

---

**11.01.2023**

**Situación y perspectivas de la economía del área del euro y desafíos  
para la política monetaria**

Spain Investors Day/Madrid

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

---

Señoras y señores, buenas noches:

Querría comenzar mi intervención agradeciendo al Consejo Rector del Spain Investors Day su amable invitación a participar en la XIII edición de este foro internacional anual que, año tras año, se está consolidando como un encuentro de primer orden para fomentar la inversión internacional en nuestro país.

Al celebrarse en enero, este es un buen momento para hacer balance del año que hemos dejado atrás y de las perspectivas para el nuevo. En esta ocasión, como miembro del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), querría aprovechar para describirles brevemente dónde nos encontramos en el proceso de endurecimiento de la política monetaria que iniciamos a finales de 2021 con el objetivo de afrontar el episodio de elevada inflación que ha caracterizado el año 2022 y que se ha convertido en un condicionante fundamental de la actividad económica y financiera. Para contextualizarlo, permítanme hacer un repaso de la situación y perspectiva del área del euro.

### **Situación y perspectivas del área del euro**

El año que hemos dejado atrás ha estado condicionado por la retirada de las restricciones derivadas de la pandemia y, de manera extraordinaria y dramática, por la invasión de Ucrania por parte de Rusia. La retirada de las restricciones de la pandemia fue un estímulo económico importante en la primera parte de 2022. Pero los efectos de la reapertura se han ido desvaneciendo, al tiempo que los impulsos recesivos se han intensificado con la guerra de Ucrania, en particular por su impacto sobre los mercados internacionales de las materias primas y, singularmente, sobre el energético.

En efecto, **la economía del área del euro ha sido una de las más afectadas por la guerra**, dada nuestra proximidad geográfica al escenario del conflicto y nuestra dependencia de las importaciones de energía y otras materias primas. De manera ilustrativa, **el deterioro de la relación real de intercambio como consecuencia de que los precios de las importaciones han aumentado más que los de las exportaciones, ha supuesto una pérdida anual de renta en el área del euro de entorno a los 2 puntos porcentuales (pp) del PIB (nominal) hasta el tercer trimestre de 2022.**

En conjunto, el año se ha caracterizado por un contexto económico y geopolítico inédito por su incertidumbre, con presiones inflacionistas intensas y persistentes a escala global, que han motivado el endurecimiento de la política monetaria de la mayoría de los bancos centrales y, por tanto, de las condiciones financieras.

En esta coyuntura, **los organismos internacionales e instituciones privadas han ido revisando sucesivamente a la baja las perspectivas de crecimiento económico del área del euro.** De manera ilustrativa, la comparación entre las previsiones de crecimiento del PIB para el período 2022-2024 que publicó el Eurosistema en diciembre de 2021 y las más recientes, publicadas en diciembre de 2022, evidencian un menor crecimiento acumulado para ese período, de alrededor de 3 pp, que se concentra, sobre todo, en 2022 y 2023.

**Con todo, la economía europea estaría mostrando una mayor resiliencia de lo esperado hace unos meses**, con un crecimiento que podría situarse en el entorno del 3,4

% en 2022<sup>1</sup>. Esta resiliencia es **particularmente evidente en el mercado del trabajo**, con una tasa de paro que se sitúa en niveles históricamente reducidos (6,5% en noviembre). Así, a pesar de la mencionada revisión a la baja del crecimiento económico del PIB para el período 2022-2024, la revisión de las previsiones de empleo del Eurosistema en el último año ha sido muy reducida.

En esta evolución reciente hay que destacar que **el incremento extraordinario de los precios del gas durante el verano se ha corregido de manera significativa**, debido a la combinación de una menor demanda, una mayor acumulación de aprovisionamiento de gas de lo esperado —en un contexto climatológico caracterizado por unas temperaturas suaves en el otoño y lo que llevamos de invierno— y las medidas adoptadas por la distintas autoridades nacionales o europeas.

De cara al futuro, a muy corto plazo, **las últimas proyecciones del Eurosistema anticipan un empeoramiento de la actividad para el último trimestre de 2022 y para el primero de 2023**, tras la desaceleración ya observada en el tercer trimestre, que situó el crecimiento intertrimestral en el 0,3 %. **Pero**, de acuerdo con estas proyecciones, **si se produjera una recesión en el área del euro, sería relativamente corta y poco profunda**. Esta visión parece confirmarse con los datos más recientes publicados,

**En la segunda parte del año**, bajo el supuesto de un reequilibrio del mercado de la energía, una disminución de la incertidumbre y una mejora de la renta real de las familias derivada de la desaceleración de la inflación **se espera una mejora de la actividad**.

