
22.05.2023

**La política monetaria del Banco Central Europeo ante el reto de la
estabilidad de precios**

Círculo Financiero La Caixa
Barcelona
Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Señoras y señores:

Es un placer para mí poder participar en este evento, en el que querría compartir con todos ustedes mis reflexiones sobre la política monetaria del área del euro, en un momento todavía complejo. Comenzaré describiendo las decisiones que adoptamos en la reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) celebrada a comienzos de mayo. A continuación, desglosaré los principales factores que determinarán nuestras decisiones futuras.

Las decisiones de mayo

En un contexto en el que la inflación se ha mantenido persistentemente muy elevada, nuestras decisiones de mayo representan un paso más en el proceso de endurecimiento de la política monetaria que iniciamos a finales de 2021, con el fin de reducir la inflación hasta nuestro objetivo del 2 % a medio plazo. En concreto, decidimos elevar los tipos de interés en 25 puntos básicos (pb), en línea con lo anticipado por los mercados, hasta situar el tipo de la facilidad de depósito en el 3,25%. Esto sitúa el aumento acumulado desde julio de 2022 en 375 pb.

Esta decisión se basó en la valoración conjunta de los tres elementos 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 a las perspectivas de inflación, nuestra valoración descansa en gran medida en las proyecciones elaboradas trimestralmente por los expertos del Eurosistema, que presentan una visión coherente de los distintos desarrollos macroeconómicos que observamos y de su evolución previsible futura, incluidos los factores de riesgo.

A este respecto, las últimas proyecciones se habían publicado en marzo¹ y anticipaban una desaceleración económica en el área del euro en 2023, hasta un crecimiento del PIB real del 1 %, 2,6 puntos porcentuales (pp) inferior al observado en 2022, si bien con una recuperación gradual en la segunda parte del año, que llevaría las tasas de crecimiento al 1,6 % tanto en 2024 como en 2025.

El escenario es algo más optimista para 2023 que el proyectado en diciembre, dada la mayor resiliencia mostrada por la economía europea, en un contexto en el que se han registrado una caída del coste de la energía y una mejora de las disrupciones en las cadenas globales de producción, en ambos casos superiores a las inicialmente previstas, y el apoyo de la política fiscal a las familias y empresas ha sido significativo.

En términos de inflación, los datos muestran que hemos dejado atrás el pico de este episodio inflacionista, que se alcanzó en noviembre de 2022. Desde entonces, se ha registrado un descenso de 3 pp, hasta el 7 % en abril, apoyado en la caída del precio de la

¹ Proyecciones macroeconómicas del Banco Central Europeo de 16 marzo de 2023.

energía y, desde principios de 2023, en efectos base negativos². En abril se observó también la primera caída de la inflación de los alimentos desde septiembre de 2021 (13,6 %, frente al 14,7 % de marzo).

Las proyecciones anticipan una reducción gradual de la inflación desde el 8,4 % en promedio en 2022 hasta el 5,3 % en 2023 (2,8 % en el último trimestre), para bajar al 2,9 % en 2024 y aproximarse a nuestro objetivo a medio plazo en 2025, cuando se situaría en el 2,1 % (2 % en el tercer y el cuarto trimestre de ese año).

Esta tendencia a la baja de la inflación se sustentaría en la mejoría de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro, la reversión de los efectos indirectos del *shock* energético sobre la inflación subyacente, la desaparición de las presiones al alza procedentes de la reapertura de la economía tras la pandemia y la apreciación del tipo de cambio. Más a medio plazo, la moderación de la demanda interna —como consecuencia, entre otros factores, de nuestra política monetaria— contribuiría a la contención de las presiones inflacionistas.

En todo caso, como desarrollaré más adelante, estas proyecciones están sujetas a una elevada incertidumbre.

Desde la perspectiva de la política monetaria, hay que tener en cuenta que esta previsión de inflación —compatible, insisto, con nuestro objetivo de estabilidad de precios a medio plazo— está basada, entre otros supuestos, en unas expectativas del mercado sobre la evolución de nuestros tipos de interés que sitúan el tipo de interés terminal de la facilidad de depósito en alrededor del 3,75 % en los próximos meses, que se mantendría en ese nivel en los siguientes trimestres y que solo se reduciría gradualmente a partir del segundo trimestre de 2024.

