
31.05.2022

**El episodio inflacionista en el área del euro y el proceso de
normalización de la política monetaria del BCE**

XX Aniversario Institut d'Economia de Barcelona (IEB) - «20 años identificando
problemas y buscando soluciones»

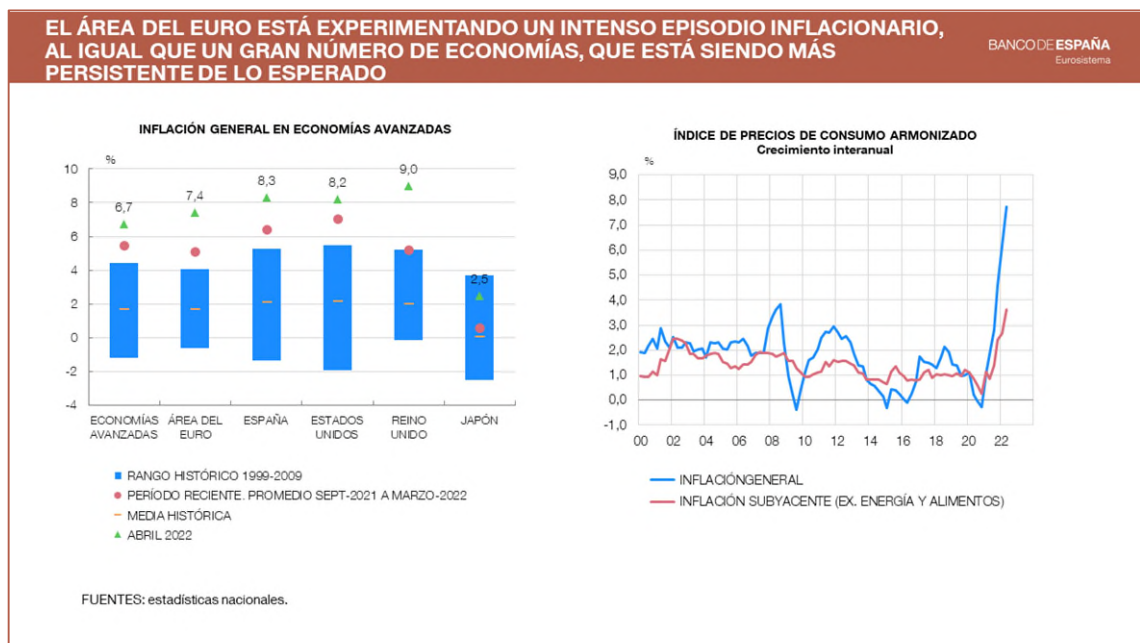
Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Buenas tardes a todos. Permítanme comenzar mi intervención expresando mi agradecimiento a l'Institut d'Economia de Barcelona, organizador de este encuentro, por su amable invitación.

Desgraciadamente, la guerra en Ucrania y el sufrimiento del pueblo ucraniano se están prolongando. Las implicaciones económicas del conflicto son muy inciertas, pero, probablemente, serán de amplio alcance. Algunas de las consecuencias más inmediatas, como una intensificación del episodio de elevada inflación y un debilitamiento de la recuperación económica tras la pandemia, ya las estamos sufriendo.

En este contexto, dedicaré mi intervención a abordar el episodio inflacionista que estamos viviendo y la respuesta de la política monetaria del BCE.

Las causas del repunte de la inflación



La tasa de inflación repuntó significativamente a escala global en 2021, con un perfil de aceleración que se ha intensificado a principios de 2022 y está siendo más persistente de lo esperado inicialmente.

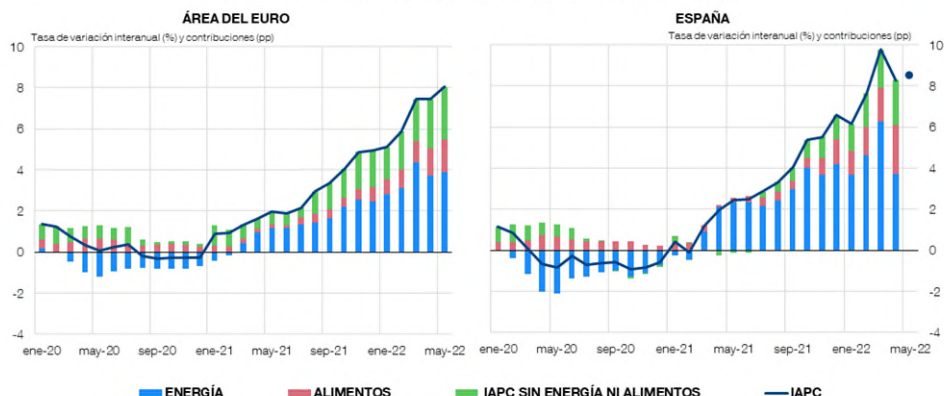
En el caso del área del euro, la inflación se situó por encima del 6 % en el primer trimestre de 2022, superando el 4,1 % previsto por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2021. En mayo, la inflación alcanzó el 8,1 %, un valor que prácticamente duplicó el máximo anterior observado en julio de 2008.

**CUANTITATIVAMENTE, EL ENCARDECIMIENTO DE LAS MATERIAS PRIMAS
SERÍA EL FACTOR PRINCIPAL DETRÁS DEL INCREMENTO DE LOS PRECIOS**

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- La intensa recuperación de la demanda en un contexto en el que la oferta todavía se encontraba dañada y la incidencia de los cuellos de botella también han sido factores importantes.

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO (IAPC) GENERAL Y CONTRIBUCIONES



FUENTES: Banco de España y Eurostat.

Las causas que se encuentran detrás de este incremento incluyen, en primer lugar, la rápida reactivación de la demanda tras la eliminación de las restricciones para contener la pandemia en un contexto en el que la producción estuvo limitada.

En segundo lugar, se ha producido un fuerte repunte de los precios de las materias primas en los mercados internacionales. En particular, los precios energéticos han visto afectada su oferta por el menor suministro de gas debido a motivos geopolíticos y a la falta de mantenimiento de infraestructuras en torno a los períodos de confinamiento. La paulatina reducción de la inversión en extracción de combustibles fósiles derivada del impulso de las políticas de descarbonización en los últimos años también ha impactado en los precios de la energía. Estas tensiones se han agudizado extraordinariamente en 2022 con la invasión de Ucrania por parte de Rusia y se han extendido a los alimentos.