En conjunto, las últimas proyecciones del Eurosistema sitúan el crecimiento esperado del PIB del área del euro en el 0,5 % en 2023, lo que refleja unas peores perspectivas tanto de la demanda doméstica como de la demanda externa<sup>2</sup>, que se elevaría a tasas cercanas al 2 % en 2024 y 2025, por encima del crecimiento potencial, lo que permitiría una mejora progresiva de la brecha del producto, que se mantiene en la actualidad en valores negativos.

**En cuanto a la inflación**, su fuerte repunte ha estado **muy condicionado por el incremento de los precios de la energía y de los alimentos**, que se ha añadido al efecto de otros factores de oferta relacionados en particular con las disrupciones de las cadenas de suministro. En todo caso, **los factores de demanda, vinculados, sobre todo, a la reapertura de la economía tras la pandemia, también habrían desempeñado un papel, junto con la depreciación del euro**.

Además, la traslación de los shocks de oferta y de la depreciación habría sido más rápida que en episodios pasados, lo que ha llevado a un incremento de las presiones inflacionistas, con incrementos muy elevados en un gran número de partidas de gasto, incluso a pesar de que los cuellos de botella en la oferta se han ido moderando gradualmente. En conjunto, **se estima que cerca del 75 % del incremento de la inflación de 2022 habría sido causado por los efectos directos e indirectos del aumento de los precios energéticos y de los alimentos**.

---

<sup>1</sup> La previsión de crecimiento del PIB real del área del euro para 2022 efectuada en diciembre de 2021 por el Eurosistema fue del 4,2%. En el caso del empleo, se espera ahora un crecimiento del 2,1% en 2022, frente al 1,3% que se esperaba en diciembre de 2021.

<sup>2</sup> Esta cifra es inferior al 0,9% que se esperaba en septiembre y al 2,9% que se proyectó hace un año.

Con la última información disponible, la inflación alcanzó el 9,2 % en diciembre, después de superar el 10 % en los dos meses previos, que refleja la desaceleración observada en los precios energéticos. Sin embargo, **la inflación subyacente se situó en el 5,2 %, lo que representa un máximo histórico**, y es dos décimas superior a la observada en noviembre.

En cuanto a las proyecciones, **la senda prevista de la inflación en el área del euro se ha revisado al alza de manera sucesiva**. En concreto, tras una inflación promedio del 8,4 % en 2022, las previsiones del Eurosistema de diciembre anticipaban una inflación del 6,3 % en 2023, cifra muy superior al 5,5 % que se estimaba en septiembre o al 3,5 % que se proyectaba en junio. **Se espera que la reducción de la inflación sea gradual** y se sitúe en el 3,4% en 2024 –frente al 2,3 % previsto en septiembre– y en el 2,3 % en 2025, por encima del objetivo de medio plazo del BCE del 2%.

La revisión al alza en la inflación para 2023 y 2024, refleja, por una parte, unos datos de inflación observados en los últimos meses que muestran, como decía, un proceso inflacionista más intenso y persistente de lo anticipado.

Por otra parte, la senda de inflación prevista **se encuentra muy afectada por las medidas fiscales** que han adoptado las autoridades para compensar a los hogares por la subida de los precios de la energía y de la inflación, que se espera que moderen la inflación durante 2023, pero que la aumentarán cuando se retiren, lo que podría dotar de una mayor persistencia al episodio inflacionista.

En este sentido, permítanme subrayar, como he hecho en repetidas ocasiones, que las medidas de apoyo fiscal para proteger a la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, estar focalizadas en los más vulnerables y con un diseño compatible con el mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. En el caso de que se optara por un apoyo más generalizado y no focalizado, podrían aumentar las presiones inflacionistas, lo que haría necesario una respuesta más decidida de la política monetaria. **En la situación actual, la coherencia entre la política fiscal y la monetaria resulta fundamental**.

Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la Unión Europea, **las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que nuestra economía sea más productiva y a reducir gradualmente la elevada deuda pública**. En este sentido, las políticas de oferta para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. En particular, los Gobiernos deberían aplicar rápidamente sus planes de inversión y de reformas estructurales en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU). Y el apoyo selectivo a los más vulnerables debería ser compatible con el inicio de los procesos de consolidación fiscal en los países que cuentan con un elevado endeudamiento y/o déficit estructural.