Si bien en mayo no contábamos con nuevas proyecciones, los últimos datos publicados desde la elaboración de las previsiones de marzo han mostrado, en primer lugar, un comportamiento de la actividad económica en línea con lo previsto. Así, el PIB del área del euro creció un 0,1 % en el primer trimestre y la información disponible para el segundo, parcial y fundamentalmente de carácter cualitativo, apunta a una pequeña aceleración. En términos de su composición, el consumo privado se habría mantenido débil, pero el mercado de trabajo ha seguido mostrando fortaleza, con la tasa de paro en niveles históricamente bajos (6,9 % en marzo, casi un punto por debajo de la observada en febrero de 2020), si bien las horas trabajadas se mantuvieron en el último trimestre de 2022 un 1,6 % por debajo del nivel prepandemia.

Por su parte, en abril la tasa de inflación, del 7 %, se situó ligeramente por encima de lo esperado, mientras que las condiciones financieras se han endurecido adicionalmente, como consecuencia, sobre todo, de una nueva apreciación del tipo de cambio, y los precios energéticos se sitúan en niveles algo más reducidos que los incorporados en las proyecciones de marzo.

² Dichos efectos base reflejan una caída mecánica de la tasa interanual de crecimiento de los precios tras las fuertes subidas del año anterior.

Toda esta información nos llevó a la valoración de que **las perspectivas de inflación a medio plazo de las proyecciones de marzo seguían siendo esencialmente válidas**. En el mismo sentido, las previsiones del Fondo Monetario Internacional publicadas el 18 de abril prevén un escenario de PIB e inflación similar al del Eurosistema.

En cuanto a la inflación subyacente —que excluye la energía y los alimentos—, esta se redujo ligeramente en abril, hasta el 5,6 %, por encima de lo previsto, tras alcanzar un máximo histórico del 5,7 % en marzo. Otros indicadores confirman que **las presiones subyacentes continúan siendo elevadas**. Por una parte, la inflación en los componentes de la inflación subyacente más expuestos al encarecimiento de la energía³, que se elevó en 4,5 pp a lo largo de 2022 (hasta el 7,2 % en diciembre), ha continuado su ascenso y en abril se situó en el 7,7 %. Por su parte, la inflación de aquellas partidas más afectadas por el repunte de la demanda tras el levantamiento de las restricciones de la pandemia, como las relacionadas con el transporte y con el equipamiento y la conservación de la vivienda, muestran signos de estabilización, aunque en niveles todavía elevados, por encima del 7 %⁴. Asimismo, la inflación de los componentes relacionados con el ocio, la restauración y el turismo alcanzó un máximo del 7,5 % en marzo (7,4 % en abril). Finalmente, la inflación de la cesta restante, que tiene un peso superior al 30 %, se estabilizó en el 3,6 %⁵ en abril, y más de la mitad de sus rúbricas presentaron tasas superiores al 4%.

En todo caso, distintos indicadores a corto plazo de inflación subyacente —medidas en términos intermensuales o intertrimestrales— han empezado a mostrar una cierta moderación. En el mismo sentido, la inflación de los bienes industriales no energéticos cayó al 6,2 % en abril (6,6 % en marzo).

Al mismo tiempo, las presiones salariales habrían seguido intensificándose, con crecimientos de la remuneración por asalariado y por hora en el cuarto trimestre de 2022 del 5 % y el 4,3 %, respectivamente (3,9 % y 2,9 % en el tercer trimestre); en todo caso, en línea con las previsiones de marzo. Sin embargo, el acuerdo alcanzado recientemente para el sector público en Alemania, que incorpora aumentos salariales muy sustanciales en 2023 y 2024, apunta a presiones adicionales, y hay que tener en cuenta que la evidencia empírica muestra que los salarios en el sector privado en dicho país tienden a responder a los cambios en los salarios en el sector público⁶. Por su parte, un indicador de la inflación subyacente para los componentes más intensivos en factor trabajo y, por tanto, más sensible al crecimiento de los salarios se ha mantenido en los últimos tres meses en niveles elevados, en el entorno del 4,3 %⁷.

³ Para analizar la importancia de la energía dentro del IAPC subyacente, se construye un agregado que incluye aquellas rúbricas correspondientes a sectores para los cuales el peso de los costes energéticos se sitúa por encima de la media.

⁴ En concreto, equipamiento y conservación de vivienda creció al 8,2 % en abril, desde el 8,7 % de marzo, mientras que el transporte creció al 7 % en abril, desde el 7,1 % de marzo.

⁵ Este subíndice incluye «Vestido y calzado», «Vivienda» (excluido el gasto en energía y mantenimiento del hogar), «Sanidad», «Comunicaciones», «Educación» y «Otros bienes y servicios». También incluye el alquiler de la vivienda habitual de los hogares.

