

**26 de mayo de 2023**

## **Las decisiones recientes de política monetaria del Banco Central Europeo**

Artículo publicado en el número especial por el aniversario de *Expansión*

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

---

Es para mí un honor contribuir al número especial de *Expansión* con motivo de su aniversario. Me gustaría aprovechar esta ocasión para explicar las decisiones de política monetaria que tomamos en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) el pasado 4 de mayo.

Como es sabido, el BCE tiene conferido el mandato de mantener la estabilidad de precios en el área del euro. Dicho mandato se concreta en un objetivo de inflación del 2 % a medio plazo. Ante las crecientes presiones inflacionistas observadas a partir del verano de 2021 y el aumento de las perspectivas de inflación a medio plazo por encima del objetivo, iniciamos a finales de aquel año un proceso de normalización y posterior endurecimiento de nuestra política monetaria.

Nuestras decisiones de mayo representan un paso más en este proceso. En particular, elevamos nuestros tipos de interés en 25 puntos básicos (pb), hasta situar el tipo de la facilidad de depósito en el 3,25 %, de forma que el aumento acumulado desde julio de 2022 ha sido ya de 375 pb.

Esta decisión se basó en la valoración conjunta de los tres elementos esenciales que guían en la actualidad nuestra política de tipos de interés: las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Por lo que respecta al primer elemento, nuestra valoración de la senda futura de inflación descansa en gran medida en las proyecciones elaboradas trimestralmente por los expertos del Eurosistema. El último ejercicio, publicado en marzo, preveía una caída gradual de la inflación hasta niveles muy cercanos al objetivo del 2 % al final del horizonte de proyección. Esta previsión estaba basada, entre otros supuestos, en unas expectativas del mercado sobre la evolución de nuestros tipos de interés que situaban el tipo de interés terminal de la facilidad de depósito en alrededor del 3,75 % en los próximos meses.

En mayo no contábamos con nuevas proyecciones. Pero los nuevos datos nos llevaron a confirmar que la valoración de marzo seguía siendo esencialmente válida. En particular, la actividad económica se comportó en línea con las proyecciones, con, por ejemplo, un crecimiento del PIB del 0,1 % intertrimestral y el mantenimiento de la fortaleza del mercado

---

laboral en el primer trimestre; la tasa de inflación en abril, del 7 %, se situó ligeramente por encima de lo esperado; las condiciones financieras se endurecieron adicionalmente como consecuencia, sobre todo, de una nueva apreciación del tipo de cambio, y los precios energéticos eran algo más reducidos que los incorporados en las proyecciones.

En cuanto al segundo elemento, la inflación subyacente —que excluye la energía y los alimentos— se situó en abril en el 5,6 %, por encima de lo previsto. Otros indicadores confirman que las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo elevadas. Las presiones salariales han seguido intensificándose, las empresas han continuado incrementando sus márgenes en algunos sectores y, aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a medio y largo plazo se sitúan en torno al 2 %, algunos han aumentado y requieren un seguimiento continuo.

El tercer elemento se refiere a intensidad de la transmisión de nuestra política monetaria, sobre la que existen dudas, dado que, entre otros aspectos, el ritmo de subidas de los tipos de interés en este ciclo no tiene precedentes en el área del euro. La última información disponible muestra que la transmisión a las condiciones financieras y monetarias está siendo intensa, mientras los desfases y la intensidad de la transmisión a la economía real siguen siendo inciertos. Así, la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios evidencia un fuerte endurecimiento en los criterios de concesión de crédito a empresas y hogares en el primer trimestre de 2023, superior a lo anticipado un trimestre antes, que se acumula al observado en los trimestres previos.

A la vista de esta evidencia, con unas perspectivas de inflación a medio plazo similares a las de marzo, unas presiones inflacionistas subyacentes elevadas y la constatación de que nuestras subidas de tipos de interés se están transmitiendo con fuerza a las condiciones de financiación, decidimos elevar los tipos de interés en 25 pb. Este es un incremento inferior al de las subidas anteriores, en un contexto en el que proceso de endurecimiento de la política monetaria se encuentra ya bien avanzado, lo que hacía que fueran innecesarios aumentos de mayor magnitud.

De cara al futuro, seguiremos basando nuestras decisiones en los datos, y en particular en los tres elementos mencionados. En todo caso, debemos asegurar que los tipos de interés se sitúen en niveles lo suficientemente restrictivos, y que se mantengan ahí durante el tiempo necesario, para lograr que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el 2 % a medio plazo.

Asimismo, anunciamos pasos adicionales en la reducción del tamaño del balance del Eurosistema. La reducción del balance contribuye al endurecimiento de las condiciones financieras, especialmente a través de los tipos de interés a medio y a largo plazo, y complementa, por tanto, las subidas de tipos de interés, que son nuestro instrumento principal para fijar la orientación de la política monetaria. A comienzos de marzo iniciamos el proceso de reducción de la cartera del Programa de Compras de Activos (APP), mediante la no reinversión de una parte de los vencimientos, a un ritmo de 15.000 millones de euros mensuales hasta junio. En mayo, anunciamos que prevemos poner fin a estas reinversiones a partir de julio de 2023.

En conclusión, desde el BCE estamos actuando de manera decidida para lograr que la inflación retorne al objetivo del 2 % a medio plazo. Es evidente que este proceso tiene costes a corto plazo, en términos de menor actividad económica, pero el mantenimiento de la estabilidad de precios es la mayor contribución que el banco central puede hacer para garantizar un crecimiento económico sólido a largo plazo.