VARIACIONES ACUMULADAS DE LOS NIVELES DE PRECIOS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

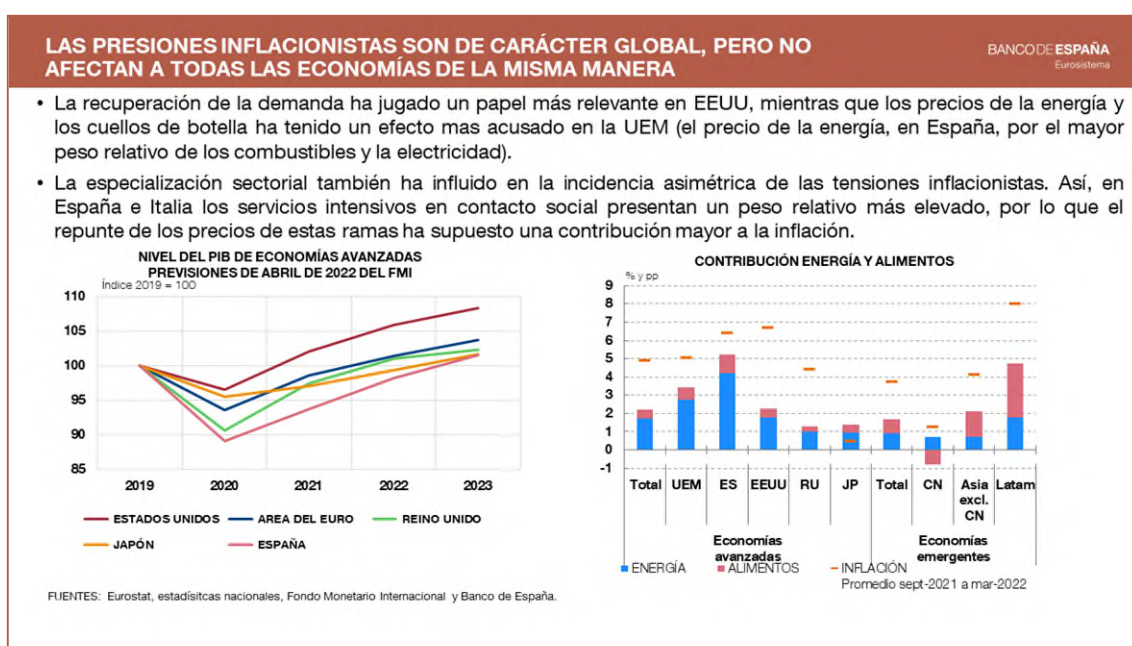
	ESTADOS UNIDOS	ÁREA DEL EURO	ESPAÑA
	Abr 2022 / Ene-2020	Abr 2022 / Ene-2020	Abr 2022 / Ene-2020
IPC general	12,1	10,3	11,4
Alimentos	14,4	8,9	11,4
Energía	40,1	37,5	37,0
B. Industriales no energéticos	14,6	8,1	9,9
Servicios	7,5	5,8	5,1
Pro memoria:			
IPC sin energía ni alimentos	9,3	6,6	6,8

FUENTES: Eurostat y U.S. Bureau of Labor Statistics.

(*) En Estados Unidos los datos se refieren al índice de precios al consumo y en España y el área del euro son índices armonizados de precios de consumo.

En tercer lugar, la recuperación de la oferta ha estado también retrasada por la aparición de los denominados “cuellos de botella”. La rapidez con la que se ha recuperado la demanda y el mayor consumo de bienes que ha provocado la pandemia ha conducido a una sobrecarga de las cadenas globales de producción, todavía afectadas en 2021 por las restricciones de la propia pandemia. Este escenario ha llevado a problemas de abastecimiento de insumos en sectores como el de los semiconductores, los plásticos, la madera o los metales industriales. A ello se han unido fuertes disrupciones en el transporte de mercancías.

La heterogeneidad del repunte de la inflación por países



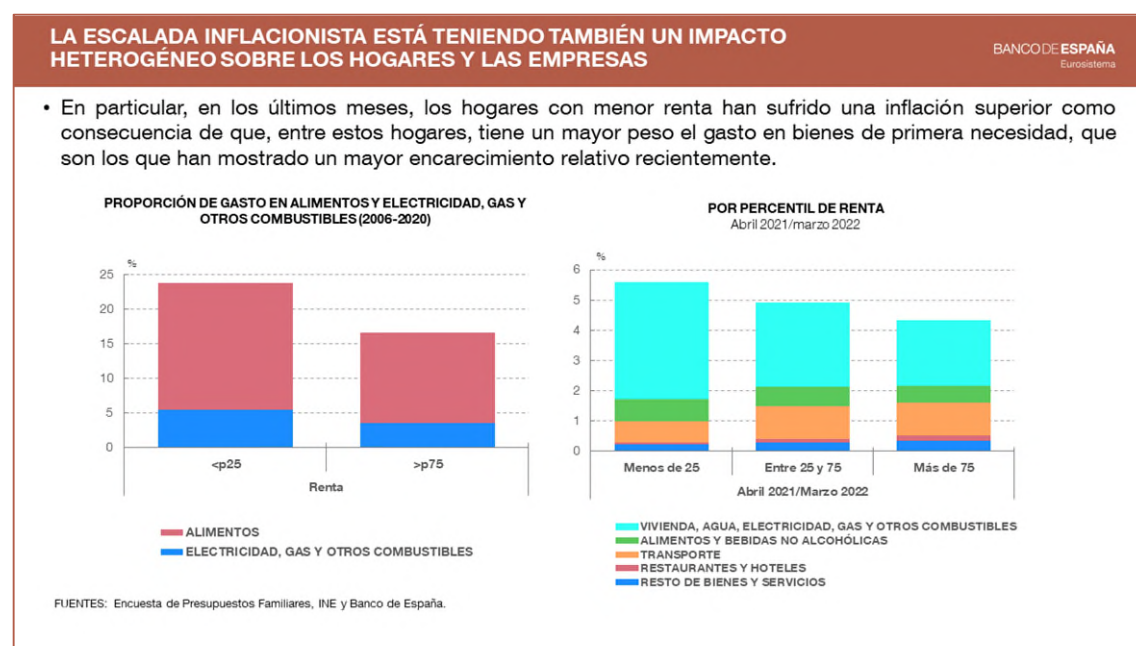
En todo caso, a pesar de la importancia de los factores de carácter global, la incidencia del actual episodio inflacionista sobre las principales economías mundiales está siendo heterogénea. La distinta intensidad del repunte de la inflación refleja diversos elementos idiosincrásicos, de diferente naturaleza, como la diferente rapidez con la que se recupera la demanda en cada región. También refleja otros factores relacionados con la composición de la cesta de consumo, la especialización productiva, el posicionamiento en las cadenas globales y regionales de producción, la holgura del mercado de trabajo, el anclaje de las expectativas o las fluctuaciones en el tipo de cambio.

Así, el impulso de la demanda ha sido especialmente vigoroso en Estados Unidos, lo que ha llevado a presiones inflacionistas subyacentes más intensas y tempranas en este país. A finales de 2021 el consumo privado se situaba más de un 4 % por encima de los niveles de finales de 2019, con una contribución muy significativa del consumo de bienes duraderos. Mientras, en la UEM se situaba en torno a un 3 % por debajo en ese mismo período temporal.

