

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA UEM Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

CÁMARA DE COMERCIO DE SANTA CRUZ DE TENERIFE

Santa Cruz de Tenerife

2 de noviembre de 2023



- Las decisiones del Consejo de Gobierno (CG) del BCE sobre los tipos de interés se basan en un **enfoque dependiente de los datos**. En particular, en base a tres elementos:

Perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros

Dinámica de la inflación subyacente

Intensidad de la transmisión de la política monetaria

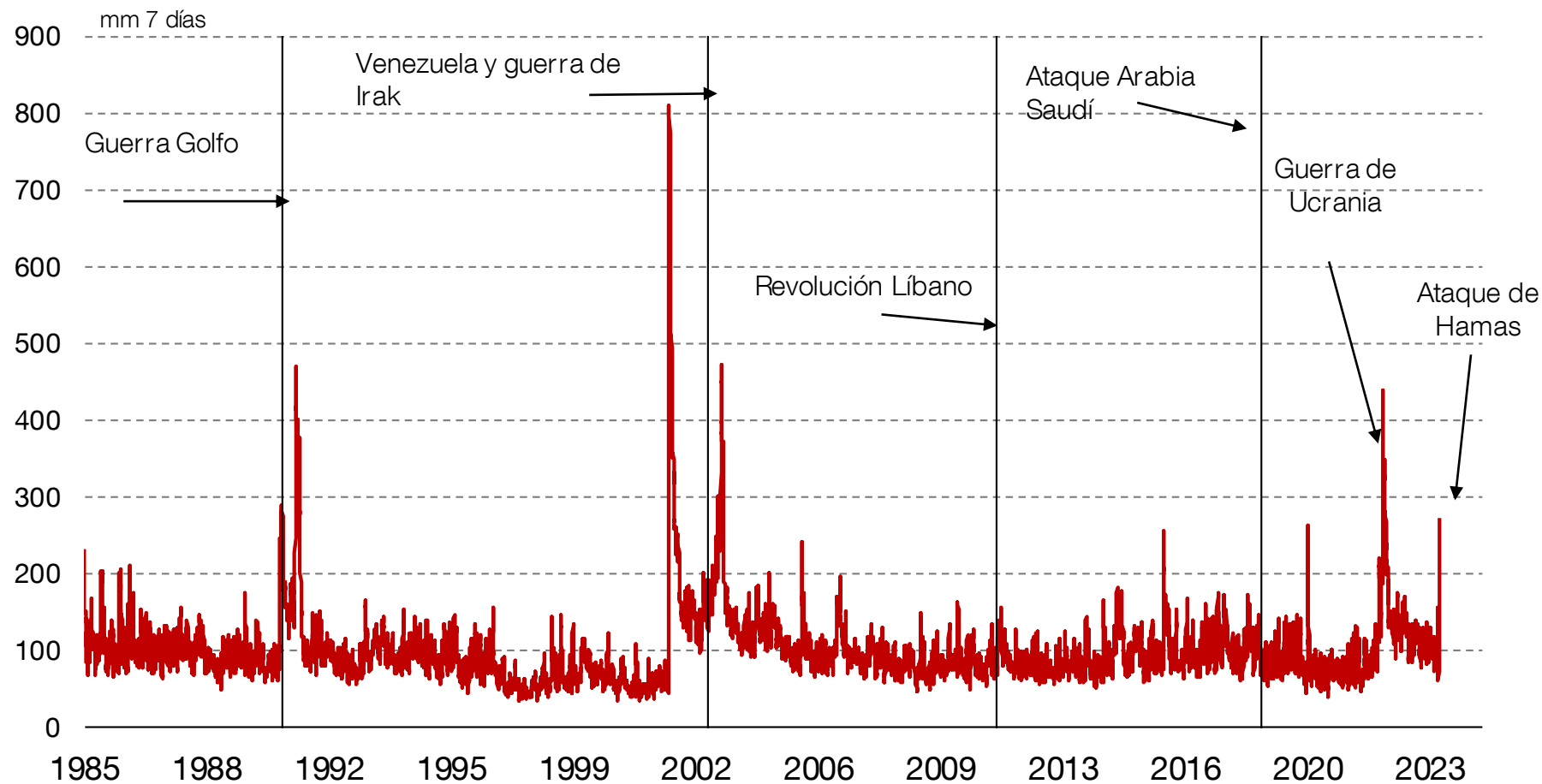
- La decisión del CG del BCE la semana pasada de **mantener los tipos de interés**, tras 10 incrementos consecutivos que han supuesto un incremento acumulado de 450 puntos básicos y han situado el tipo de la facilidad de depósito en el 4% y una reducción muy significativa de nuestro balance, se ha basado en la siguiente valoración de estas tres dimensiones.

ÍNDICE

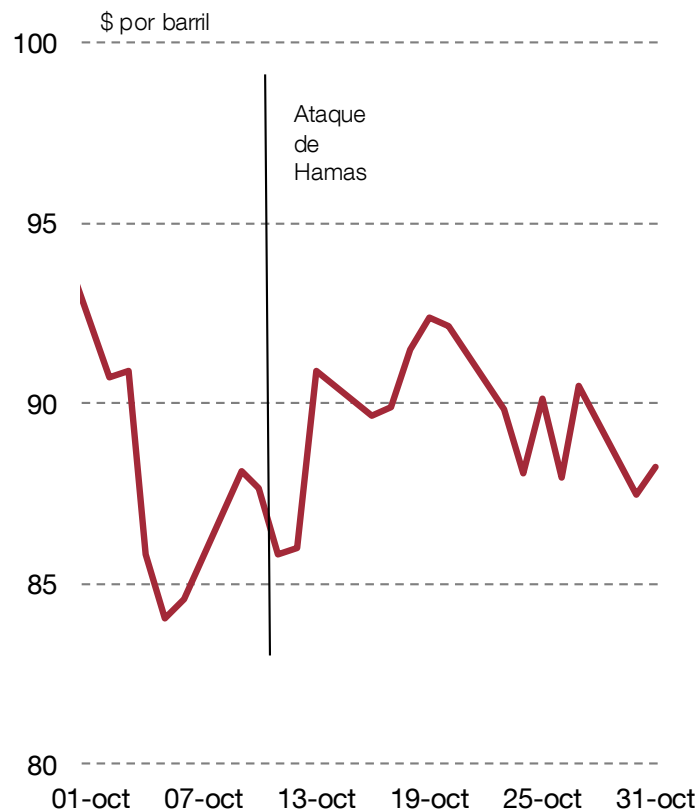
- 1. Las perspectivas de crecimiento económico**
2. Las perspectivas de inflación, incluida la dinámica de la inflación subyacente
3. La intensidad de la transmisión de la política monetaria
4. ¿Qué podemos esperar de cara al futuro sobre la política monetaria?



