
25.09.2023

La política monetaria en el área del euro: situación actual

15ª reunión anual del International Forum of Sovereign Wealth Funds/COFIDES

Madrid

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

* Traducción al español del original en inglés.

Quiero agradecer a los organizadores de este evento su invitación para que participe en él y la oportunidad que me brindan de compartir con ustedes algunas reflexiones sobre la política monetaria en el área del euro en la coyuntura actual.

En un contexto de **inflación** muy elevada y persistente, **el Consejo de Gobierno del BCE ha tomado medidas decididas** para asegurar que la inflación vuelva pronto a situarse en nuestro objetivo del 2 % a medio plazo.

- La subida de los tipos de interés oficiales ha sido la más rápida e intensa desde el inicio de la unión monetaria, y, en nuestra reunión de septiembre, el tipo de la facilidad de depósito se elevó hasta el 4 %. Desde julio de 2022, cuando subimos nuestros tipos de interés por primera vez en más de una década, los diez incrementos consecutivos de tipos de interés ascienden a un acumulado de 450 pb.
- La velocidad a la que se ha reducido el balance hasta ahora ha reducido sido extraordinaria, también en comparación con otros bancos centrales. Desde que la financiación obtenida en el marco de las TLTRO alcanzó su pico a finales de 2021, el saldo vivo de las TLTRO ha caído en 1,65 billones de euros. Esto se suma a la disminución de la cartera del programa de compras de activos en casi 110.000 millones de euros desde que se puso fin a las reinversiones en junio.

En este contexto, permítanme que me centre hoy en detallar mi valoración de las perspectivas económicas y de inflación, incluida, en particular, la dinámica de la inflación subyacente, y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. Después pasaré a explicar qué puede esperarse de nuestra política monetaria en el futuro.

Las perspectivas de crecimiento económico

La actividad económica del área del euro mostró una gran atonía en el primer semestre de 2023. El PIB real creció solo un 0,1 % en el segundo trimestre, una tasa igual de exigua que en el trimestre anterior y muy inferior a la prevista en las proyecciones del Eurosistema de junio. Los indicadores económicos más recientes sugieren que esta debilidad puede haberse intensificado durante los meses de verano. La desaceleración es generalizada en los distintos sectores y países, y está comenzando a verse reflejada en los indicadores de empleo. Por consiguiente, en las proyecciones de septiembre se ha revisado significativamente a la baja el PIB real para el segundo semestre del año. Se espera que el crecimiento del PIB se estanque en general en el tercer y el cuarto trimestre, lo que contrasta con los incrementos trimestrales del 0,3 % y del 0,4 %, respectivamente, que se proyectaban en junio.

El nuevo ejercicio de proyecciones también se basa en un conjunto de supuestos actualizados sobre la evolución de la economía internacional, los precios de las materias primas, los tipos de cambio y las condiciones de financiación.

- El PIB real mundial se moderó en el segundo trimestre de 2023, tras un fuerte crecimiento en el primer trimestre, y crecería un 3,2 % en 2023, un 3,0 % en 2024 y un 3,2 % en 2025, bastante en línea con las proyecciones de junio, pero con una composición diferente. Las perspectivas de crecimiento de China para este año se han revisado sustancialmente a la baja, mientras que las de las principales economías avanzadas se han revisado al alza, debido, en gran medida, a un crecimiento más intenso de lo esperado en Estados Unidos.
- Los precios del crudo se incrementaron más del 15 % en julio y agosto, después de que Arabia Saudí y Rusia decidieran prorrogar los recortes de su producción, mientras que los precios del gas en Europa han aumentado un 7 % en un contexto de gran volatilidad¹. En consecuencia, se asume que el nivel compuesto de precios de la energía a finales de 2025 se situará alrededor de un 60 % por encima del nivel observado a principios de 2021. En cambio, los precios internacionales de las materias primas alimenticias reaccionaron de forma muy tímida a la cancelación de la iniciativa sobre la exportación ucraniana de cereales.
- Actualmente se espera que las condiciones de financiación sean más restrictivas de lo previsto en las proyecciones anteriores, debido sobre todo a las subidas de los tipos de interés, pero también a la mayor influencia que podrían tener las restricciones en la oferta de crédito.
- El tipo de cambio del euro se ha apreciado frente al dólar estadounidense y, especialmente, en términos efectivos nominales.