Los índices PMI de plazo de entrega de proveedores ponen de manifiesto que los cuellos de botella en la oferta están teniendo un mayor impacto en Europa y Estados Unidos. Dentro de la UEM, Alemania ha sido el país más vulnerable dados su mayor grado de integración y centralidad en las cadenas de valor, el elevado peso de las manufacturas en su economía —en especial, de la industria del automóvil— y su fuerte dependencia de la importación de materias primas y de bienes intermedios en sus procesos productivos. En este sentido, desde el verano de 2021 más del 50% de las empresas de la industria alemana han venido declarando problemas de escasez de material o equipo como un factor limitativo de su producción, frente al 25% registrado en España por ese indicador.

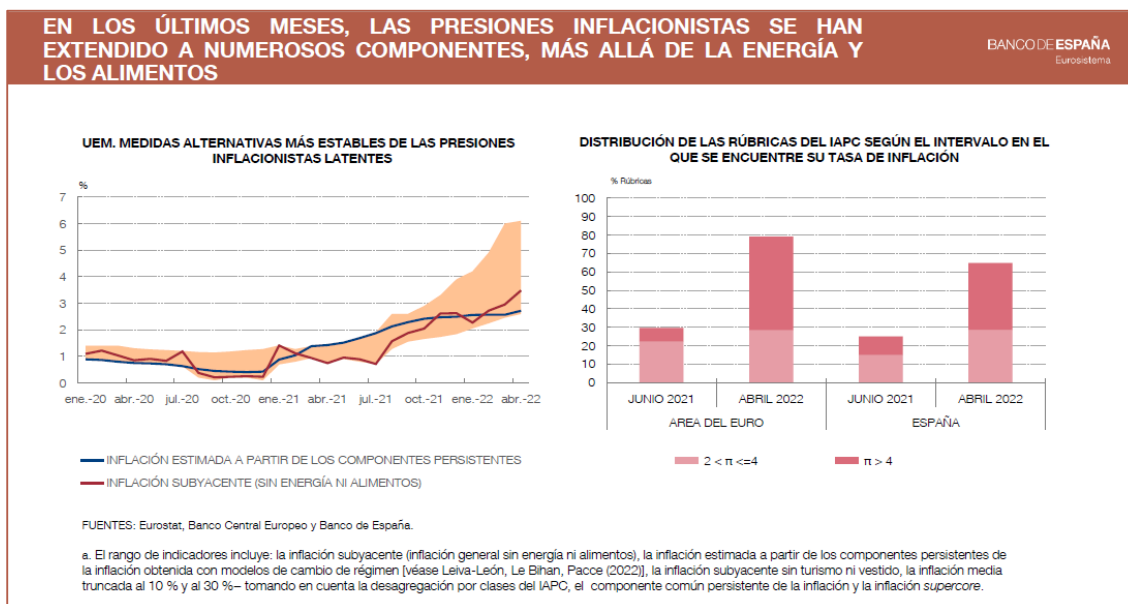
Por su parte, el encarecimiento de la energía está teniendo una repercusión más elevada en la inflación de las economías avanzadas, especialmente en el área del euro. La mayor contribución del componente energético a la inflación en el área del euro refleja, en gran medida, el mayor peso que este tiene en la cesta de consumo, del 10,9 %, frente, por ejemplo, el 7 % en Estados Unidos. En el caso de la UEM, la elevada dependencia energética del exterior se ha combinado con la depreciación del euro a lo largo de 2021 y el comienzo del conflicto bélico, lo que también ha contribuido al encarecimiento mayor del componente energético del consumo.

Dentro del área del euro, la contribución de la energía al repunte de la inflación es particularmente importante en España y, en menor medida, Italia, dada la mayor aportación del componente eléctrico. En el caso de España, la energía, y en particular la electricidad, muestran un peso superior en la cesta de consumo. Mientras los hogares españoles destinan un 11,7 % de su presupuesto a energía, la media de la UEM se sitúa en el 10,9 %. Los mecanismos regulatorios y de fijación de precios constituyen otro elemento que explica la notable heterogeneidad en la traslación del incremento en el precio de la electricidad en los mercados mayoristas a los precios minoristas entre países de la UEM. Así, por ejemplo, en España en torno a un 40 % de los hogares se encuentran adheridos a un sistema de precios dinámicos, caracterizado por una elevada frecuencia de revisión de los precios, lo que explica una mayor volatilidad de la inflación del componente eléctrico y, por tanto, que la traslación haya sido más rápida e intensa.



La escalada inflacionista está teniendo también un impacto heterogéneo sobre los hogares y las empresas. En particular, en los últimos meses, los hogares con menor renta han sufrido una inflación superior como consecuencia de que, entre estos hogares, tiene un mayor peso el gasto en bienes de primera necesidad, que son los que han mostrado un mayor encarecimiento relativo recientemente.

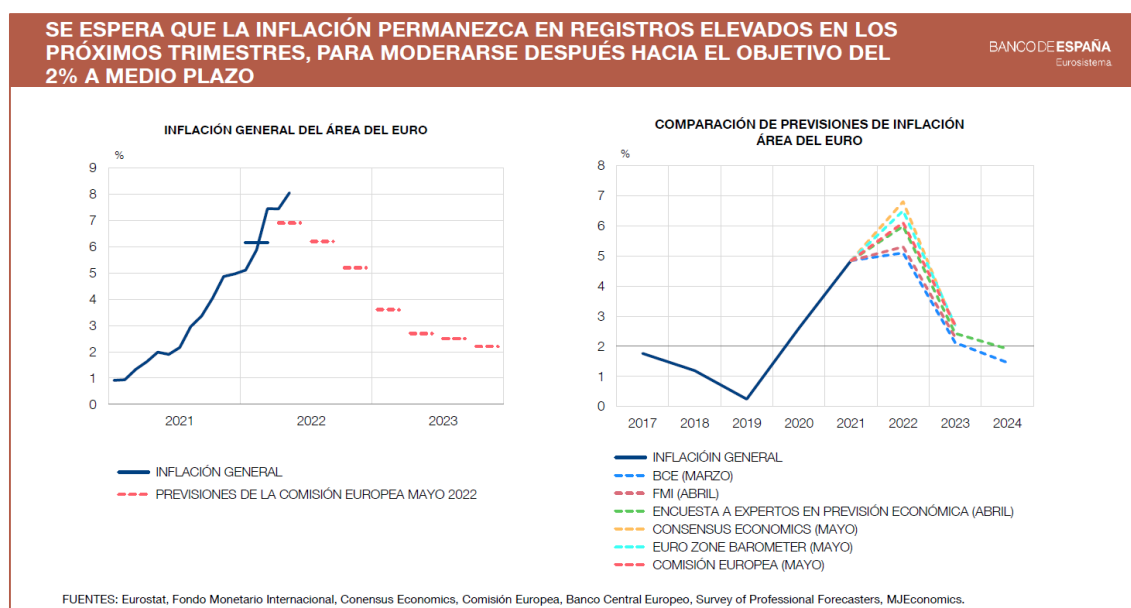
La generalización del episodio inflacionistas por productos



La dinámica inflacionista en los precios al consumo se ha ido generalizando por partidas desde el verano de 2021. Como reflejo de ello, la inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles, ha aumentado de forma acelerada, rebasando el 4 % a mediados de 2021 en Estados Unidos, y el 2 % desde finales de 2021 en el área del euro. La tasa de inflación subyacente – sin energía ni alimentos – alcanzó en abril el 3,5 % y el 3,4 % en el área del euro y España, respectivamente. Se trata, en el primer caso, del registro más alto en la historia de la UEM; en el segundo, del nivel más elevado desde 2003. Según la estimación preliminar, la inflación subyacente de la UEM habría escalado al 3,8% en mayo.