Las proyecciones también reflejan la expectativa de que **los crecimientos salariales futuros puedan ser algo más acusados que los que se anticipaban unos meses atrás**, en un contexto en el que se ha producido una caída significativa de los salarios reales. El crecimiento de los salarios en el conjunto del área del euro está cobrando fuerza,

respaldado por la solidez de los mercados de trabajo y por el efecto de la inflación sobre las demandas salariales, factores que se espera que continúen. Como he subrayado en distintas ocasiones, sería deseable acordar un reparto equitativo entre salarios y márgenes empresariales de la pérdida de renta derivada del incremento de los precios energéticos y del consiguiente deterioro de la relación real de intercambio, que evite los riesgos de espiral inflacionista. En todo caso, la evolución de la mayoría de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo se mantiene en torno al 2 %, lo que muestra que estas expectativas se encuentran ancladas, aunque las nuevas revisiones de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

Por último, déjeme subrayar que **el nivel de incertidumbre al que nos enfrentamos sigue siendo extremadamente elevado**, lo que, evidentemente, dificulta nuestra capacidad de proyectar la evolución de la actividad y la inflación. A corto plazo, el balance de riesgos de las proyecciones de crecimiento está sesgado a la baja, mientras que en las de inflación lo está al alza, aunque hacia el final del horizonte de previsión, los riesgos se encuentran más equilibrados.

Las repercusiones económicas de la guerra de Ucrania representan la principal fuente de riesgos, en particular la materialización de perturbaciones en los mercados energéticos. En el ámbito externo, existe también una considerable incertidumbre en torno al grado de dinamismo que la actividad económica global pueda presentar a corto plazo, en un contexto de endurecimiento generalizado de las políticas monetarias de la práctica totalidad de los bancos centrales. La evolución de la economía china tras el abandono de la política de COVID cero es una fuente adicional de incertidumbre. En el ámbito interno, los principales focos de riesgo surgen respecto de la senda que seguirá la tasa de ahorro de los hogares, tras el incremento que se produjo durante la pandemia, y del impacto de los proyectos asociados al programa NGEU. Adicionalmente, las presiones inflacionistas suponen un elemento genuino de riesgo para las perspectivas económicas.

En cuanto a las proyecciones de inflación, estas asumen que ya se ha trasladado una parte apreciable, aunque incompleta, del aumento acumulado de los costes de producción a los precios de venta finales. A medio plazo, los riesgos se derivan principalmente de factores internos, como el aumento persistente de las expectativas de inflación por encima de nuestro objetivo o subidas salariales mayores de lo previsto. En cambio, un descenso de los costes de la energía o un debilitamiento adicional de la demanda reducirían las presiones inflacionistas.

### **El papel de la política monetaria**

En este contexto económico, un manejo adecuado de la política monetaria resulta crucial para que la inflación retorne al objetivo que rige nuestro mandato de estabilidad de precios del BCE: una tasa de inflación anual del 2 % a medio plazo.

En diciembre, sobre la base de la considerable revisión al alza de nuestras perspectivas de inflación que he explicado antes, aprobamos incrementar los tipos de interés oficiales en 50 pb, hasta situar la tasa de interés de la facilidad de depósito en el 2 %, lo que conlleva una subida acumulada de 250 pb desde el inicio del proceso de normalización de los tipos de interés oficiales iniciado en julio del año pasado, la más rápida en la historia del euro. En ese mes realizamos una primera subida de los tres tipos oficiales de 50 pb, hasta situar el tipo de la facilidad de depósito en el 0 %, abandonando así los tipos de interés negativos

por primera vez desde 2014<sup>3</sup>. En septiembre y en octubre, en vista del inesperado y extraordinario aumento de la inflación y de las perspectivas de que se mantuviera por encima del objetivo durante un tiempo prolongado, decidimos dos aumentos consecutivos de 75 pb, los mayores incrementos en la historia del euro.

De cara al futuro, desde el Consejo de Gobierno **prevemos seguir incrementando significativamente los tipos de interés en las próximas reuniones, a un ritmo sostenido, hasta alcanzar niveles lo suficientemente restrictivos para asegurar que la inflación vuelva a situarse en el objetivo del 2 % a medio plazo**. Mantener los tipos de interés en niveles restrictivos reducirá la inflación moderando la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación.