En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real se ralentice hasta el 0,7 % en 2023 (desde el 3,4 % en 2022), y que después se recupere y alcance el 1,0 % en 2024 y el 1,5 % en 2025. En comparación con el ejercicio de junio, las proyecciones de septiembre prevén que el crecimiento acumulado para el período 2023-2025 sea un 1 % más bajo.

El PIB retornaría a una senda de crecimiento a partir de principios de 2024, sustentado en el fortalecimiento de la demanda externa y la recuperación de la renta real disponible, gracias al descenso esperado de la inflación, al fuerte crecimiento de los salarios nominales y al nivel aún bajo del desempleo. No obstante, el impulso de estos factores favorables se verá mitigado por el endurecimiento de la política monetaria y la retirada gradual del apoyo fiscal.

De acuerdo con las proyecciones, el mercado de trabajo experimentará una desaceleración en los próximos trimestres, en consonancia con el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento, y el desempleo repuntará ligeramente hasta situarse en el 6,7 % en 2025. La resiliencia del crecimiento del empleo en 2023 refleja una cierta infrautilización del factor

¹ Los precios del gas han oscilado enormemente durante el verano debido a varios factores de carácter temporal, como el impacto de las huelgas en las plantas de gas natural licuado (GNL) australianas (que pueden haber reducido la oferta mundial de GNL hasta un 10 %) o el aumento del consumo energético durante las olas de calor.

trabajo, que se espera que vaya desapareciendo gradualmente a medio plazo, lo que, por tanto, sugiere una recuperación de la productividad del trabajo.

En cualquier caso, la incertidumbre sigue siendo muy elevada y los riesgos para las proyecciones de crecimiento económico apuntan a la baja. En concreto, el crecimiento podría moderarse si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado, o si la economía mundial se debilita debido, por ejemplo, a una desaceleración adicional de la economía china.

Las perspectivas de inflación, incluida la dinámica de la inflación subyacente

La inflación general ha disminuido significativamente desde su pico de octubre de 2022 y se situó en el 5,2 % en agosto de 2023, principalmente como consecuencia de la bajada de los precios de la energía. La tasa de variación de los precios de los alimentos ha descendido desde el máximo registrado en marzo, pero en agosto se situaba aún en un nivel próximo al 10 %.

En cuanto a la inflación subyacente (que excluye los precios de la energía y de los alimentos), desde el máximo histórico del 5,7 % alcanzado en marzo, ha iniciado una disminución muy gradual, de solo 0,4 pp hasta agosto. Esto es el resultado de las diferentes dinámicas de sus componentes.

- El ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos se ha reducido tras alcanzar su máximo a principios de este año.
- El componente de servicios se contrajo ligeramente hasta situarse en el 5,5 % en agosto, aunque se mantuvo en niveles altos debido a la solidez del gasto en vacaciones y viajes y al elevado crecimiento de los salarios.
- En los servicios, la tasa de inflación de las partidas «intensivas en mano de obra» (las producidas por sectores en los que los costes laborales tienen un peso elevado en el conjunto de la estructura de costes) experimentó un aumento notable y sostenido hasta el mes de julio y disminuyó muy ligeramente en agosto, cuando se situó en un nivel próximo al 5 %.
- Las tasas de inflación de otras rúbricas que registraron subidas de precios muy elevadas hasta marzo de este año (como equipamiento y conservación de vivienda, transporte y actividades que requieren mayor contacto social, o aquellas cuya producción es más intensiva en consumo energético) se han moderado desde entonces, pero permanecen en niveles muy altos, por encima del 6,5 %.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente están empezando a caer en un contexto en que la demanda y la oferta están más alineadas y la contribución de las anteriores subidas de los precios de la energía está desapareciendo.