Ello ha conllevado un aumento importante de las partidas de gasto de la cesta de consumo habitual de los hogares con una inflación muy alta. En febrero, en torno a un 30 % de las partidas de gasto de la cesta de consumo habitual de los hogares experimentaba una inflación superior al 4 % tanto en España como en la UEM. Por su parte, la proporción de componentes de la cesta de consumo que registraron tasas de inflación por encima del 2 % se ha incrementado significativamente, pasando del 30 % en junio del año pasado al 80 % en abril. En cambio, el porcentaje de rubricas con caída de precios en términos interanuales se encuentra en mínimos de quince años, lo que contrasta con lo observado en episodios históricos previos, como la crisis financiera de 2008.

Perspectivas de inflación y sus condicionantes

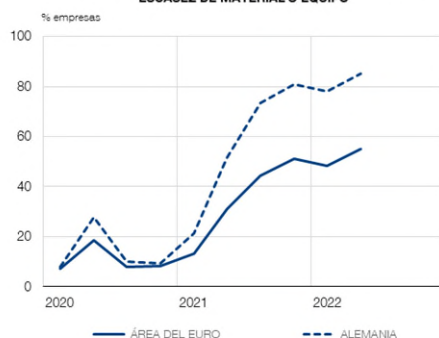


De cara al futuro, las previsiones disponibles indican que la inflación del área del euro permanecerá en niveles elevados en los próximos meses. Se moderará gradualmente después hacia niveles compatibles con el objetivo de inflación a medio plazo del BCE de una tasa del 2 %.

De acuerdo con las últimas proyecciones de la Comisión Europea, la inflación alcanzará su punto máximo en el segundo trimestre y continuará siendo alta hasta finales de 2022 para moderarse sustancialmente después. En línea con las previsiones más recientes de otras instituciones y analistas, la inflación media se situará en torno al 6 % en 2022, se moderará en 2023 hasta situarse en niveles algo superiores al 2 % y alcanzará cotas cercanas al 2 % en 2024.

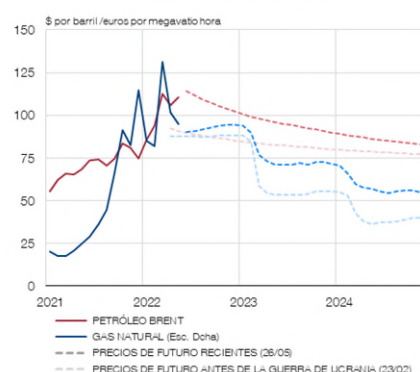
Sin embargo, las previsiones de inflación se han revisado al alza sistemáticamente durante los últimos meses, ya que estas proyecciones están sujetas a una incertidumbre muy elevada. La dinámica de los precios de consumo dependerá de varios factores, como la evolución del conflicto en Ucrania y las políticas económicas. Permítanme explicar con más detalle algunos determinantes importantes de las perspectivas de inflación en el área del euro.

**CUELLOS DE BOTELLA EN LAS MANUFACTURAS DEL ÁREA DEL EURO
ESCASEZ DE MATERIAL O EQUIPO**



FUENTES: Comisión Europea y Refinitiv.

PRECIOS DE LA ENERGÍA EN MERCADOS INTERNACIONALES
Media mensual de datos diarios



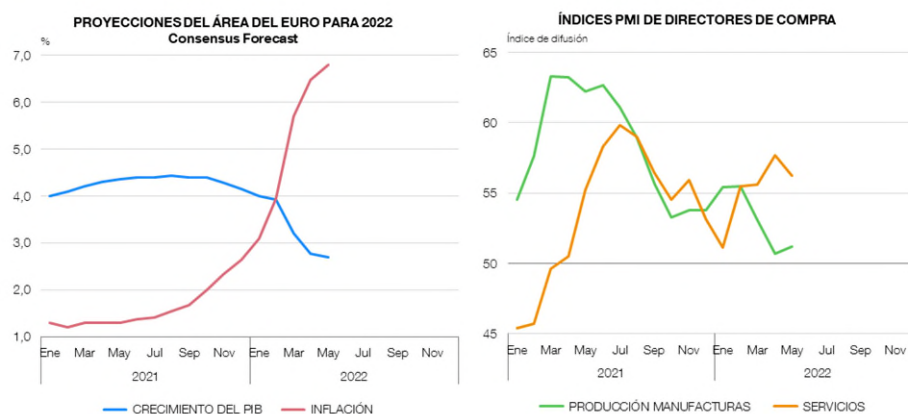
En primer lugar, la senda de inflación dependerá crucialmente de la evolución de las presiones de costes, principalmente los costes de la energía y los relacionados con las disrupciones en las cadenas globales de suministro. En particular, esas previsiones asumen una cierta reducción de los precios de las materias primas energéticas, en línea con los futuros en los mercados internacionales, y una desaparición gradual de los cuellos de botella en los próximos meses.

Sin embargo, las dinámicas de estas variables en los próximos trimestres dependerán de forma decisiva de la envergadura y persistencia de las disrupciones que el conflicto bélico en Ucrania – así como las amplias sanciones comerciales de los países occidentales sobre Rusia y las represalias de esta–.

La guerra está, de hecho, generando nuevas tensiones en los precios de las materias primas y perturbaciones adicionales en la logística y el suministro de bienes intermedios y materias primas esenciales. La volatilidad de los precios de las materias primas ha sido muy alta y los precios de los futuros incorporan una incertidumbre muy elevada en forma de primas de riesgo.

La propagación de los casos de COVID en China y la severidad de las medidas de contención adoptadas por las autoridades de este país también han agravado los cuellos de botella en la producción en los últimos meses.

En este sentido, la última encuesta de la Comisión Europea muestra que el número de empresas del área del euro que citan la escasez de materiales o equipo como un factor limitativo de la producción sigue siendo extraordinariamente elevado. En abril, el 55 % de las empresas manufactureras encuestadas señaló restricciones de oferta —el 85 % en el caso de Alemania.