Índice de riesgo geopolítico



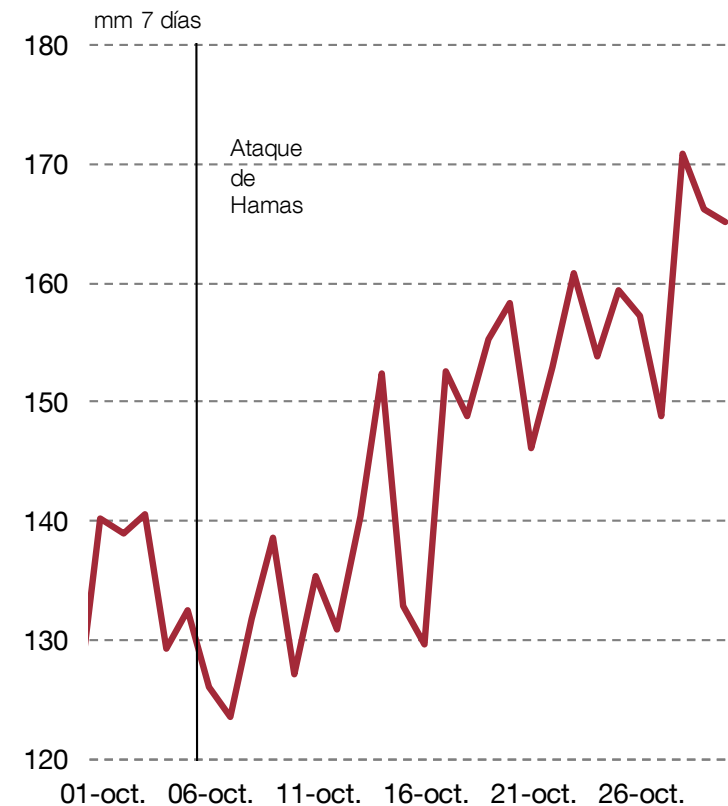
Precio del petróleo



Precio del gas natural (TTF)