La necesidad de seguir aumentando los tipos de interés en las próximas reuniones puede racionalizarse, como he hecho en otras ocasiones, a partir del concepto de «tipo de interés terminal compatible con el objetivo», entendido como el nivel que tendrían que alcanzar los tipos de interés para que la inflación a medio plazo descienda hasta nuestro objetivo del 2 %. En la situación actual, como señalé con anterioridad, las últimas proyecciones del BCE mantienen una inflación por encima del objetivo a medio plazo (2,3% en 2025), a pesar de que estaban construidas sobre la base de unas expectativas de los mercados sobre la evolución de los tipos de interés superiores<sup>4</sup> a las de las proyecciones anteriores. Si se toman como válidas estas proyecciones, esto indicaría que alcanzar el objetivo de inflación en el medio plazo exigiría un incremento de los tipos de interés por encima de lo que esperaba entonces el mercado. En este sentido, desde la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE se ha producido un incremento del nivel máximo de los tipos de interés esperado por el mercado de alrededor de 30 puntos básicos, hasta el entorno del 3,4%, si bien estos tipos de mercado incorporan un elemento de prima a plazo positivo por lo que la expectativa genuina del mercado sobre qué nivel máximo alcanzaría el tipo de la facilidad de depósito se situaría algo por debajo de esa cifra.

En todo caso, resulta crucial seguir destacando la importancia de tener en cuenta la extraordinaria incertidumbre que estamos viviendo, que afecta tanto a la evolución de los factores geopolíticos, como al entorno económico y la evolución de los distintos factores de oferta y de demanda que lo están condicionando, así como a su persistencia, e incluso al impacto de nuestras medidas sobre la economía en este contexto. Todo ello nos lleva a enfatizar, como llevamos haciendo en los últimos meses, que **nuestras decisiones futuras relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos** y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

En cuanto al Programas de Compra de Activos (APP, por sus siglas en inglés), tras la decisión de finalizar las compras netas el 1 de julio, en nuestra reunión de diciembre anunciamos que, **a partir de principios de marzo de 2023, el Eurosistema dejará de reinvertir íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo en el marco**

---

<sup>3</sup> En esa misma reunión, a probamos el Instrumento para la Protección de la Transmisión, herramienta clave para garantizar la efectiva transmisión de la política monetaria a todas las jurisdicciones del área del euro.

<sup>4</sup> En concreto, las proyecciones de diciembre se basaron en un nivel de tipos de interés a corto plazo del 0,4% en 2022, 2,9% el 2023 y el 2,7% en 2024 (2,5% en 2025). Asimismo, la rentabilidad nominal de los bonos públicos a diez años del área del euro en ese momento era del 1,8% en promedio en 2022, que aumentaba gradualmente hasta el 2,7% en 2024 y 2025. Hay que tener en cuenta que las expectativas de mercado de tipos de interés en cada momento incluyen no solo las expectativas de incrementos de tipos por parte del BCE, sino también un componente de prima de riesgo

**del programa de compra de activos APP**, lo cual dará lugar a una reducción del tamaño de la cartera. Todo ello bajo el entendimiento de que los tipos de interés oficiales del BCE son nuestro instrumento principal para fijar la orientación de la política monetaria. **El descenso será, en promedio, de 15 mm de euros mensuales hasta el final del segundo trimestre.** Esta cifra representa aproximadamente la mitad del principal de los valores de la cartera del APP que vayan venciendo durante ese período. Será un poco más adelante, en nuestra reunión de febrero, cuando anunciemos los parámetros detallados para reducir nuestras tenencias del APP, **reducción cuyo ritmo será en todo caso medido y predecible. El ritmo de reducción de la cartera tras el segundo trimestre se determinará más adelante.** De cualquier manera, reexaminaremos el ritmo de la reducción de la cartera del APP de forma periódica, no solo para asegurar su coherencia con la orientación de la política monetaria, sino también para preservar el funcionamiento del mercado y mantener un firme control sobre las condiciones a corto plazo del mercado monetario.

Respecto a nuestro Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), en marzo de 2022 finalizamos las compras netas, y prevemos reinvertir el principal de los valores adquiridos que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024.

Además, en coherencia con el proceso más amplio de normalización de la política monetaria, en octubre decidimos ajustar los tipos de interés aplicables a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y ofrecer a las entidades de crédito fechas adicionales para reembolsos anticipados voluntarios, reforzando con ello la transmisión de nuestras subidas de los tipos de interés oficiales a las condiciones de financiación bancaria.

Por último, pero no por ello menos importante, en la reunión de diciembre también nos comprometimos a revisar antes del final de 2023 nuestro marco operativo para la conducción de los tipos de interés a corto plazo, lo que, además, ofrecerá información referida al final del proceso de normalización del balance del Eurosistema.

Espero que con esta descripción haya sido capaz de transmitirles el compromiso del Consejo de Gobierno del BCE para impedir que la inflación alta se afiance y alcanzar nuestro objetivo de inflación. Como digo siempre, cuanto más confíen nuestros conciudadanos del área del euro en que la inflación retornará con prontitud del 2 %, más sencillo será el proceso de ajuste.