Asimismo, las presiones inflacionistas internas se han estabilizado recientemente, pero continúan siendo intensas. La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se situó en un nivel elevado (6,2 %) en el segundo trimestre de 2023, sin variación con respecto al trimestre anterior, como consecuencia de los ligeros aumentos de la contribución

procedente de los costes laborales unitarios y los impuestos unitarios², que se vieron contrarrestados por una disminución de la contribución de los beneficios unitarios³.

Es importante señalar que, tras dos años de inflación muy elevada, las expectativas de inflación a medio plazo tanto de los consumidores como de los expertos en previsión económica y los agentes del mercado siguen firmemente ancladas en torno a nuestro objetivo del 2 %. En cuanto a las expectativas de inflación a largo plazo, hay una aparente discordancia entre los indicadores de opinión y los de mercado, pues los primeros convergen hacia el objetivo y los segundos permanecen algo por encima. Sin embargo, esta discordancia desaparece básicamente si se elimina la prima de riesgo por inflación incorporada en los indicadores de mercado. El componente de expectativas genuinas de inflación incorporado en la compensación por inflación observada en los *swaps* de inflación a cinco años dentro de cinco años es esencialmente el 2 %. Cabría esperar que la prima de riesgo por inflación aumentara en momentos como el actual, cuando la inflación continúa en niveles altos y el crecimiento es débil y, por tanto, sigue habiendo mucha incertidumbre sobre la evolución de la inflación.

En este contexto, las proyecciones del BCE de septiembre apuntan a una reducción progresiva de la inflación a lo largo del horizonte de proyección como resultado de la moderación esperada de los precios energéticos y de los alimentos, y su traslación progresiva a la inflación subyacente, así como del efecto del endurecimiento de la política monetaria, la desaparición de los cuellos de botella en la oferta y la normalización de la demanda tras la recuperación posterior a la pandemia.

Se prevé que la inflación general se sitúe, en promedio, en el 5,6 % en 2023 y que después se reduzca hasta el 3,2 % en 2024 y el 2,1 % en 2025. Esto supone una ligera revisión al alza para 2023 y 2024 reflejo principalmente de una senda más elevada de los precios de la energía. En cambio, la inflación general se ha ajustado ligeramente a la baja para 2025, dado que los efectos de la apreciación del euro, el endurecimiento de las condiciones de financiación y las perspectivas de debilitamiento de la demanda lastran la inflación subyacente.

A diferencia de ejercicios de proyecciones anteriores, en los que las perspectivas de inflación subyacente para 2023 se revisaron al alza sucesivamente, en las proyecciones de septiembre se mantienen sin variación con respecto a junio, mientras que las correspondientes a 2024 y 2025 se han ajustado a la baja⁴. La inflación subyacente permanecería muy por encima de su media histórica del 1,6 % en el horizonte de proyección, debido al fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios, principalmente como consecuencia del alto crecimiento de los salarios nominales, que solo se verá compensado en parte por los márgenes empresariales.

² La mayor contribución de los costes laborales unitarios refleja un crecimiento de la productividad menor de lo esperado, ya que la remuneración por asalariado creció un 5,5 % en el segundo trimestre de 2023, una tasa similar a la del primer trimestre.

³ El crecimiento anual del EBE unitario cayó desde un máximo histórico del 9,6 % en el primer trimestre de 2023 hasta el 6,9 % en el segundo trimestre del año, muy probablemente como consecuencia del impacto de la desaceleración económica.

⁴ Según las proyecciones del BCE de septiembre, la inflación subyacente retrocedería del 5,1 % en 2023 al 2,9 % en 2024 y al 2,2 % en 2025.