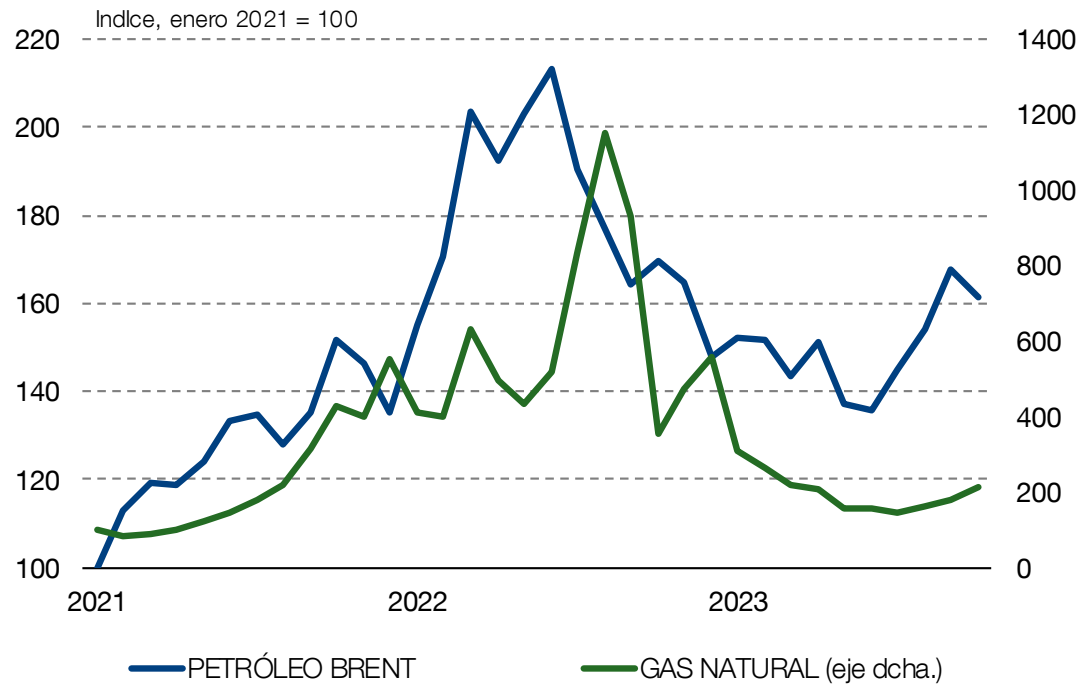


EPU España

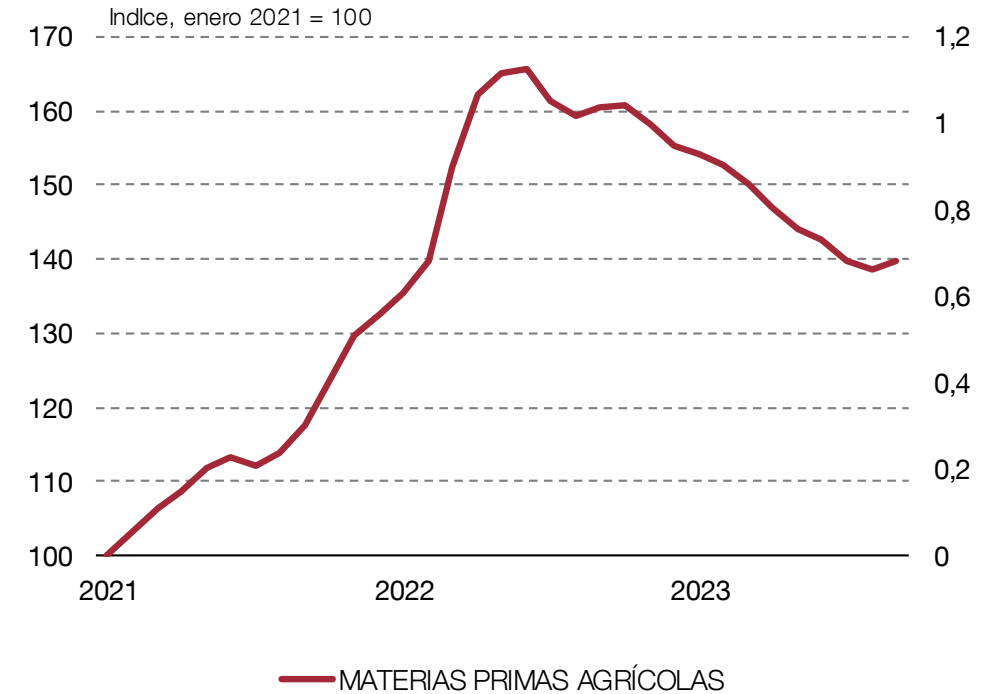


Precios de materias primas

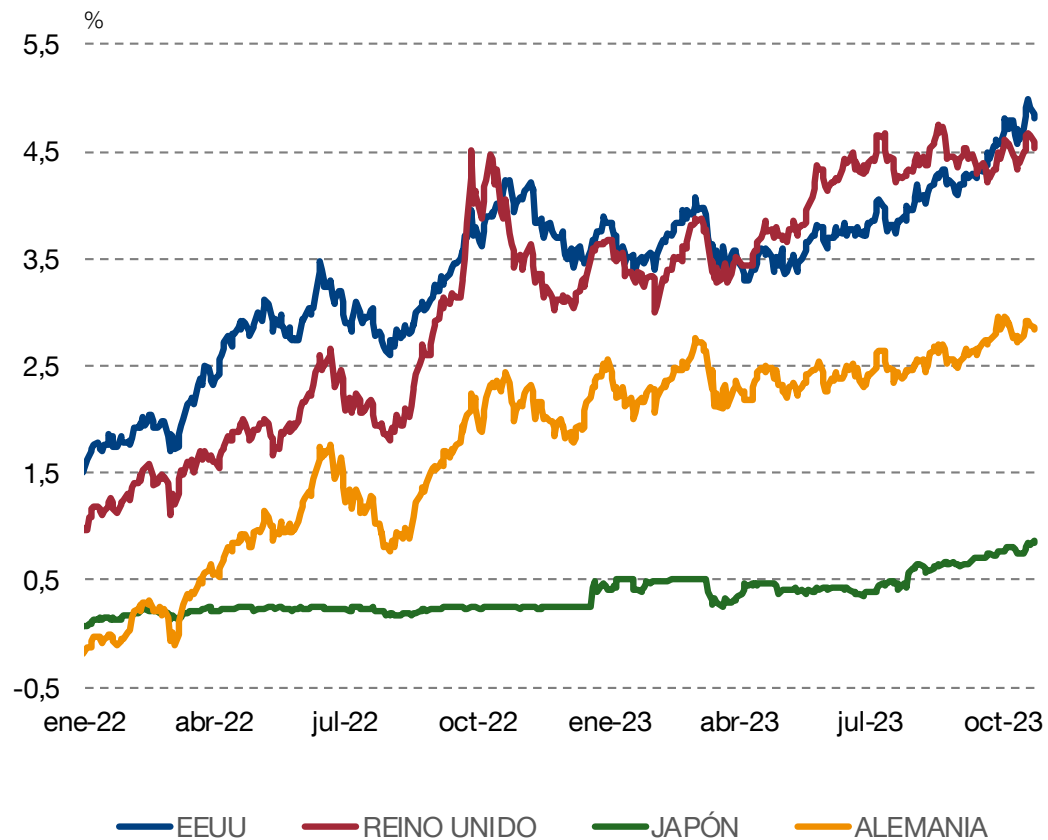
Petróleo y gas