⁶ Ana Lamo, Javier J. Pérez y Ludger Schuknecht. (2012). «Public or Private Sector Wage Leadership? An International Perspective». *The Scandinavian Journal of Economics*, 114(1), pp. 228-244.

⁷ Dicho indicador engloba aquellos componentes de la cesta de la inflación subyacente en cuya producción los salarios representan más del 40 % de los costes totales.

Por lo que respecta a los márgenes, según los datos de la Contabilidad Nacional del primer trimestre, las empresas habrían continuado incrementándolos en algunos sectores. No obstante, otros indicadores, basados en datos individuales de empresas, sugieren comportamientos algo más moderados.

Finalmente, en cuanto a las expectativas de inflación, tanto las previsiones de inflación a largo plazo de los expertos de previsión económica, referidas al año 2027, como las de Consensus, referidas al promedio de 2028-2032, han flexionado ligeramente a la baja, situándose en el 2,1 % y el 2 %, respectivamente, en la encuesta de abril de 2023. Por el contrario, la última encuesta sobre las expectativas de los consumidores, realizada en marzo, apunta a un aumento de la inflación esperada a tres años vista hasta el 2,9 %, desde el 2,4 % de febrero, lo que requiere un seguimiento continuo en los próximos meses. Por su parte, las expectativas de inflación de los mercados financieros a medio y a largo plazo se sitúan, una vez descontado el componente de prima por inflación, en el entorno del 2 %.

En cuanto a la transmisión de nuestra política monetaria, los últimos datos confirman que **se está trasladando con fuerza a las condiciones monetarias y financieras**, mientras que existe todavía mucha incertidumbre sobre la intensidad y velocidad de esta transmisión a la economía real.

En particular, hemos observado una notable pérdida de dinamismo de los flujos de crédito, con un crecimiento de los préstamos bancarios a las empresas no financieras y familias del 5,2 % y el 2,9 % en marzo, respectivamente, significativamente más reducidos que los máximos de 2021. En cuanto a los tipos de interés bancarios, alcanzaron el 3,9 % y el 3,2 % para las empresas no financieras y familias, respectivamente (1,6 % y 1,8 % en mayo de 2022, respectivamente).

Por su parte, la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) del BCE evidencia un endurecimiento generalizado en los criterios de concesión de crédito en el primer trimestre de 2023, que fue superior a lo anticipado un trimestre antes y que se acumula al observado en los trimestres previos. La caída de la demanda también ha contribuido a la debilidad de los flujos de financiación. Adicionalmente, las entidades bancarias esperan un nuevo endurecimiento de la oferta y una nueva reducción de la demanda en el segundo trimestre.

En resumen, **los datos de los que disponíamos en mayo apuntaban a 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.**

A la vista de esta información, constatamos que alcanzar nuestro objetivo de inflación a medio plazo requería de un incremento adicional de los tipos de interés. En este caso, decidimos elevarlos 25 pb, un incremento inferior al de las subidas anteriores, en un contexto en el que el proceso de endurecimiento de la política monetaria se encuentra ya bien avanzado, con los tipos de interés en terreno claramente restrictivo.

Asimismo, en la reunión de mayo tomamos pasos adicionales en la reducción del tamaño del balance del Eurosistema. Dicha reducción contribuye al endurecimiento de las condiciones financieras, especialmente los tipos de interés a medio y largo plazo, y

complementa, por tanto, las subidas de tipos de interés, que son nuestro instrumento principal para fijar la orientación de nuestra política monetaria.

A comienzos de marzo, iniciamos el proceso de reducción del tamaño de la cartera del Programa de Compras de Activos (APP, por sus siglas en inglés), a un ritmo mesurado y predecible. En concreto, mediante la no reinversión de una parte de los vencimientos, acordamos una reducción del tamaño de la cartera del APP a un ritmo promedio de 15 mm de euros mensuales hasta junio. En mayo decidimos acelerar el ritmo de reducción a partir de julio poniendo fin a las reinversiones, también en línea con lo esperado por el mercado.

Las decisiones futuras de tipos de interés

De cara al futuro, seguiremos tomando nuestras decisiones sobre la base de los datos que vayamos recibiendo y, en particular, sobre nuestra valoración de los tres elementos mencionados. Permítanme efectuar ahora algunas consideraciones sobre estos elementos.

Por lo que respecta a **las perspectivas de inflación**, en junio dispondremos de un nuevo ejercicio de proyecciones. En todo caso, distintas fuentes de incertidumbre condicionarán la evolución macroeconómica en los próximos trimestres. Permítanme que señale algunas de ellas.