- Se prevé que el crecimiento salarial continúe en torno al doble de su media histórica, impulsado por el aumento de los salarios mínimos y la compensación por inflación, así como por el tensionamiento del mercado de trabajo (que, recientemente, se está enfriando en cierto modo). Ello permitirá a los trabajadores recuperar el poder adquisitivo que tenían antes del *shock* energético hacia el final del horizonte de previsión.
- Los márgenes empresariales, que crecieron notablemente el año pasado, han disminuido recientemente y se espera que amortigüen la transmisión de estos costes a los precios finales a medio plazo.
- Se prevé que el mayor avance de la productividad también ayude a absorber el impacto del fuerte crecimiento de los costes laborales sobre la inflación.

Como en el caso del crecimiento, la incertidumbre sobre las perspectivas de inflación es elevada y tendremos que seguir vigilando las diferentes fuentes de riesgo que, en mi opinión, actualmente se encuentran, en términos generales, equilibradas.

- La inflación podría ser más alta de lo esperado si se materializan nuevas presiones al alza sobre los costes de la energía y los alimentos. A este respecto, el análisis económico ha mostrado que la magnitud y la persistencia del *shock* al precio de la energía del año pasado dio lugar a efectos indirectos más potentes en la inflación subyacente⁵. Además, se ha llegado a la conclusión de que las subidas de los precios de la energía del pasado año pueden haber tenido efectos indirectos más fuertes que las disminuciones registradas este año, lo que aumenta la persistencia de presiones inflacionistas⁶.
- Incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto también podrían provocar una subida de la inflación, incluso a medio plazo, en especial porque las negociaciones salariales están teniendo lugar en un contexto de tensiones en el mercado de trabajo, con una tasa de paro históricamente baja y una escasez de mano de obra todavía alta, a pesar de que la participación laboral ha crecido con fuerza desde el año pasado.
- En cambio, un debilitamiento de la demanda, debido por ejemplo a una transmisión de la política monetaria más intensa de lo previsto o a un empeoramiento del entorno económico fuera del área del euro, se traduciría en un menor crecimiento y en una relajación de las presiones inflacionistas, especialmente a medio plazo.

⁵ González Mínguez, J. M., S. Hurtado, D. Leiva-León y A. Urtasun (2023) «De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista», artículo 02, Boletín Económico del Banco de España 2023/T1.

⁶ Burriel, P., F. Odendahl y S. Párraga (2023) «Asymmetric pass-through of energy in the euro area and Spain», Boletín Económico del Banco de España, de próxima publicación.

La intensidad de la transmisión de la política monetaria

La evolución de los tipos de interés de los préstamos bancarios, de los criterios de concesión del crédito y de los volúmenes de financiación en el área del euro señala una intensa transmisión del endurecimiento de la política monetaria.

- Desde el final de 2021 hasta julio de 2023, los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos concedidos a hogares para adquisición de vivienda aumentaron 2,5 pp y el incremento observado en otros segmentos fue incluso mayor: 2,9 pp en el crédito para consumo y otros fines y 3,7 pp en los préstamos a sociedades no financieras⁷. Estos aumentos de los tipos aplicados a los préstamos bancarios en el área del euro son muy acusados si se comparan con los ciclos anteriores de subidas, en términos de velocidad y magnitud⁸.
- Los tipos de interés de los préstamos bancarios se han incrementado en paralelo a la reducción de la oferta de crédito. Este endurecimiento parece ser atribuible, entre otros factores, a la mayor percepción de riesgos por parte de las entidades de crédito y en general ha superado las propias expectativas de las entidades. De hecho, en el último ejercicio de proyecciones se considera que el endurecimiento de la oferta de crédito afectará al crecimiento del PIB real en mayor medida de lo previsto en las proyecciones de junio.
- Asimismo, la demanda de crédito ha disminuido considerablemente en el ciclo actual, debido a la subida de los tipos de interés, al deterioro del entorno macroeconómico y al aumento de la incertidumbre. De hecho, la encuesta del BCE sobre préstamos bancarios más reciente, correspondiente al segundo trimestre de 2023, reveló la mayor caída de las solicitudes de préstamos por parte de las empresas desde que se puso en marcha la encuesta en 2003.