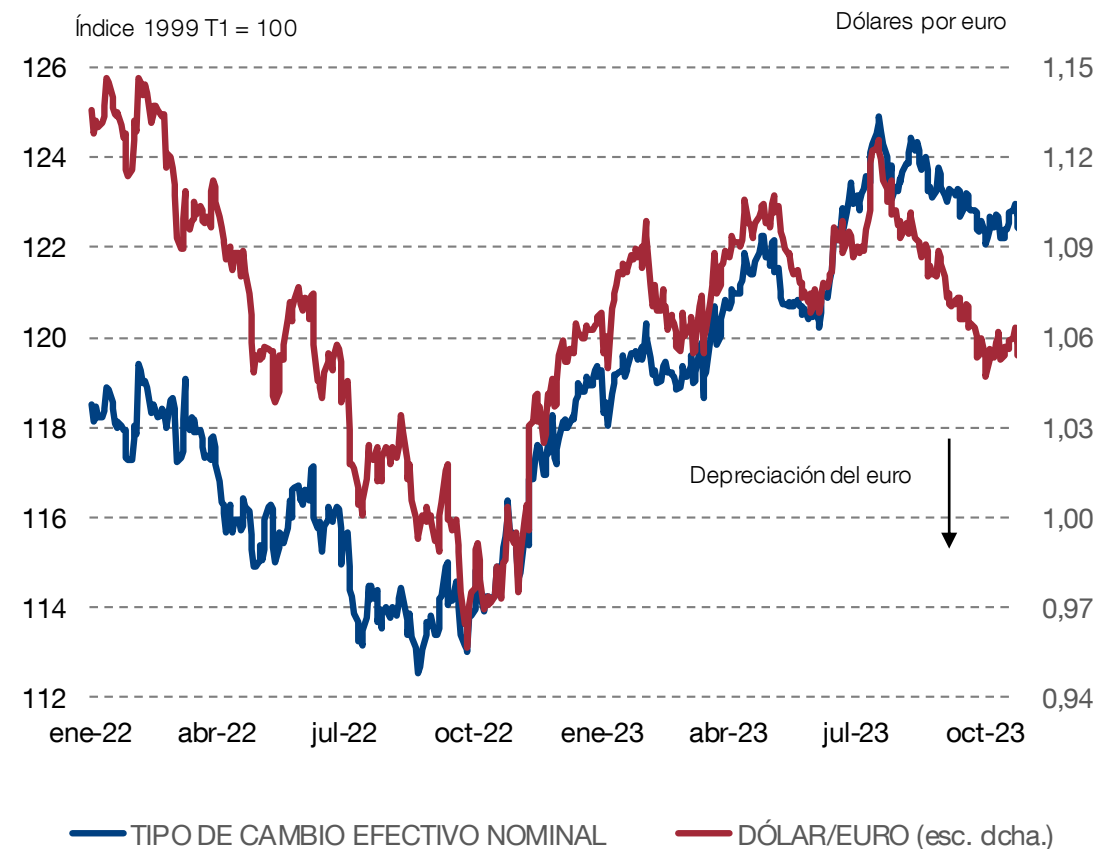
Alimentos



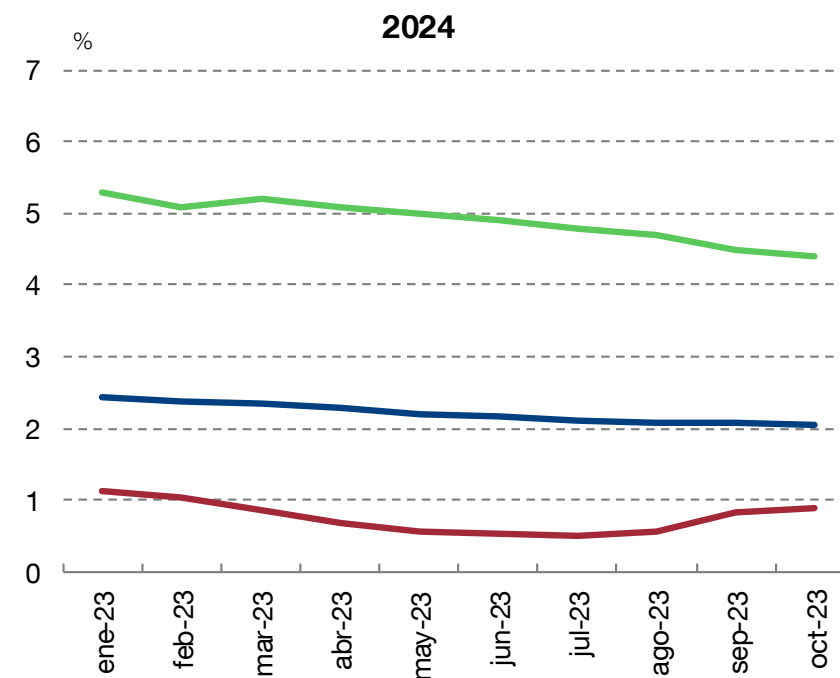
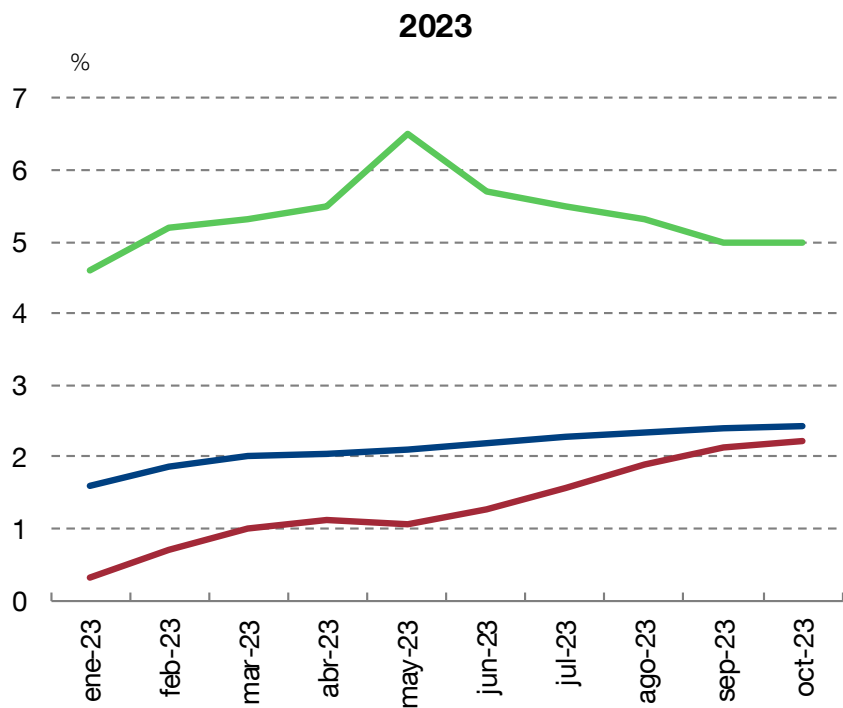
Tipos de interés bonos a 10 años