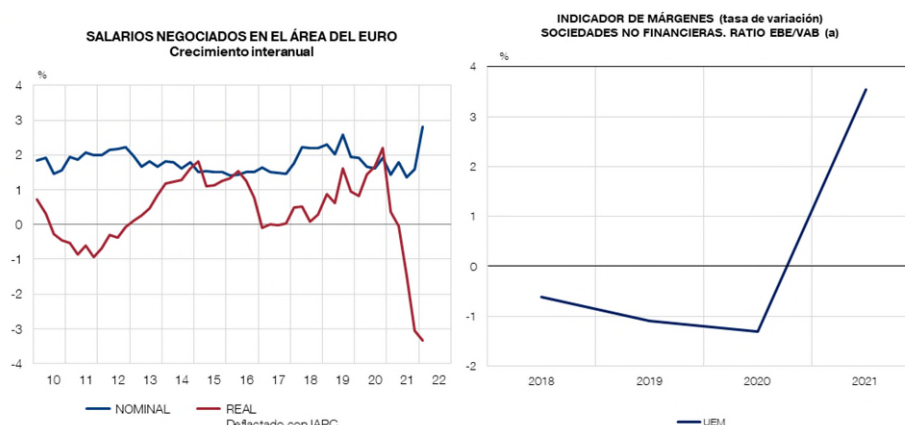


FUENTES: Consensus Economics y IHS Markit.

En segundo lugar, en lo que respecta a la actividad económica, la guerra en Ucrania ha provocado fuertes revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB del área del euro para 2022.

Según las previsiones de los analistas encuestados por Consensus, se espera que el crecimiento del PIB sea del 2,7 % en 2022, frente a unas perspectivas por encima del 4 % hace unos meses. Esta desaceleración refleja, fundamentalmente, la revisión de la demanda global, la intensificación de la perturbación de precios de la energía y de cuellos de botella, la mayor incertidumbre y su impacto en la confianza de las empresas y los consumidores. La magnitud de las revisiones es elevada, lo que refleja la proximidad geográfica del área del euro a la zona de guerra y los sólidos vínculos comerciales con Ucrania y Rusia, así como la fuerte dependencia energética externa. Estos efectos negativos de la guerra sobre el crecimiento económico podrían acabar reduciendo las presiones inflacionistas a medio plazo.

Sin embargo, a corto plazo, una combinación de factores continúa respaldando el crecimiento económico. La reapertura de las economías del área del euro tras la última ola de contagios por COVID-19 está impulsando la actividad económica y el empleo en el sector servicios, como muestra la reciente mejora del PMI de servicios. Asimismo, es probable que el consumo y la actividad económica a corto plazo se vean respaldadas por las medidas fiscales para compensar a los consumidores y a las empresas por la subida de los precios de la energía y el colchón procedente del ahorro privado acumulado durante la pandemia. Por último, el despliegue de los fondos del programa NGEU apoyará la construcción y la inversión.



FUENTES: Eurostat e INE.

a. EBE: Excedente bruto de explotación; VAB: Valor añadido bruto.

En tercer lugar, otros factores también podrían condicionar de forma significativa la persistencia del actual episodio inflacionista. Entre ellos, destacan, especialmente, los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación que puedan derivarse de los incrementos de precios más recientes.

Los efectos indirectos se producen cuando las empresas trasladan el encarecimiento de los costes de la energía al precio de sus productos en un intento por mantener sus márgenes empresariales. Como he indicado anteriormente, este efecto ya se ha reflejado, en cierta medida, en la generalización de las presiones inflacionistas más allá del componente energético de la inflación. Los indicadores de márgenes apuntan a una recuperación en 2021 en la UEM tras la fuerte caída en 2020, mientras que estos habrían exhibido un menor grado de dinamismo en España y, de acuerdo con diversas fuentes, de carácter aún parcial, habrían incluso retrocedido en el tramo final del año pasado y durante el primer trimestre de 2022.

En todo caso, las estimaciones empíricas disponibles muestran que, ante un repunte transitorio de los precios de las materias primas, de la demanda agregada o de la gravedad de los cuellos de botella en la producción, la respuesta de la inflación de los precios de consumo exhibe una cierta persistencia y se prolonga durante varios meses.

En cuanto a los efectos de segunda vuelta, estos surgen cuando, en un intento por preservar su poder adquisitivo, los trabajadores demandan subidas salariales acordes con la inflación, lo que incrementa los costes laborales y genera presiones adicionales sobre los precios finales. Estos efectos pueden desencadenar una espiral negativa de alzas de precios y costes.

De acuerdo con la evidencia más reciente, los efectos de segunda vuelta o indirectos no se estarían materializando aún de forma significativa en el área del euro. De hecho, los últimos datos de salarios negociados apuntan a que los trabajadores estarían soportando una pérdida de poder adquisitivo considerable en los últimos trimestres.

La traslación limitada de los precios a los salarios podría ser consecuencia, en parte, de la prevalencia relativamente escasa de las cláusulas de indexación salarial, tras un largo período de inflación reducida y estable. En 2021, el porcentaje de trabajadores del sector privado del área del euro cubiertos por este tipo de cláusulas fue el más bajo de las últimas décadas.

Sin embargo, si persisten las presiones inflacionistas, es más probable que se trasladen a las negociaciones salariales y a los márgenes empresariales y, por tanto, que se generen efectos de segunda vuelta e indirectos sobre la inflación.

A este respecto, durante la segunda mitad de 2021, el porcentaje de convenios colectivos firmados en España con incrementos salariales superiores al 3 % creció sensiblemente. Asimismo, a principios de 2022, se ha observado una mayor prevalencia de las cláusulas de indexación salarial —que actualizan las tarifas mínimas si la inflación pasada excede un determinado nivel— en los convenios colectivos sectoriales.

En el mismo sentido, varias encuestas sugieren que, en los próximos meses, los empresarios podrían trasladar al precio de sus productos una parte del encarecimiento que ya han soportado en muchos de sus inputs durante los últimos trimestres.

Estos desarrollos recientes requerirán un seguimiento atento en los próximos trimestres.



En cuarto lugar, los efectos de segunda vuelta serían más probables si se produjera un desanclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo.

Desde mediados de 2021, los indicadores de mercado y de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo han aumentado, dejando atrás los reducidos niveles registrados en los dos últimos años y alcanzando tasas próximas, pero ligeramente superiores, al objetivo del 2 %. En particular, según la encuesta a expertos en previsión económica del BCE, las expectativas de inflación a largo plazo, referidas a 2026, se elevaron al 2,1 % en abril. La compensación por inflación implícita en el swap de inflación a cinco años dentro de cinco años, un indicador de mercado habitual, superó la referencia del 2 % en marzo y alcanzó casi el 2,4 % en abril, pero recientemente se ha moderado. En todo caso, eliminada la prima de riesgo, las expectativas de inflación genuinas se han mantenido cercanas al 2%, aunque con una tendencia al alza.