Todo lo anterior se ha traducido en una notable desaceleración de los nuevos préstamos a los hogares y a las empresas, que ha sido más acentuada en los préstamos para adquisición de vivienda. Los flujos netos del crédito total a hogares han sido negativos desde abril de 2023, lo que ha llevado a registrar en julio la tasa de crecimiento interanual más baja desde 2015 (1,3 %). En el caso de las empresas, su financiación neta mediante préstamos ha sido reducida y la tasa de crecimiento interanual correspondiente ha seguido disminuyendo, hasta situarse en el 2,2 % en julio.

⁷ Sin embargo, cabe señalar que la variación de los tipos de los préstamos podría subestimar la intensidad de la transmisión actual en la medida en que los flujos de crédito se han reorientado hacia prestatarios más seguros. En ese caso, el coste medio de los nuevos préstamos sería más bajo debido a un efecto composición. La recomposición de las carteras de las entidades hacia activos más eficientes en términos de capital se traducirá automáticamente en tipos de interés más reducidos.

⁸ Véase, por ejemplo, Lane. (2023). [The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#), o S. Mayordomo e I. Roibas. (2023). «La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios». Documentos Ocasionales - Banco de España, 2312.

Los índices de condiciones financieras (ICF) aportan evidencia adicional de la transmisión más intensa del actual endurecimiento de la política monetaria⁹.

- Si consideramos la evolución de un ICF estándar¹⁰, podríamos llegar a la conclusión de que se estima que la transmisión de la actual subida de tipos de interés oficiales al incremento de los ICF es aproximadamente dos veces mayor que la observada en los ciclos de subidas de 2005 y de 1999.
- Con todo, es importante tener presente que la mayoría de los ICF se basan en los precios de los mercados financieros y no tienen en consideración la información sobre la evolución de las cantidades de crédito, por ejemplo, las restricciones en la oferta de crédito señaladas en la encuesta sobre préstamos bancarios. En este sentido, los ICF subestimarán probablemente la verdadera intensidad de la transmisión de la política monetaria en el contexto actual.

La transmisión del endurecimiento de la política monetaria a la economía real es una cuestión compleja y se produce con desfases significativos.

- Su impacto moderador sobre la demanda ya se está notando, pero aún no se ha completado, ya que una parte considerable está todavía pendiente¹¹.
- Las estimaciones basadas en modelos alternativos apuntan, en algunos casos, a que la transmisión podría ser más intensa de lo esperado en las proyecciones elaboradas por nuestros expertos¹².
- Además, podrían producirse efectos amplificadores si la magnitud y la velocidad del actual ciclo diesen lugar a efectos no lineales. Estos efectos también podrían obedecer al impacto desigual de la política monetaria en los distintos tipos de hogares y empresas, en función de su nivel de endeudamiento y de su situación financiera¹³.

Todos estos elementos requieren que se haga un estrecho seguimiento de la transmisión de la política monetaria.

⁹ Un ICF es un indicador sintético que resume la evolución de distintas variables financieras. No son un indicador de la orientación de la política monetaria porque suelen incluir variables que están fuera del control del banco central, como las primas de riesgo o los tipos de cambio, pero pueden resultar de utilidad para evaluar la eficacia de la política monetaria.

¹⁰ Me refiero a un ICF que se basa en seis variables de precios de activos (el índice bursátil, los tipos de interés a corto y a largo plazo, los diferenciales corporativos y soberanos y el tipo de cambio) y que tiene en cuenta la magnitud del endurecimiento actual.

¹¹ Por ejemplo, la transmisión de la subida de los tipos de interés al coste medio de la deuda lleva tiempo porque depende de que las deudas se renueven a su vencimiento o se actualicen con el tipo de referencia en el caso de los contratos a tipo de interés variable.