Tipos de cambio del euro



Consensus: previsiones de crecimiento del PIB



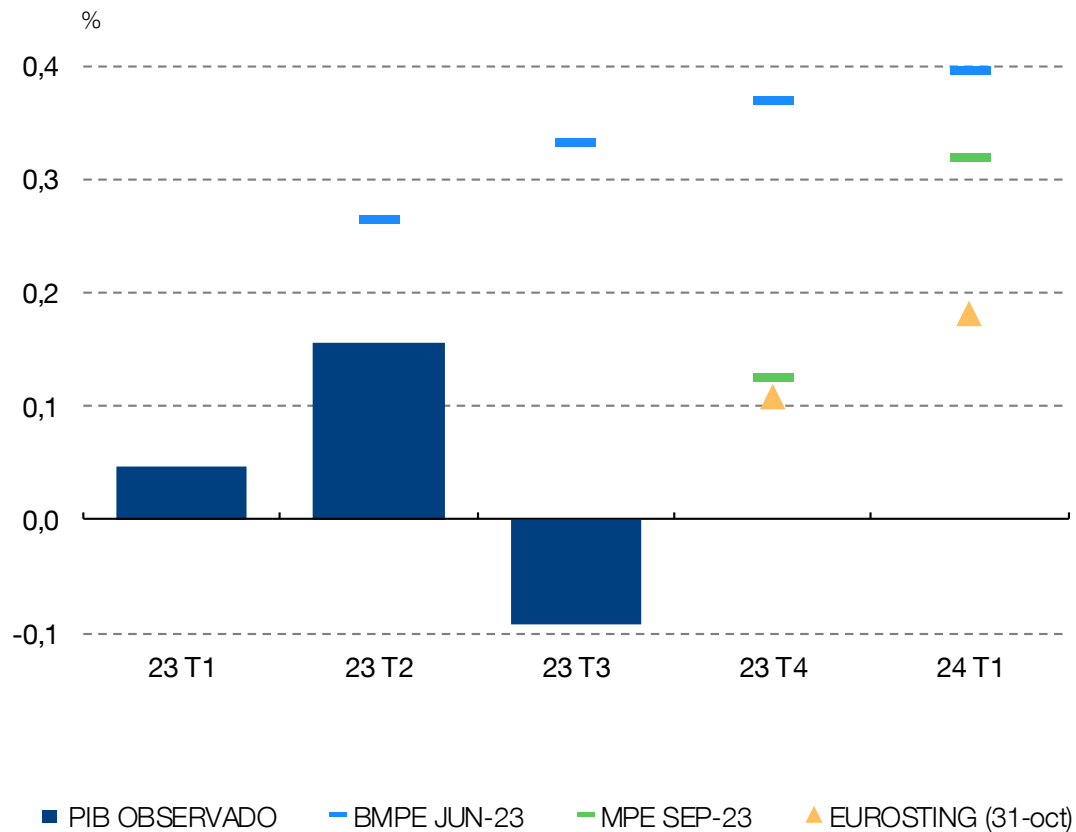
— EEUU

— CHINA

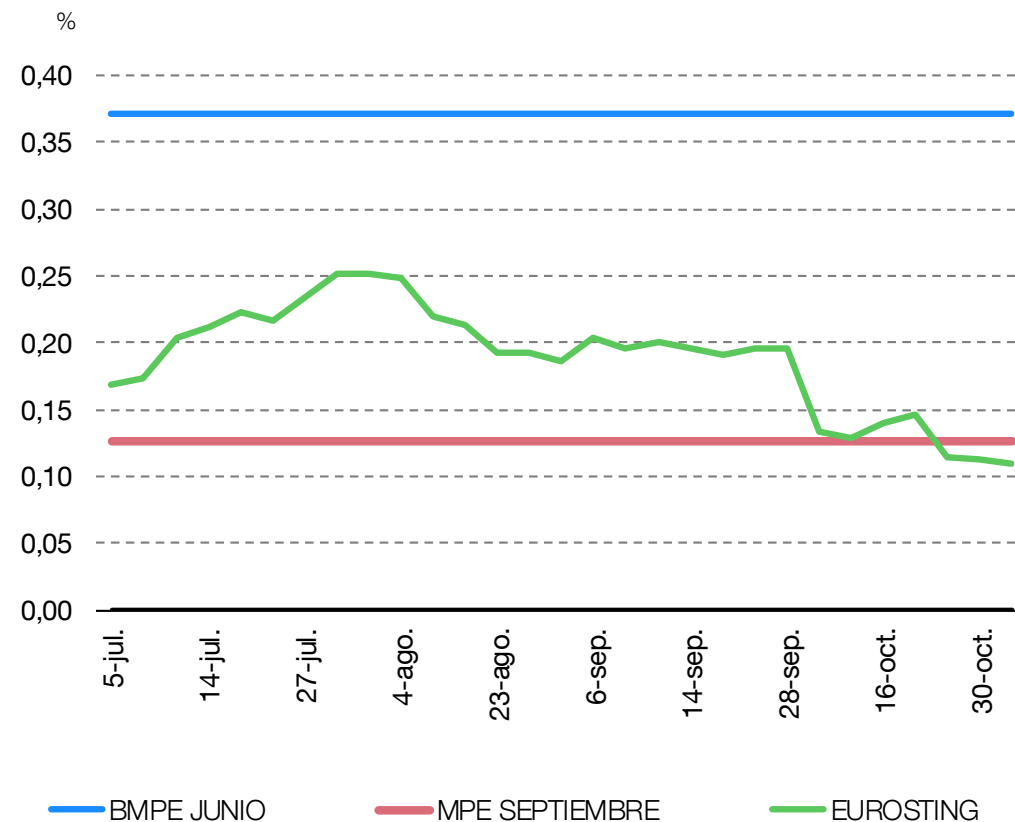
— MUNDO

Previsiones de crecimiento intertrimestral del PIB de la UEM

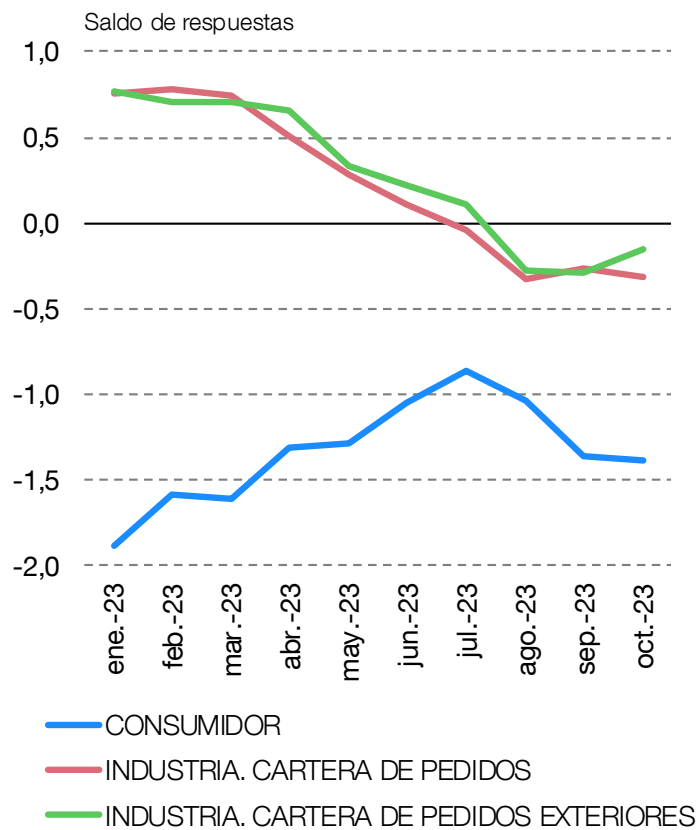
Modelos de corto plazo



Eurosting. Cuarto trimestre

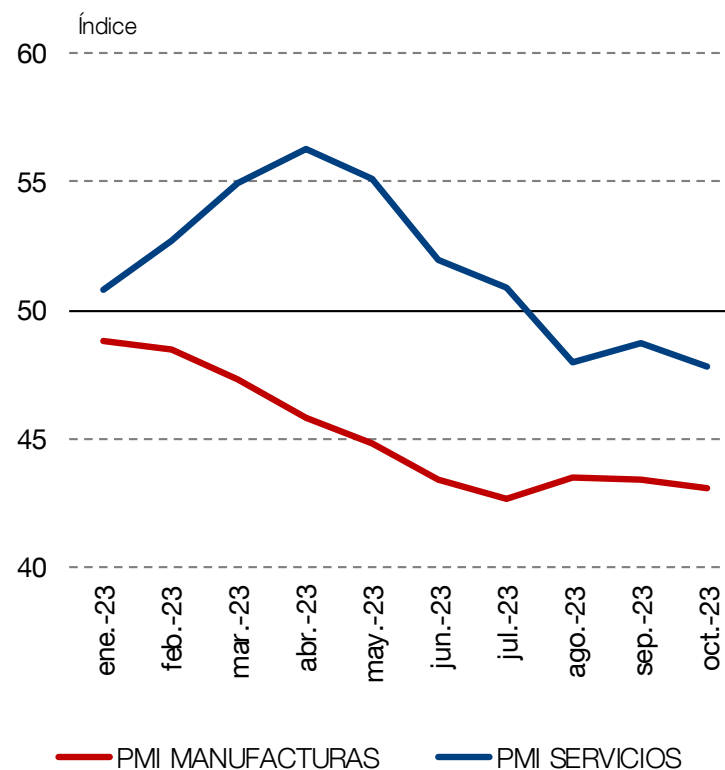


UEM. Indicadores confianza CE (a)

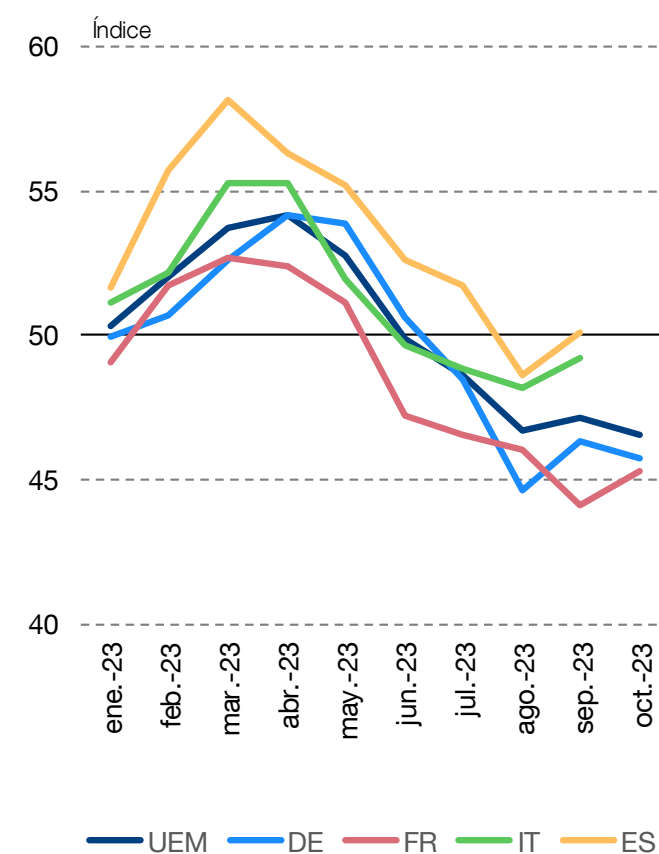


(a): Series normalizadas.