En definitiva, por el momento, las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas en el objetivo del 2 %, pero requieren un seguimiento estrecho. En este sentido, los resultados de la última encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES) muestran un aumento notable de las expectativas de inflación. Tras permanecer firmemente anclada en el 2 %, la mediana de las expectativas de inflación a tres años se incrementó un punto porcentual hasta el 3 % en marzo.

En el actual contexto es fundamental que los agentes económicos entiendan que el área del euro, como importadora neta de energía y de otras materias primas, está sufriendo una perturbación negativa en sus términos de intercambio, lo que se traduce en una pérdida inevitable de poder adquisitivo para el conjunto de la economía. Los intentos de todos los agentes por conservar su poder adquisitivo desencadenarían efectos indirectos y de segunda vuelta, lo que no haría más que incrementar los costes económicos de la perturbación.

Ese es, de hecho, el argumento por el que, desde el Banco de España, defendemos un pacto de rentas. Este pacto consistiría en un acuerdo entre empresas y trabajadores, en el marco del diálogo social, para compartir la inevitable merma de renta nacional que implica el aumento de los precios de las importaciones de materias primas, bienes de los que no disponemos pero que necesitamos para la producción y el consumo nacional.

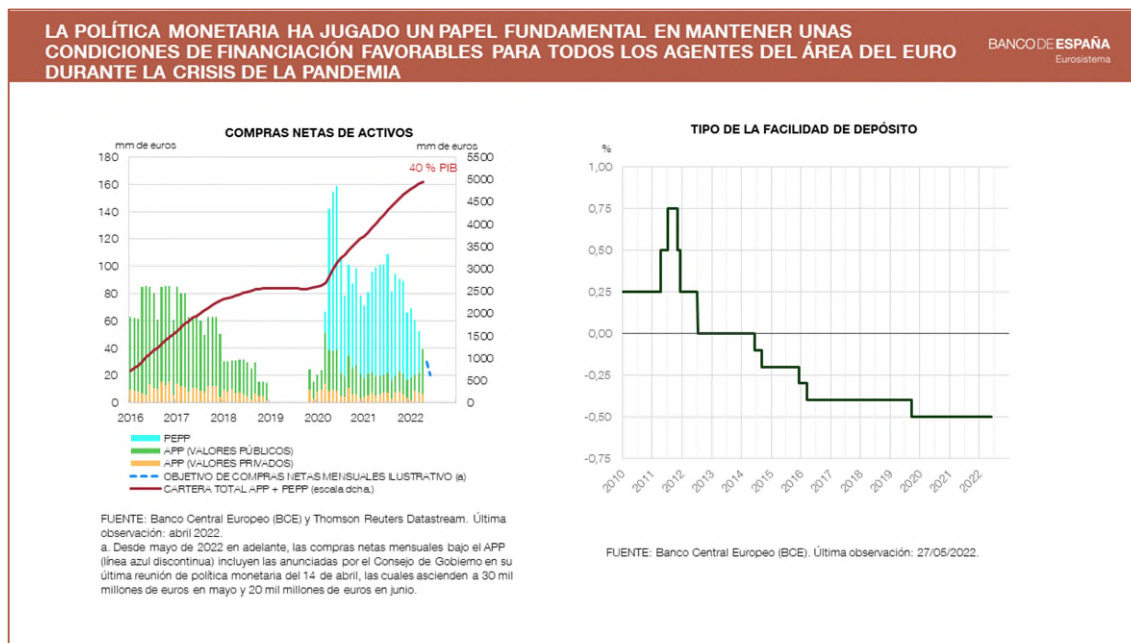
Por último, pero no por ello menos importante, algunas fuerzas estructurales pueden determinar también la evolución futura de la inflación. En el pasado hemos argumentado que algunas transformaciones, como la globalización, la digitalización y el envejecimiento de la población pueden haber contribuido al entorno de baja inflación durante el período anterior a la pandemia. Sin embargo, la pandemia y la guerra podrían ser un punto de inflexión en esta tendencia por dos motivos.

En primer lugar, los patrones de globalización previos podrían revertir en cierta medida como respuesta a los cuellos de botella y a las perturbaciones en la oferta que han afectado a muchas economías y sectores durante los últimos años. Las empresas y las autoridades económicas de muchos países están reevaluando la asignación global de la producción y el funcionamiento de las cadenas internacionales de suministro.

En segundo lugar, la guerra Rusia-Ucrania y las tensiones geopolíticas asociadas apuntan a la necesidad de reducir con mayor celeridad la alta dependencia europea respecto de los combustibles fósiles acelerando la transición verde.

Estos dos procesos podrían afectar a los precios internos de consumo a medio y largo plazo.

La normalización de la política monetaria del BCE



Desde el pasado diciembre, el BCE ha iniciado un proceso de normalización de la política monetaria, que partía de una orientación muy acomodaticia. Antes de que estallase la pandemia, el BCE mantenía unas condiciones financieras muy holgadas a través del programa de compras de activos (APP) y de tipos de interés negativos, con el fin de llevar la inflación, que había permanecido por debajo del 2 % de forma persistente, hacia niveles más próximos a su objetivo.

Durante la pandemia, para abordar el riesgo de fragmentación financiera y contrarrestar el impacto a la baja sobre las perspectivas de inflación a medio plazo, el BCE aplicó medidas muy contundentes; entre ellas, una mejora significativa de las condiciones de sus operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y la creación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP).

Estas actuaciones han resultado fundamentales para mantener unas condiciones financieras favorables durante la crisis y para minimizar su impacto sobre los hogares, las empresas y el sector público en toda el área del euro. Esto ha sido particularmente importante para los países que, como España, contaban con elevados niveles de deuda y déficit público de partida, dado que habrían gozado de un menor margen de maniobra para utilizar la política fiscal de manera también contundente. El uso flexible de las compras del programa pandémico del BCE (PEPP) ha sido particularmente importante para evitar que surgieran problemas de fragmentación financiera en el área del euro.

Las actuaciones a futuro del BCE deben considerarse también en el contexto de la nueva estrategia que aprobamos en junio de 2021, que estableció un objetivo de inflación del 2 % a medio plazo. Su compromiso con este objetivo es simétrico, en el sentido de que considera que las desviaciones positivas y negativas con respecto a este objetivo son igualmente indeseables. La orientación a medio plazo se refiere a que nuestras decisiones no vienen determinadas por la dinámica de la inflación a corto plazo, sino por la senda de inflación proyectada en un horizonte de dos o tres años.

En ese momento, este marco se articuló por medio de la nueva formulación de nuestra *forward guidance* sobre los tipos de interés, que establece tres condiciones para la primera subida: 1) la inflación proyectada debe alcanzar el 2 % «bastante antes del final de nuestro horizonte de proyección», lo que puede interpretarse como el punto medio de dicho horizonte (unos 18 meses antes del final); 2) debe permanecer en el 2 % de forma duradera en el resto de dicho horizonte, y 3) la evolución de la inflación subyacente debe ser compatible con una estabilización de la tasa de inflación en el 2 % a medio plazo. Las compras netas del APP también se ligan a estas condiciones, al señalar que los tipos de interés solo aumentarán algún tiempo después del fin de las compras.