En primer lugar, la resiliencia de la economía del área de euro se ha producido en un contexto caracterizado por una reversión significativa de las perturbaciones de oferta anteriores, en el que además los hogares disponían de amplios colchones de ahorro, el repunte de la demanda tras el COVID-19 siguió generando efectos positivos y la transmisión de la política monetaria aún no era completa.

Sin embargo, la incertidumbre acerca de la continuidad de estos factores es muy elevada.

Por una parte, el acusado descenso del precio del gas en Europa en los últimos meses refleja unas temperaturas inusualmente templadas y medidas de ahorro energético. Sin embargo, la eventual duración de la guerra de Ucrania sigue siendo una importante fuente de incertidumbre sobre su evolución futura. Además, el crecimiento del PIB de la zona del euro en el primer trimestre de 2023 parece haberse sustentado, sobre todo, en la inversión no residencial y en una contribución positiva del comercio neto. En cambio, el consumo privado se mantuvo débil. Asimismo, parte de la bolsa de ahorro de los hogares se ha dirigido hacia inversiones menos líquidas que los depósitos bancarios, lo que apunta a una menor disponibilidad para el consumo⁸. En términos sectoriales, el crecimiento sigue concentrándose exclusivamente en los servicios, mientras que la industria está mostrando síntomas de una debilidad adicional.

En segundo lugar, también existe una elevada incertidumbre sobre el curso futuro de la economía mundial, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria a escala

⁸ Véase Carmen Martínez-Carrascal. (2022). «Recuadro 5. El impacto de la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia sobre la evolución reciente del consumo y sobre sus perspectivas en el futuro». En Banco de España, «Informe trimestral de la economía española». En *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022. Pana Alves y Carmen Martínez-Carrascal. (2023). «Evolución y usos del ahorro extraordinario acumulado por los hogares españoles desde el inicio de la pandemia». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2. De próxima publicación.

global y de riesgos geopolíticos significativos. En la primera parte del año, la actividad económica global ha sorprendido al alza, aunque con una divergencia creciente entre los servicios, con el PMI de marzo en máximos de ocho meses, y las manufacturas, cuyo PMI profundizó en el terreno negativo en las economías avanzadas. Por su parte, el comercio mundial se mantuvo también en terreno negativo en febrero.

En este sentido, en Estados Unidos la actividad económica se moderó en el primer trimestre hasta el 0,3 %, la mitad que en el trimestre previo, como resultado, sobre todo, de la caída de los inventarios y del debilitamiento de la inversión no residencial. En todo caso, el mercado de trabajo se mantiene muy resiliente y las presiones salariales subyacentes siguen siendo elevadas. En este contexto, se mantienen las dudas sobre el grado de endurecimiento de la política monetaria necesario para reducir la inflación hasta el objetivo de la Reserva Federal y su impacto sobre la actividad económica, en particular dadas las tensiones en el sector bancario de Estados Unidos de los últimos meses.

Por su parte, persiste la incertidumbre sobre los efectos sobre la inflación de la reapertura de la economía china. Por un lado, su mayor dinamismo económico impulsaría la demanda a escala global, especialmente de las materias primas, lo que tendería a presionar las tasas de inflación al alza. Por otro lado, podría acelerar la desaparición de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y reforzar la capacidad de la oferta mundial para satisfacer la demanda, lo que permitiría reducir las presiones inflacionistas.Cuál de estos canales dominará y con qué intensidad dependerá, entre otros factores, de la propia composición de su recuperación⁹. En el primer trimestre, a pesar de que China mostró un crecimiento vigoroso, la inflación se moderó y las cadenas de suministros han prolongado su mejora.

En tercer lugar, nuevos brotes de inestabilidad financiera como el que vivimos en marzo podrían aumentar los impulsos recesivos. La repercusión de este episodio ha sido limitada, con un cierto endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro, principalmente a través de las primas de riesgo corporativas. Como he comentado antes, la información de la EPB de abril apunta a un endurecimiento notable de los criterios de concesión de crédito durante el primer trimestre del año. Dicho endurecimiento refleja una mayor percepción del riesgo por parte de las entidades vinculado, fundamentalmente, al deterioro de las perspectivas macroeconómicas y de la solvencia de los prestatarios y, en menor medida, a su menor tolerancia al riesgo, los mayores costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos. Por tanto, no parece estar asociado al episodio de tensión. Sin embargo, una reactivación de la inestabilidad financiera podría provocar un mayor endurecimiento de las condiciones del crédito y erosionar la confianza, lo que daría lugar también a un escenario de crecimiento económico más moderado y de descenso más rápido de la inflación.