UEM. PMI Sectores

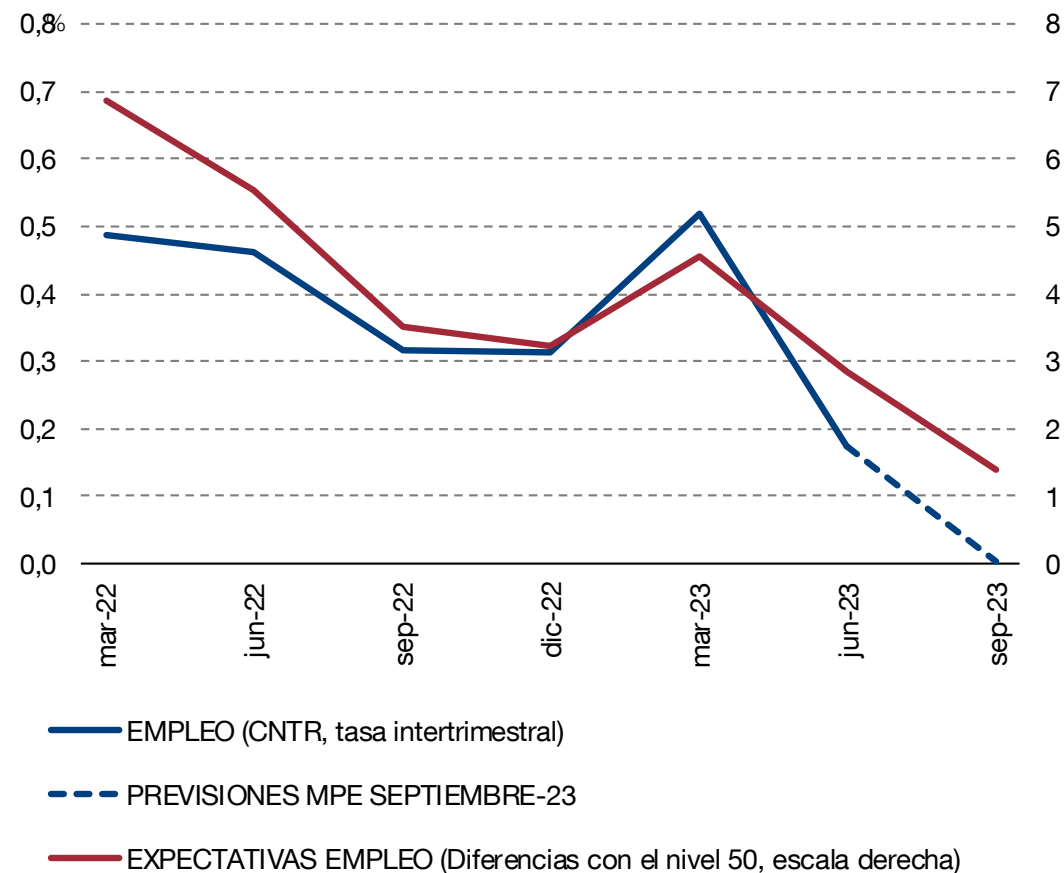


PMI compuesto países

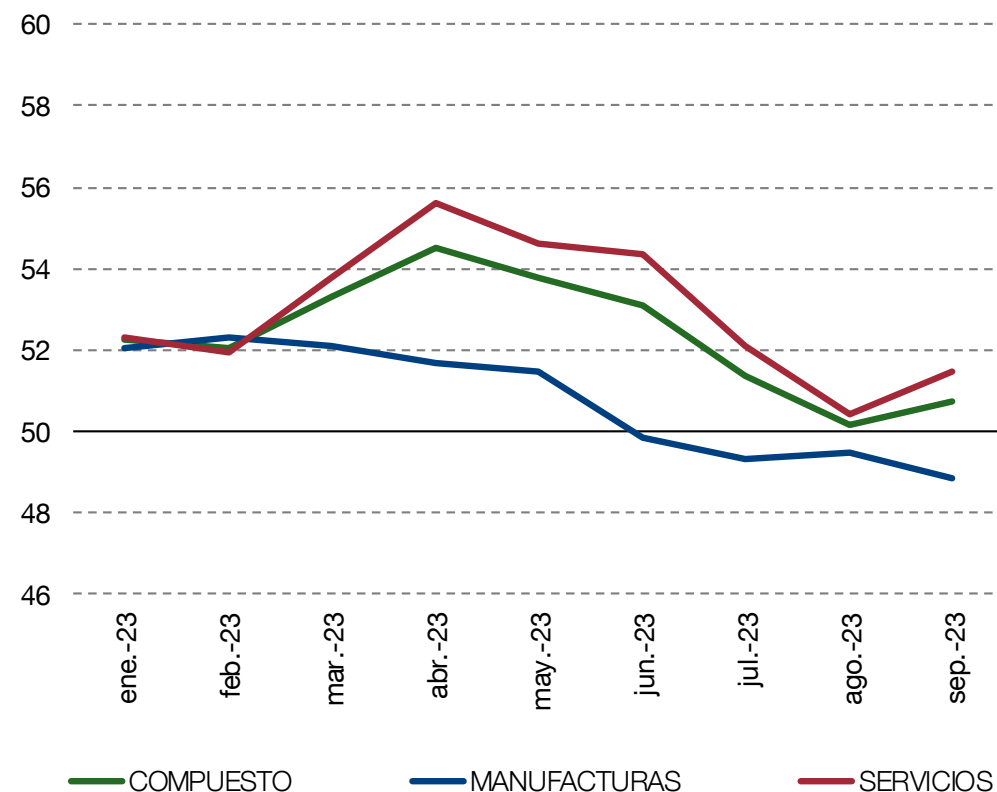


UEM indicadores de empleo

Empleo (CNTR) y expectativas de empleo



PMI de empleo

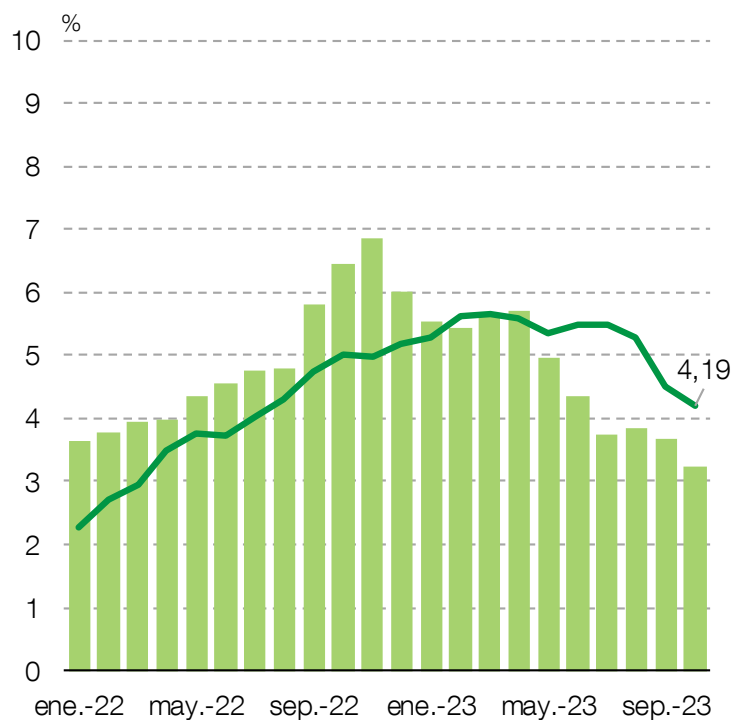


ÍNDICE

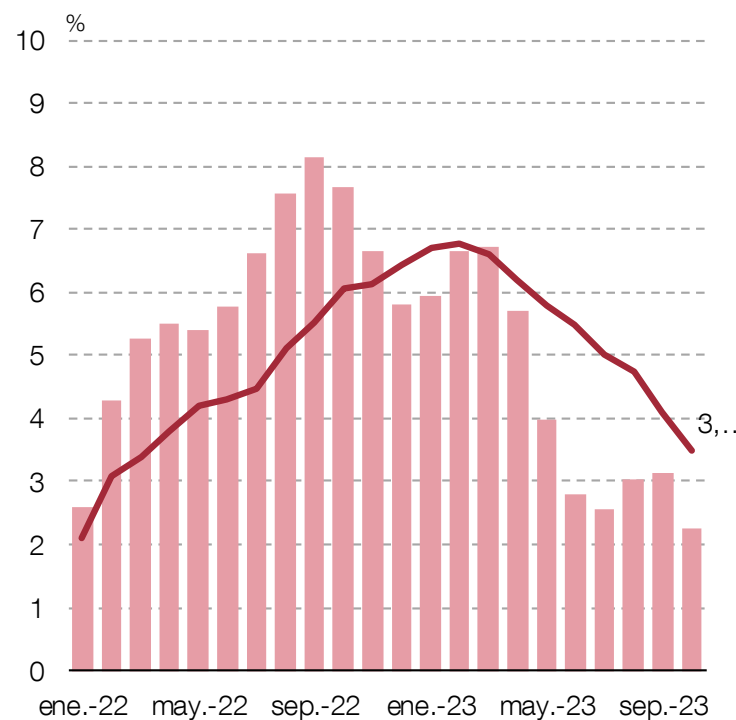
1. Las perspectivas de crecimiento económico
- 2. Las perspectivas de inflación, incluida la dinámica de la inflación subyacente**
3. La intensidad de la transmisión de la política monetaria
4. ¿Qué podemos esperar de cara al futuro sobre la política monetaria?