LA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- En un contexto en el que las expectativas de inflación a horizontes intermedios y en el medio plazo se sitúan en el entorno del 2 %, la inflación subyacente está claramente por encima del 2 % y existen riesgos de desviación al alza sobre las proyecciones, **resulta adecuada una retirada progresiva del extraordinario estímulo monetario.**

Las claves de la normalización de la política monetaria

En marzo de 2022 finalizaron las compras netas de activos del PEPP y, en abril, anunciamos que las del APP concluirían en el tercer trimestre. **Esta finalización debería tener lugar a principios de julio, para proceder al primer incremento de los tipos de interés en ese mismo mes**, y salir de los tipos negativos a finales de ese trimestre.

El proceso de incremento de los tipos de interés debe ser **gradual y dependiente de los datos**. Para ser gradual resulta fundamental que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y que no se materialicen efectos indirectos, ni de segunda ronda de una magnitud que pudiera poner en riesgo ese anclaje.

En el marco del mandato del BCE, en condiciones de estrés, la **flexibilidad** seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas para la transmisión de esta política pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios.

Adoptaremos las medidas necesarias para cumplir con nuestro mandato de estabilidad de precios y contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera.

Con esta estrategia y en el actual contexto, resulta adecuada una retirada progresiva del extraordinario estímulo monetario: las expectativas de inflación a horizontes intermedios y en el medio plazo se sitúan en el entorno del 2 %, la inflación subyacente está claramente por encima del 2 % y existen riesgos de desviación al alza sobre las proyecciones.

Así, el pasado mes de diciembre anunciamos una reducción escalonada del ritmo de compras de activos. El primer paso fue la decisión de poner fin a las compras netas de activos en el marco del PEPP al final de marzo de 2022, dado que la brecha con respecto a la trayectoria de la inflación a medio plazo antes de la pandemia se había cerrado. Asimismo, confirmamos que en junio de 2022 terminarían las condiciones especiales aplicables a nuestras operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO).

Posteriormente, en marzo anunciamos una reducción gradual de las compras netas mensuales en el marco del APP y que concluirían en el tercer trimestre dependiendo de las perspectivas de inflación a medio plazo. En abril, consideramos que la evolución de los indicadores económicos reforzaba la expectativa de que las compras netas en el marco del APP deberían concluir en el tercer trimestre.

Cuando las compras netas de activos lleguen a su fin, el siguiente paso del proceso de normalización será empezar a subir nuestros tipos de interés (el llamado *lift-off*). A este respecto, en marzo establecimos que cualquier ajuste que se realice en nuestros tipos de interés oficiales tendrá lugar transcurrido «algún tiempo» desde el final de las compras netas en el marco del APP y será gradual, un compromiso que reafirmamos en abril.

En mi opinión, dado que las perspectivas de inflación son coherentes con el cumplimiento de las condiciones de nuestra *forward guidance*, la finalización de las compras netas del APP debería tener lugar a principios del mes de julio, para proceder al primer incremento de los tipos de interés en ese mismo mes y salir de los tipos negativos actuales a finales del tercer trimestre.

La primera subida de los tipos de interés podría ir seguida de nuevos movimientos al alza. Una referencia que podría servir de guía para esa senda es el nivel a largo plazo del denominado «tipo de interés natural». Este se define como el tipo de interés que mantiene la inflación estable en su nivel objetivo¹. Según las estimaciones disponibles, que están sujetas a una elevada incertidumbre, el tipo de interés natural es relativamente bajo en el área del euro, y fluctúa en el entorno del 1 % o ligeramente por encima. Esto sugeriría que, hasta que se alcancen esos niveles, el tono de la política monetaria seguirá siendo expansivo, al menos desde una perspectiva de largo plazo.

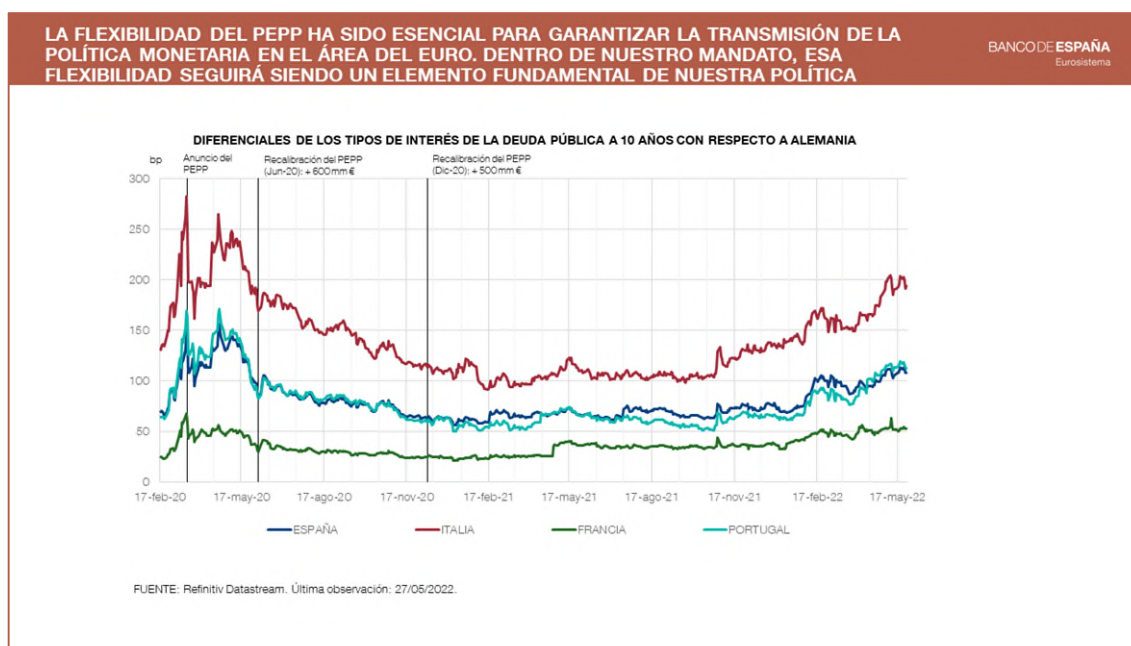
En todo caso, y como enfatizamos en abril, el proceso de incremento de los tipos de interés debe ser gradual. Se trata de evitar movimientos abruptos, que podrían ser particularmente perjudiciales en un contexto de tanta incertidumbre como el actual. Esta gradualidad también está justificada por la distancia relativamente corta entre el nivel actual de los tipos de interés oficiales y las estimaciones del tipo de interés natural a largo plazo que he mencionado antes.

Sin embargo, para poder adoptar este enfoque de normalización gradual, resulta fundamental que las expectativas de inflación se mantengan ancladas en el objetivo del 2 % y que no se materialicen efectos de segunda vuelta de una magnitud tal que pudieran poner en riesgo ese anclaje.