Un cuarto elemento que añade un cierto grado de complejidad a las perspectivas de inflación está relacionado con la política fiscal. Las autoridades han implementado numerosas medidas de protección frente a la inflación, algunas de ellas con un efecto directo a la baja sobre los precios de consumo, tanto en 2022 como en 2023. A la

⁹ Según los datos más recientes, la recuperación de la economía china estaría sesgada hacia el consumo interno, particularmente en el sector servicios, lo que derivaría en presiones inflacionistas más reducidas en el área del euro, especialmente en relación con el efecto sobre el encarecimiento de las materias primas.

incertidumbre derivada del propio diseño e implementación de las medidas y su impacto final sobre la inflación hay que añadir que algunas de ellas introducen un tope en los precios de la energía y, por tanto, su activación depende de la evolución de los mercados energéticos. Además, la retirada de las medidas impulsará al alza los precios de consumo en los próximos años, especialmente en 2024, con una intensidad que dependerá del ritmo de retirada¹⁰.

A este respecto, es importante subrayar que, en el actual entorno de elevada inflación, para que la combinación de políticas sea adecuada es preciso que el tono de la política fiscal no sea incompatible con el endurecimiento de nuestra política monetaria. Esto significa que las medidas de apoyo público deberían ser temporales y estar focalizadas en los agentes más vulnerables y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía, y deberían retirarse a medida que disminuyan los precios de la energía. De lo contrario corremos el riesgo de que se incrementen las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más contundente de la política monetaria.

En cuanto a la dinámica de la inflación subyacente, tras una primera etapa de predominio de las presiones de origen externo, estas han ido remitiendo, mientras que las de origen interno se mantienen elevadas y están ganando importancia¹¹. No obstante, como he comentado anteriormente, es de esperar que la caída de los precios de la energía, la mejora de las cadenas de suministro y la moderación de la demanda, como consecuencia del endurecimiento de las condiciones financieras, empiecen a producir, gradualmente, efectos a la baja sobre la inflación.

No obstante, la intensidad de estos efectos es incierta, pues podrían no ser simétricos a los efectos al alza. La literatura económica no es concluyente en cuanto a la existencia o no de estas posibles asimetrías y, por tanto, esta dimensión debe vigilarse atentamente¹².

Nuestra atención también se está dirigiendo ahora a la respuesta de los salarios y de los márgenes empresariales y, por tanto, a la posible aparición de efectos de segunda vuelta.

En este sentido, las proyecciones de inflación de marzo asumen una recuperación gradual de los salarios reales, que se situarían a finales de 2025 en un nivel similar al del primer trimestre de 2022. Esto sería compatible con una caída de los costes laborales unitarios, dado que se prevé un ligero aumento de la productividad. Pero las negociaciones salariales están teniendo lugar en un contexto de mercados laborales tensionados y los convenios de nueva firma apuntan a presiones salariales crecientes.

¹⁰ En las proyecciones de marzo se espera que las medidas fiscales para compensar la subida de los precios de la energía y de la inflación tengan un impacto a la baja de 0,3 pp en la inflación medida por el IAPC en 2023 y un efecto al alza de unos 0,5 pp en 2024 y de 0,2 pp en 2025 a raíz de su retirada.

¹¹ José González Mínguez, Samuel Hurtado, Danilo Leiva-León y Alberto Urtasun. (2023). «De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 02.

¹² En el caso del precio del petróleo, Lutz Kilian y Robert J. Vigfusson. (2011). «Are the responses of the US economy asymmetric in energy price increases and decreases?». *Quantitative Economics*, 2(3), descartan la existencia de asimetrías tanto a nivel de actividad económica como de inflación para Estados Unidos, mientras que Lian An, Xiaoze Jin y Xiaomei Ren. (2014). «Are the macroeconomic effects of oil price shock symmetric? A Factor-Augmented Vector Autoregressive approach». *Energy Economics*, 45, concluyen, para esta misma economía, que el impacto sobre la inflación es menos acusado tras una disminución del precio del petróleo que ante un aumento.

En cuanto a los márgenes, las proyecciones anticipan que la moderación de la demanda dará lugar a una cierta compresión de estos. No obstante, una demanda más vigorosa o la emergencia de vulnerabilidades financieras en las empresas podrían dar lugar a un comportamiento de los márgenes más dinámico.