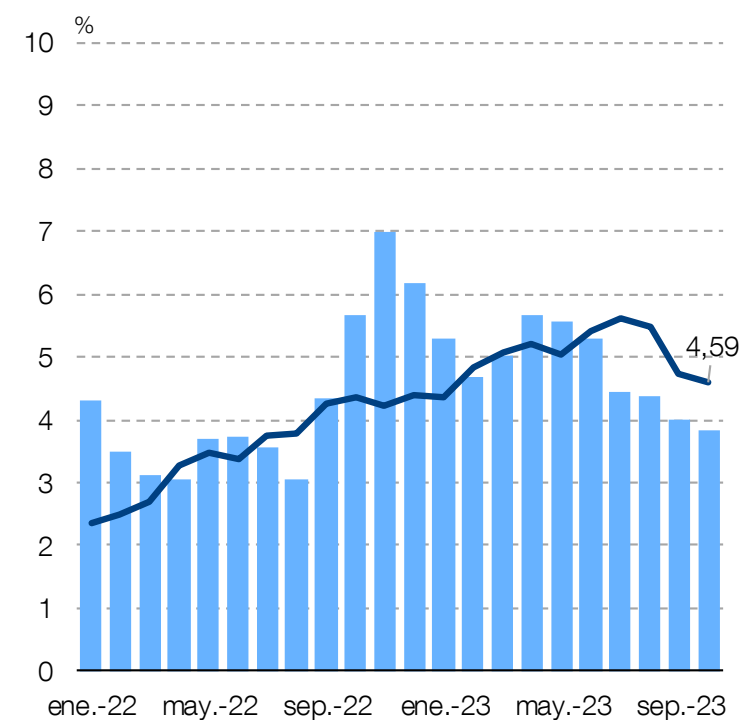
IAPC Excluidos energía y alimentos



IAPC. Bienes industriales no energéticos



IAPC. Servicios

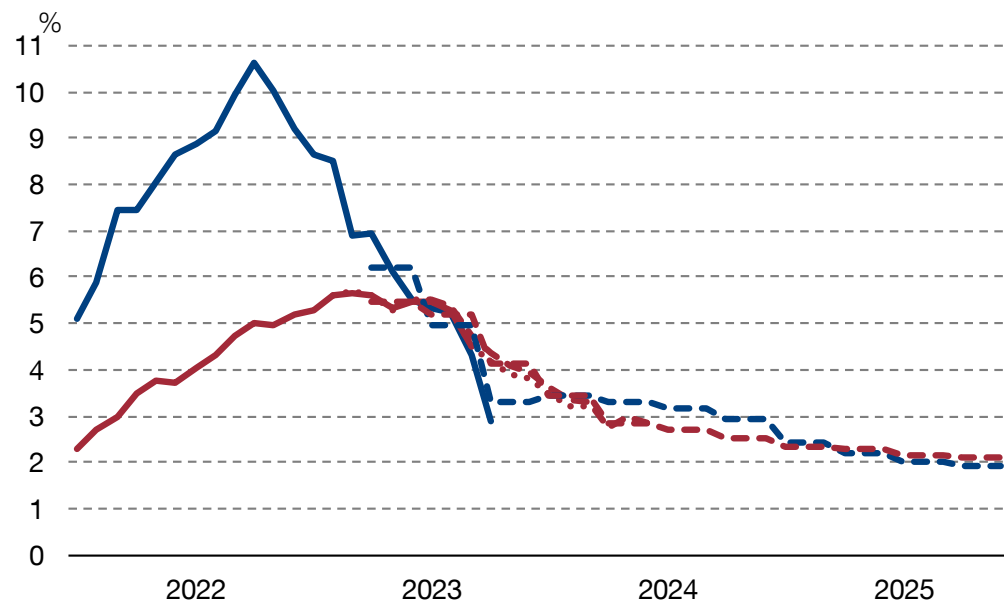


■ MOMENTUM (a)

— INTERANUAL (T1,12)

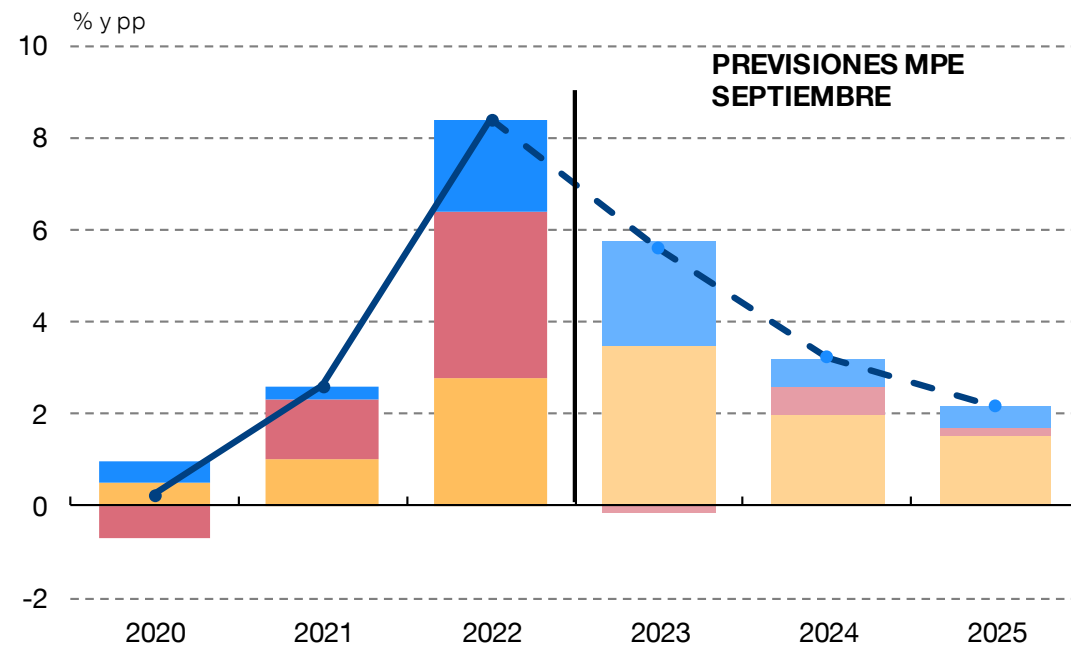
(a): El *momentum* se define como la tasa de variación del IAPC promedio de tres meses sobre el promedio de los tres meses inmediatamente anteriores, en términos anualizados.