¹² Véase Darracq-Paries *et al.* (2023), «[Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021](#)», Boletín Económico, número 3, BCE, 2023.

¹³ Véase la sección 4.3.2 del capítulo 3 del [Informe Anual 2022 del Banco de España](#).

¿Qué podemos esperar de cara al futuro?

La valoración anterior sugiere que **los niveles actuales de los tipos de interés oficiales del BCE, mantenidos durante un período suficientemente largo, serían acordes, en líneas generales, con la consecución de nuestro objetivo de inflación del 2 % a medio plazo.** En otras palabras, esto quiere decir que, si mantenemos los tipos en estos niveles durante el tiempo suficiente, es muy probable que podamos alcanzar pronto nuestro objetivo del 2 %. Esta conclusión también está en consonancia con la opinión de la mayoría de los analistas y de los mercados financieros, que esperan un descenso rápido de la inflación a lo largo de este año y el siguiente.

Pero quisiera subrayar que esta afirmación es condicional. Hemos llegado a esta conclusión sobre la base de la información de la que disponemos en la actualidad, y el nivel de incertidumbre en torno a la dinámica futura de la economía sigue siendo elevado y está sujeto a riesgos geopolíticos, cuya evolución es difícil de anticipar. Podrían producirse perturbaciones adicionales, y nuestra respuesta a ellas dependerá de su origen y magnitud y de su impacto en las perspectivas de inflación.

En este contexto, nuestras decisiones futuras asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario y seguiremos aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción monetaria y su duración apropiados. **Este enfoque es particularmente importante para evitar tanto un endurecimiento insuficiente**, que impediría alcanzar nuestro objetivo de inflación, **como un endurecimiento excesivo**, que causaría daños innecesarios a la actividad económica y al empleo.

Y creo que el mercado lo está entendiendo bien. Lo que se observa en la fijación actual de los tipos de interés, por ejemplo, son dos características: persistencia, dado que se incorpora mucha inercia en la curva de tipos *forward*, e inversión, puesto que se considera que los tipos de interés oficiales (pese a la inercia) disminuirán de forma sostenida hacia niveles mucho más bajos.

- La inercia refleja nuestra afirmación de que «los tipos de interés oficiales del BCE se fijarán en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario».
- La inversión refleja la convicción de los mercados de que la inflación continuará cayendo y que, a medida que la inflación retorne a su objetivo, los tipos también se ajustarán. Consideran que el nivel actual de nuestros tipos de interés oficiales es restrictivo: en otras palabras, se sitúan sensiblemente por encima de niveles neutrales. A medida que disminuya la inflación, es realista esperar que los tipos oficiales se reduzcan y vuelvan a niveles neutrales.
- Diría que tanto la persistencia como la inversión son características alentadoras de las actuales expectativas de tipos de interés, en el sentido de que demuestran que los mercados creen en lo que decimos: si nada cambia,

los tipos de interés se mantendrán en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para cumplir nuestro objetivo. Por cierto, este es precisamente un mecanismo de ajuste automático de las condiciones de mercado que no existía en la década de 1970. En esa época, los tipos de interés de mercado tardaron años en aumentar hasta niveles lo suficientemente restrictivos para contribuir a reducir la inflación.

Por último, permítanme hacer hincapié en que, en el contexto actual, la contribución de otras políticas también es importante.

- Con la bajada de los precios energéticos, los Gobiernos deben revertir sus medidas de apoyo a la energía.
- Si volviese a producirse una crisis energética que hiciese necesaria la adopción de nuevas medidas de apoyo fiscal, estas deberían estar mucho más focalizadas.
- Las autoridades también deberían emprender reformas estructurales para reforzar la oferta.
- La política fiscal para 2024 debería ser bastante restrictiva en toda el área del euro, en consonancia con la declaración del Eurogrupo de julio y las proyecciones del BCE de septiembre.

Lo anterior es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas, lo que haría necesaria una respuesta aún más decidida de la política monetaria.