En este sentido, es importante seguir subrayando que una gran parte de la elevada inflación del área del euro tiene su origen en un encarecimiento de las materias primas importadas que ha ocasionado un deterioro significativo de la relación real de intercambio. Esto supone una pérdida de renta real para la economía del área del euro en su conjunto que es inevitable a corto y a medio plazo. La distribución equitativa de esta pérdida entre los trabajadores y las empresas podría impedir la espiral inflacionista que se producirá si ambos grupos intentan evitar la pérdida unilateralmente manteniendo, respectivamente, sus salarios reales y sus márgenes empresariales.

En definitiva, la prolongación del episodio inflacionista aumenta los riesgos de que se produzcan efectos significativos de segunda ronda, lo que, a su vez, aumenta la probabilidad de que se genere un desanclaje de las expectativas, si bien, hasta el momento, estas permanecen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios y los efectos de segunda ronda han sido moderados.

En cuanto a la transmisión de la política monetaria, hay que tener en cuenta que el ciclo actual presenta algunas peculiaridades en comparación con otros episodios históricos.

En primer lugar, el último ciclo de endurecimiento significativo y duradero tuvo lugar hace casi dos décadas. Desde entonces, la economía del área del euro y la economía global han experimentado transformaciones que pueden haber impactado en el mecanismo de transmisión.

En segundo lugar, el ciclo actual viene precedido por un período largo de política monetaria expansiva, que ha incluido nuevas medidas no convencionales, como la compra de activos financieros, y que recientemente han comenzado a revertirse. La reversión de estas medidas generará un endurecimiento de las condiciones financieras, más allá del asociado a la subida de los tipos de interés oficiales, para el que no existen precedentes que permitan su estimación precisa *ex ante*.

En tercer lugar, la intensidad y el ritmo de las subidas de los tipos de interés del BCE no tienen precedentes, lo que podría generar efectos no lineales en la economía.

Por último, en esta ocasión las perturbaciones de oferta negativas son las que han prevalecido, a diferencia de lo ocurrido en ciclos anteriores en los que dominaron las perturbaciones de demanda. Ello implica que la economía debe afrontar un endurecimiento de las condiciones financieras en un contexto de debilidad del crecimiento económico.

En este contexto, hemos identificado ya algunos cambios en la reacción de las condiciones financieras a la política monetaria en comparación con las regularidades históricas.

Algunos aspectos apuntarían a una **transmisión más lenta que en el pasado**.

El primero es la **menor sensibilidad de la carga financiera del sector privado no financiero a las subidas de los tipos de interés**, como resultado de la reducción del peso de la deuda bancaria de los hogares con hasta un año de fijación del tipo de interés sobre el total de deuda, del 35 % observado en 2012 al 25 % de 2021, y de la deuda bancaria de las sociedades no financieras con vencimiento hasta un año o con hasta un año de fijación del tipo de interés, del 70 % al 58 % del total en el mismo período¹³.

El segundo es la **traslación más lenta de los tipos de interés de mercado a la remuneración de los depósitos minoristas**, lo que podría explicarse, al menos en parte, por el hecho de que la remuneración de dichos depósitos fue superior a los tipos de interés de mercado durante el período de tipos de interés negativos y por la abundancia de liquidez existente. De hecho, existe evidencia de que en aquellas jurisdicciones donde existe una menor necesidad de financiación mediante depósitos para sostener la actividad crediticia las entidades de crédito han incrementado más moderadamente los tipos de interés de los depósitos¹⁴.

Sin embargo, otros desarrollos apoyarían **un endurecimiento de las condiciones financieras más intenso de lo que cabría esperar sobre la base de las regularidades históricas**.

En primer lugar, en el ciclo actual **se ha observado un incremento superior de algunas primas de riesgo** y, por tanto, un aumento del coste de financiación más elevado que el que se derivaría del incremento de los tipos de interés oficiales. Ello ha afectado en especial a las primas a plazo implícitas en las rentabilidades de horizonte lejano que compensan a los inversores por el riesgo de variaciones en los tipos de interés y, en menor medida, a las corporativas y soberanas. Estos movimientos se explicarían, entre otros factores, por la elevada incertidumbre sobre la evolución de la inflación y la política monetaria, por el descenso esperado en la cartera de activos del Eurosistema, por las externalidades de la política monetaria de otras áreas, principalmente Estados Unidos, y por los reducidos niveles de los que partían algunas de estas primas debido al largo período de condiciones monetarias expansivas que precedió al ciclo actual.

