.

Como verán, se trata de una agenda ambiciosa que atañe a todos los decisores de política económica a escala nacional y europea, pero considero que está al alcance de nuestra mano. Lo digo no como mera expresión de un deseo, sino porque de mi interacción constante con mis compañeros en el Consejo de Gobierno del BCE, y en particular con el presidente Nagel, sé de su compromiso para hacer todo lo que sea necesario para cumplir nuestro mandato y proporcionar así, a través de la estabilidad de precios, un impulso decisivo a la agenda de prosperidad y oportunidades que reclaman nuestros conciudadanos en España y en el resto de Europa.

Muchas gracias.