En todo caso, no tenemos una pauta de normalización prefijada. En principio, como acabo de señalar, tras los primeros movimientos mencionados de los tipos de interés, en los siguientes trimestres se podría proceder a sucesivos aumentos adicionales, hasta, por ejemplo, alcanzar niveles acordes con el tipo de interés natural si se mantienen las

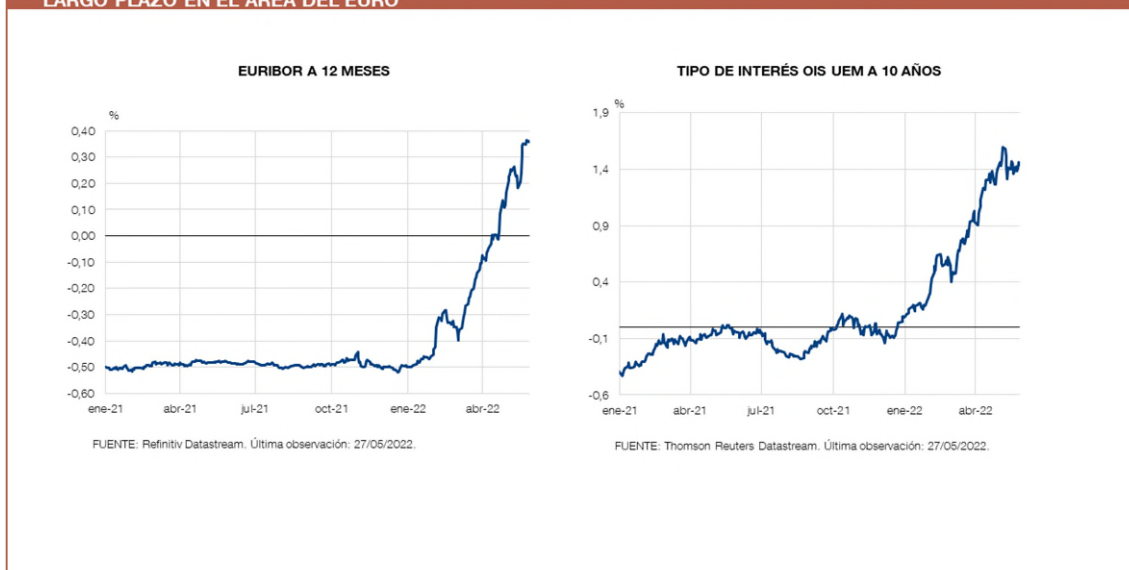
¹ El concepto, los determinantes y las implicaciones para la política monetaria del tipo de interés neutral se discuten en profundidad en Galesi, Nuño y Thomas (2017). En ocasiones, el tipo de interés neutral también se denomina «tipo natural» o «tipo de interés de equilibrio». Para información más detallada, véase Brand *et al.* (2018). «The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy», ECB Occasional Paper Series nº 217.

perspectivas de inflación de medio plazo en torno a nuestro objetivo. Pero hay que tener en cuenta que la incertidumbre actual afecta a aspectos tan relevantes para la inflación futura como el desarrollo del conflicto bélico, la resolución de los cuellos de botella en la producción y en el transporte internacional, el grado de materialización de los efectos de segunda ronda, las dinámicas de la globalización o las políticas energéticas y de lucha contra el cambio climático. Por tanto, tendremos que ir ajustando el proceso de normalización en base a la información que vayamos recibiendo. No resulta óptimo comprometerse *a priori* con una senda específica de tipos de interés, especialmente en el incierto contexto actual.



Actuaremos con total flexibilidad y adoptaremos las medidas necesarias para cumplir con nuestro mandato y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera. En el camino hacia una configuración de tipos de interés más neutral, la flexibilidad es particularmente importante para evitar que puedan aparecer amenazas para la correcta transmisión de la política monetaria a lo largo y ancho de toda el área del euro. Como he señalado con anterioridad, la pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en las compras de activos ha contribuido de manera eficaz a contrarrestar esas amenazas. Dentro de nuestro mandato, esa flexibilidad seguirá siendo un elemento fundamental de nuestra política monetaria.

Un ejemplo de ese empeño con la flexibilidad es nuestro compromiso de ajustar las reinversiones del PEPP de manera flexible en el tiempo, entre clases de activos y entre jurisdicciones en caso de una renovada fragmentación del mercado relacionada con la pandemia. Asimismo, en el pasado hemos demostrado que podemos diseñar y utilizar con rapidez nuevos instrumentos para asegurar la transmisión de la política monetaria.



En consonancia con la comunicación de este proceso de normalización de la política monetaria, desde diciembre se ha producido un adelanto en el calendario de las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales. Las perspectivas de normalización de la orientación de la política monetaria se han reflejado, asimismo, en un repunte de los tipos de interés a corto y largo plazo en el área del euro. Concretamente, la tasa OIS a diez años, que aproxima el tipo de interés libre de riesgo a largo plazo de la eurozona, se ha elevado en unos 135 pb desde el comienzo del año, mientras que el Euribor a 12 meses ha aumentado en 86 pb. Por su parte, la prima de riesgo de la deuda pública española aumentó en este período en 30 pb.

Conclusiones

En resumen, desde mediados de 2021, la inflación del área del euro ha mantenido una tendencia claramente alcista, que se ha intensificado en los últimos meses, y se ha ido extendiendo, aunque en menor medida, a la inflación subyacente.

El consenso de los analistas anticipa que la inflación se mantendrá en niveles altos en los próximos meses, pero que, a partir del tramo final del año y en ausencia de nuevas perturbaciones inflacionistas, se desacelerará progresivamente hacia niveles compatibles con el objetivo del BCE, del 2 %. Estas perspectivas se ven corroboradas por los indicadores de expectativas de inflación a medio y a largo plazo procedentes de los mercados financieros y encuestas a expertos.

No obstante, los riesgos al alza en torno a las perspectivas inflacionistas han aumentado. La mayor persistencia e intensificación de las presiones inflacionistas ha elevado la probabilidad de que se agudicen los efectos indirectos y de segunda ronda. Si bien estos efectos no se han materializado de manera acusada por el momento, existen indicios de revisiones de las expectativas de inflación en el medio plazo por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento.

En este contexto, el BCE ha iniciado el proceso de normalización de la política monetaria extraordinariamente expansiva que mantenía tras las actuaciones contundentes durante la pandemia. La calibración de este proceso se realizará en función de los datos y reflejará la evolución de nuestra evaluación de las perspectivas de inflación en cada momento. Siempre que se mantengan las expectativas de inflación ancladas en el 2% y no se produzcan efectos de segunda ronda o indirectos significativos, el proceso será gradual. Estamos preparados para ajustar todos nuestros instrumentos dentro de nuestro mandato y actuar con flexibilidad si fuera necesario, para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del 2 % a medio plazo.