En segundo lugar, **la financiación mediante valores de renta fija ha aumentado**, desde el 16 % hasta el 24 % de la deuda total de las sociedades no financieras¹⁵. Este tipo de financiación tiende a incorporar de manera más rápida los movimientos de los tipos de interés oficiales.

En tercer lugar, **la traslación al coste de los nuevos préstamos bancarios a las empresas está siendo algo más rápida que en el pasado**. A esta evolución podría haber

¹³ No obstante, existe un notable grado de heterogeneidad entre países. Por ejemplo, el porcentaje de la deuda de los hogares con tipo de interés revisable al cabo de un año era a finales de 2021 del 67 % en España y del 59 % en Italia, pero únicamente alcanzaba el 6 % en Francia y Alemania. En el caso de las empresas, el porcentaje de deuda bancaria que vence o con tipos de interés que se revisan al cabo de un año se situaba en el 93 % en Italia, el 58 % en España, el 47 % en Francia y el 39 % en Alemania.

¹⁴ Estos resultados se han obtenido mediante un análisis de regresión con información de más de cien bancos del área del euro.

¹⁵ La deuda total se define como la suma del saldo vivo del crédito de los bancos del área del euro y los valores de renta fija.

contribuido el aumento de las primas de riesgo crediticio en un contexto macroeconómico adverso.

En cuarto lugar, existen señales de que el endurecimiento de las condiciones de financiación de las empresas y los hogares no solo se estaría produciendo a través de unos tipos de interés más elevados, sino también mediante unas **mayores dificultades de acceso al crédito**. De acuerdo con las respuestas de las entidades que participan en la EPB, desde finales de 2021 hasta el primer trimestre de 2023 los bancos del área del euro habrían aplicado unos criterios de aprobación y unas condiciones crediticias más restrictivos en todos los segmentos del mercado de crédito. Este endurecimiento es el de mayor magnitud desde la crisis de deuda soberana del área del euro y estaría ligado a una mayor percepción de riesgos, coherente con las perturbaciones de oferta negativas que prevalecen en este ciclo.

De hecho, los flujos de crédito han mostrado una notable pérdida de dinamismo. En el caso de los préstamos hipotecarios, la desaceleración está siendo más rápida en los países que mostraban señales de mayor sobrevaloración de la vivienda¹⁶.

Cabe esperar que esta evolución del crédito termine viéndose reflejada en la actividad real. De hecho, los criterios de concesión de crédito observados en la EPB en un determinado trimestre muestran una elevada correlación con el avance del PIB unos trimestres más tarde¹⁷.

Además, habrá que prestar especial atención a los nuevos datos sobre las condiciones crediticias con el fin de evaluar el posible impacto de las tensiones recientes en los mercados financieros. En particular, la nueva información de la EPB será de gran utilidad para conocer la evolución reciente de la oferta crediticia.

Pero la transmisión de una política monetaria más restrictiva no solo opera a través de los mercados de capitales y el canal bancario; otros canales, como el **canal del tipo de cambio**, son también relevantes.

El tipo de cambio del euro llegó a alcanzar una depreciación acumulada, en términos nominales, del 4 % frente a sus principales socios comerciales y del 17 % frente al dólar el año pasado¹⁸. La depreciación frente al dólar fue el resultado, sobre todo, de un endurecimiento mayor y más temprano de la política monetaria en Estados Unidos, de la mayor aversión global al riesgo y del hecho de que la perturbación energética supuso un deterioro de la relación real de intercambio en el área del euro, pero no en Estados Unidos¹⁹.

¹⁶ Junta Europea de Riesgo Sistémico (2022).

¹⁷ Franziska Huennekes y Petra Köhler-Ulbrich. (2022). «Recuadro 7. ¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?». *Boletín Económico*, 8, Banco Central Europeo.

¹⁸ Esta depreciación aumentó el coste de los productores del área del euro, puesto que la mayoría de los insumos importados están denominados en dólares, por lo que se perdió cierta cuota de mercado de las exportaciones (se estima que alrededor del 2,5 % en 2022).

¹⁹ Véase la sección 4.2.4 del capítulo 3 del *Informe Anual 2022* del Banco de España, «El episodio actual de tensiones inflacionistas en el área del euro, la respuesta de la política monetaria y sus efectos», de mayo de 2023.

Sin embargo, desde octubre de 2022 el euro se ha apreciado alrededor del 12 %, sobre la base de unas perspectivas macroeconómicas del área del euro mejores de lo inicialmente esperadas, una política monetaria menos restrictiva de lo anticipado en Estados Unidos y una menor aversión global al riesgo.

