

**2 de enero de 2024**

## **Inflación y tipos de interés en el área del euro**

Anuario *España 2024. Un año por delante* de EY Insights

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España\*

\* Las opiniones expresadas en este artículo reflejan las del autor y no necesariamente representan las del Banco Central Europeo y del Eurosistema.

---

El área del euro ha experimentado en los dos últimos años el episodio inflacionista más intenso de su historia. Como consecuencia, la respuesta de la política monetaria ha sido también muy contundente, con un endurecimiento monetario que no tiene precedentes ni en su magnitud ni en su rapidez.

En los últimos meses, tras alcanzar máximos en 2022, la inflación ha mostrado una tendencia descendente, hasta situarse en el 2,4 % en noviembre. Esta desaceleración se está trasladando a la inflación subyacente, que ha descendido hasta el 3,6 %. Detrás de este comportamiento se encontrarían la evolución del componente energético y las menores presiones de las cadenas de suministro, así como el impacto del endurecimiento de la política monetaria.

De cara al futuro, tras un repunte temporal en diciembre, las proyecciones del Eurosistema reflejan una continuación de la tendencia descendente de la inflación, que se espera que en 2025 converja al objetivo del 2 %. No obstante, en 2024 el descenso de la inflación sería más lento debido a efectos base al alza y a la retirada gradual de las medidas fiscales adoptadas durante la crisis energética.

En este contexto, en la última reunión de diciembre del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidimos mantener sin variación los tipos de interés. Además, seguimos valorando que, si mantenemos su nivel actual durante el tiempo suficiente, es muy probable que podamos alcanzar el objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo. La evolución reciente de la inflación y las mencionadas proyecciones así lo apoyan. Unas proyecciones sobre las que hemos ganado confianza, dado que los errores de previsión han sido reducidos en los últimos meses y, de hecho, la inflación se ha mostrado por debajo de lo esperado. Asimismo, se estima que la política monetaria continúa transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación, incluso por encima de lo esperado.

La cuestión de por cuánto tiempo será necesario mantener los tipos de interés en el nivel actual, antes de comenzar a reducirlos gradualmente, dependerá de la evolución futura de los datos, en un contexto en el que el nivel de incertidumbre sigue siendo elevado.

Una referencia útil es la que se incluye implícitamente en las proyecciones del Eurosistema. Estas anticipan una convergencia de la inflación hacia nuestro objetivo sobre la base de las expectativas de mercado acerca de la evolución de los tipos de interés a la fecha de cierre de los supuestos del ejercicio, el 23 de noviembre de 2023. En ese momento, la mediana de las expectativas de los analistas anticipaba la primera reducción de tipos para el comienzo del tercer trimestre de 2024 y que al final de 2024 el tipo de la facilidad de depósito se situaría alrededor del 3,25 % y que a largo plazo alcanzaría el 2 %. Desde finales de noviembre, sin embargo, los tipos de mercado se han reducido de forma acusada y se sitúan claramente por debajo de la senda incorporada en las proyecciones.

Otros supuestos también han sufrido cambios significativos desde el momento de cierre del ejercicio. En concreto, los precios de las materias primas energéticas se han revisado de manera significativa a la baja. No obstante, los desarrollos geopolíticos, en particular en Oriente Medio, siguen suponiendo un riesgo a la baja para el crecimiento y al alza para la inflación.

En cuanto al crecimiento económico, las proyecciones mostraron una nueva revisión a la baja. Ahora se espera un crecimiento del 0,6 % en 2023, una ligera recuperación al 0,8 % en 2024, apoyada por el aumento de la renta real disponible, y avances del 1,5 % en 2025 y en 2026, conforme vayan desapareciendo los efectos de la política monetaria. Asimismo, los riesgos para este escenario de crecimiento están sesgados a la baja. En particular, la transmisión de la política monetaria nos ha venido sorprendiendo por su fortaleza, lo que, de extenderse en los próximos ejercicios, se traduciría en un menor crecimiento e inflación.

**Cuadro 1. Previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación**

	BMPE DICIEMBRE 2023 (tasas de variación anual)					REVISIONES CON RESPECTO AL MPE DE SEPTIEMBRE 2023 (a) (puntos porcentuales)		
	2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025
<b>PIB real</b>	3,4	0,6	0,8	1,5	1,5	-0,1	-0,2	0,0
<b>IAPC</b>	8,4	5,4	2,7	2,1	1,9	-0,2	-0,5	0,0
IAPC excluidos alimentos y energía	3,9	5,0	2,7	2,3	2,1	-0,1	-0,2	0,1

(a) Las revisiones se calculan a partir de las cifras redondeadas a un decimal.

La evolución de los costes laborales unitarios y de los márgenes empresariales resultará también crucial para determinar el comportamiento futuro de la inflación y la reacción de la política monetaria. Las proyecciones incorporan un incremento gradual de los salarios reales, que recuperarían la pérdida de poder adquisitivo observada en 2022 hacia finales de 2024. Al mismo tiempo, se anticipa una recuperación de la productividad, lo que permitiría una moderación de los costes laborales unitarios. No obstante, los mercados laborales siguen tensionados, lo que podría generar presiones salariales superiores. En sentido contrario, la caída de la inflación podría moderar las demandas salariales. En todo caso, en los primeros meses de 2024 se recibirá abundante información sobre los nuevos convenios, que permitirá un análisis de la dirección de dichas presiones salariales.

En cuanto a los márgenes, ante la debilidad de la demanda y la resolución de los cuellos de botella, se espera una compresión de estos, como ya ha sucedido en el tercer trimestre.

Su comportamiento futuro será crucial para valorar su papel amortiguador de las presiones salariales.

La política fiscal también puede resultar fundamental. Los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas a la crisis energética y la orientación debería ser restrictiva ya en 2024 y en los años siguientes para reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública y déficit estructurales observados en algunos países. Ello es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas, lo que haría necesaria una orientación aún más restrictiva de la política monetaria. Con las miras puestas en este objetivo, es importante alcanzar pronto un acuerdo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la Unión Europea.

En resumen, el elevado nivel de incertidumbre implica que debemos seguir muy atentos y no bajar la guardia para detectar con prontitud cualquier riesgo que afecte a las perspectivas de inflación. Así podremos evitar tanto un endurecimiento insuficiente, que impediría el logro de nuestro objetivo de inflación, como excesivo, que dañaría innecesariamente la actividad y el empleo.