De acuerdo con la evidencia disponible²⁰, las fuertes fluctuaciones en la cotización del euro durante este ciclo de endurecimiento pueden implicar que la transmisión a los precios de consumo de estos movimientos, especialmente de aquellos ocasionados por perturbaciones de política monetaria o energéticas²¹, haya sido más rápida que en el pasado²². Esta evidencia muestra también que dicha transmisión sería aproximadamente simétrica, sin distinción significativa entre depreciaciones y apreciaciones, por lo que cabría esperar un impacto significativo sobre los precios de la apreciación reciente en los próximos trimestres²³.

En conjunto, se puede afirmar que la transmisión a la actividad real y a la inflación de la política monetaria estaría empezando a materializarse ya, aunque el grueso de los efectos se percibirá a partir de este año. Si se toma como ilustración el caso español, según el Modelo Trimestral del Banco de España, en un escenario contrafactual en el que los distintos canales operan de acuerdo con las regularidades empíricas históricas, el endurecimiento de la política monetaria en los últimos trimestres habría reducido la inflación en España en 2022 en unos 0,2 pp. Sin embargo, dados los considerables retardos con los que opera la política monetaria, este endurecimiento reduciría la inflación en 0,5 pp en 2023, mientras que el impacto sería de 0,6 pp tanto en 2024 como en 2025. En el caso del PIB, habría reducido el ritmo de avance del producto en 2022 en 0,6 pp, si bien su impacto máximo, de alrededor de 1,1 pp, se espera en 2024. El efecto del tipo de cambio y la sustitución intertemporal serían las dos vías principales de transmisión a la inflación.

Las estimaciones disponibles a partir de distintos modelos²⁴ muestran resultados similares para el conjunto del área del euro. En concreto la política monetaria habría tenido un efecto de reducción de la inflación de 50 pb en 2022, que aumentaría, de media, a alrededor de 2 pp en el período 2023-2025, aunque con diferencias significativas dependiendo del modelo utilizado. La transmisión a la actividad económica es más rápida, con un impacto negativo máximo en el PIB en 2023, que se situaría, de media, en alrededor de 2 pp en el período 2022-2025.

²⁰ Véase, por ejemplo, Roberta Colavecchio e Ieva Rubene. (2020). «Non-linear exchange rate pass-through to euro area inflation: a local projection approach». Working Paper Series, 2362, European Central Bank.

²¹ Danilo Leiva-Leon, Jaime Martínez-Martín y Eva Ortega. (2022). «Exchange Rate Shocks and Inflation Co-movement in the Euro Area». *International Journal of Central Banking*, 18(1), pp. 239-275.

²² Para una revisión de la literatura acerca la traslación de las fluctuaciones del tipo de cambio a precios en Europa, véase Eva Ortega y Chiara Osbat. (2020). «Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries». Occasional Paper Series, 241, European Central Bank.

²³ Philip R. Lane y Livio Stracca. (2018). «Can appreciation be expansionary? Evidence from the euro area». *Economic Policy*, 33(94), pp. 225-264.

²⁴ Matthieu Darracq-Paries, Roberto Motto, Carlos Montes-Galdón, Annukka Ristinieni, Arthur Saint Guilhem y Srečko Zimic. (2023). «A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021». *Economic Bulletin*, 3/2023, European Central Bank.

En todo caso, como señalaba con anterioridad, estos efectos estimados podrían subestimar el impacto macroeconómico que estaría asociado al rápido e intenso aumento que se ha producido en los tipos de interés.

Conclusiones

Para concluir, es evidente que desde el BCE estamos actuando de manera decidida para lograr que la inflación retorne al objetivo del 2 % a medio plazo. Dados los desfases con los que opera la política monetaria, la mayor parte del impacto esperado sobre la inflación del endurecimiento de la política monetaria tendría lugar en este año y los siguientes, con el pico de este impacto en 2024.

De cara al futuro, el proceso de endurecimiento de nuestra política monetaria está ya bien avanzado, aunque, con la información de la que disponemos actualmente, nos queda algo de camino por recorrer. También anticipamos que los tipos de interés tendrán que permanecer en territorio restrictivo por un tiempo prolongado para alcanzar nuestro objetivo de manera sostenida en el tiempo.

En todo caso, en un contexto de tanta incertidumbre como el actual, seguimos subrayando que las decisiones futuras continuarán dependiendo de los datos.

Permítanme terminar señalando que es evidente que el proceso de endurecimiento de la política monetaria está teniendo y tendrá costes a corto plazo en términos de menor actividad económica, pero que 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.