UEM. Inflación



— GENERAL — EXCL. ENERGÍA Y ALIMENTOS - - - MPE SEPTIEMBRE

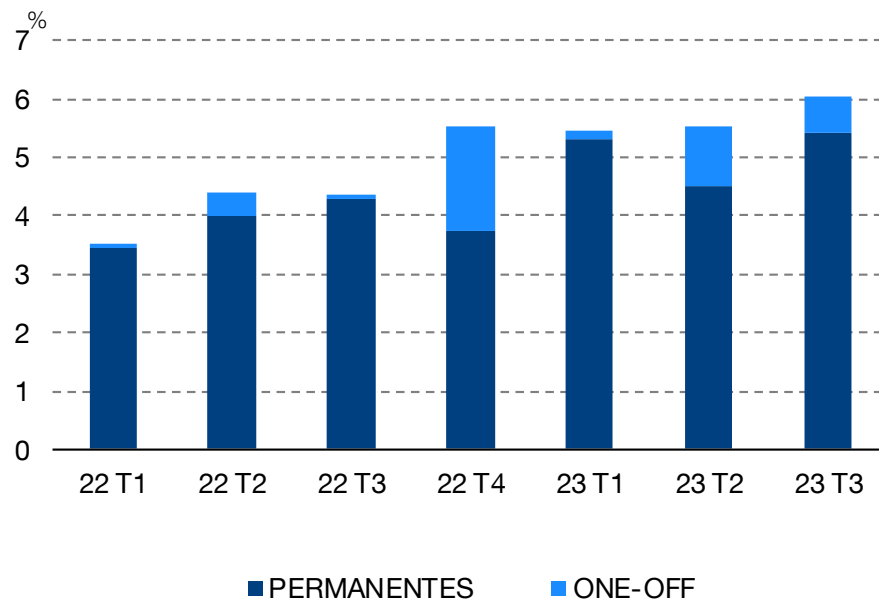
Inflación y contribución de componentes



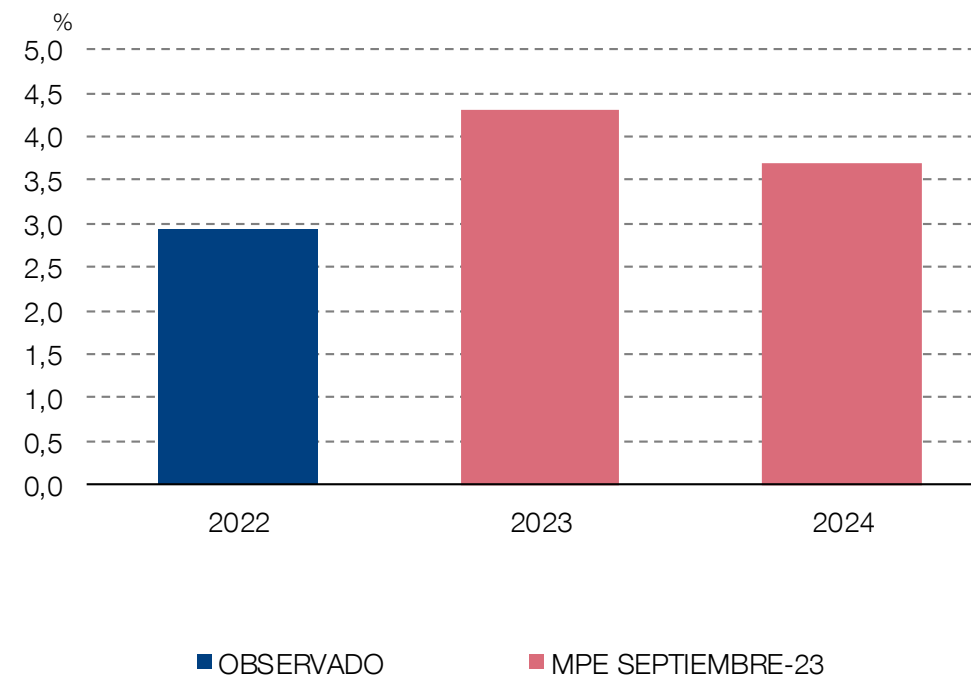
■ SUBYACENTE ■ ENERGÍA ■ ALIMENTOS — INFLACIÓN GENERAL

Salarios negociados (crecimiento interanual)

UEM. Acuerdos de nueva firma (a)

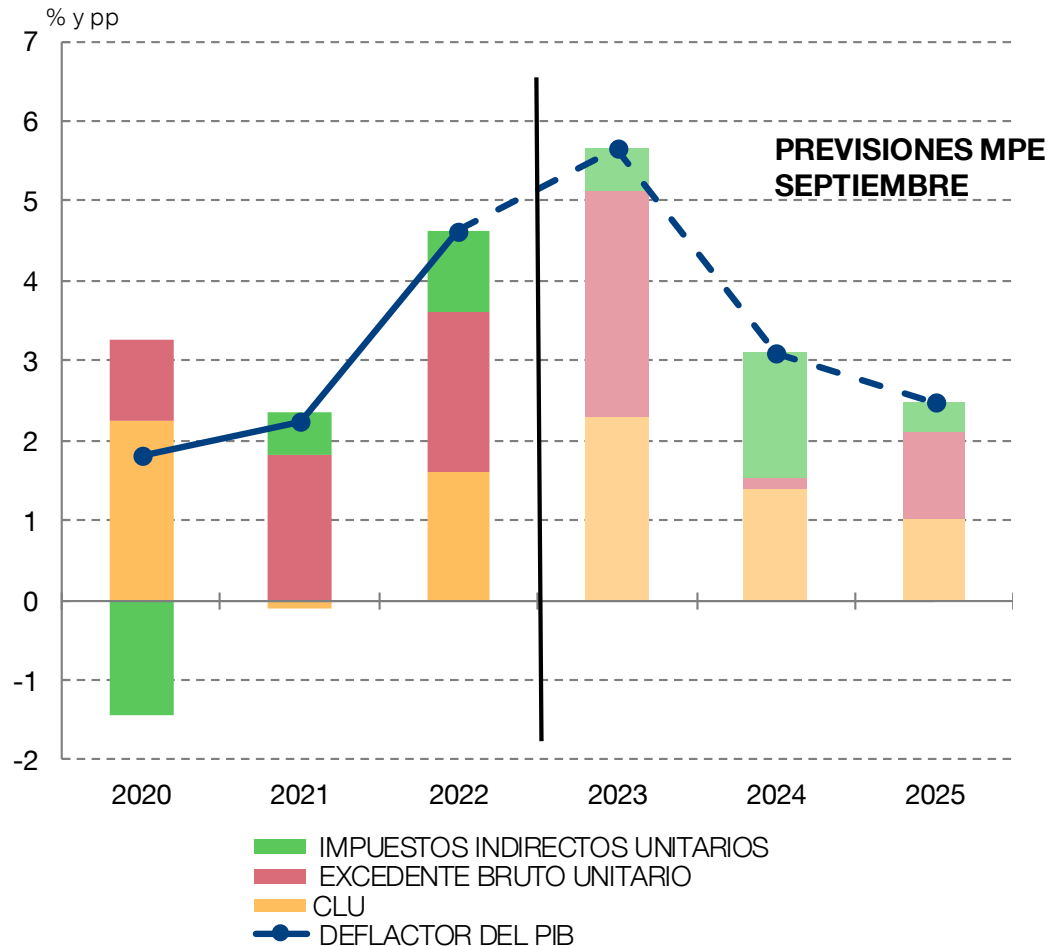


UEM. Previsiones (b)



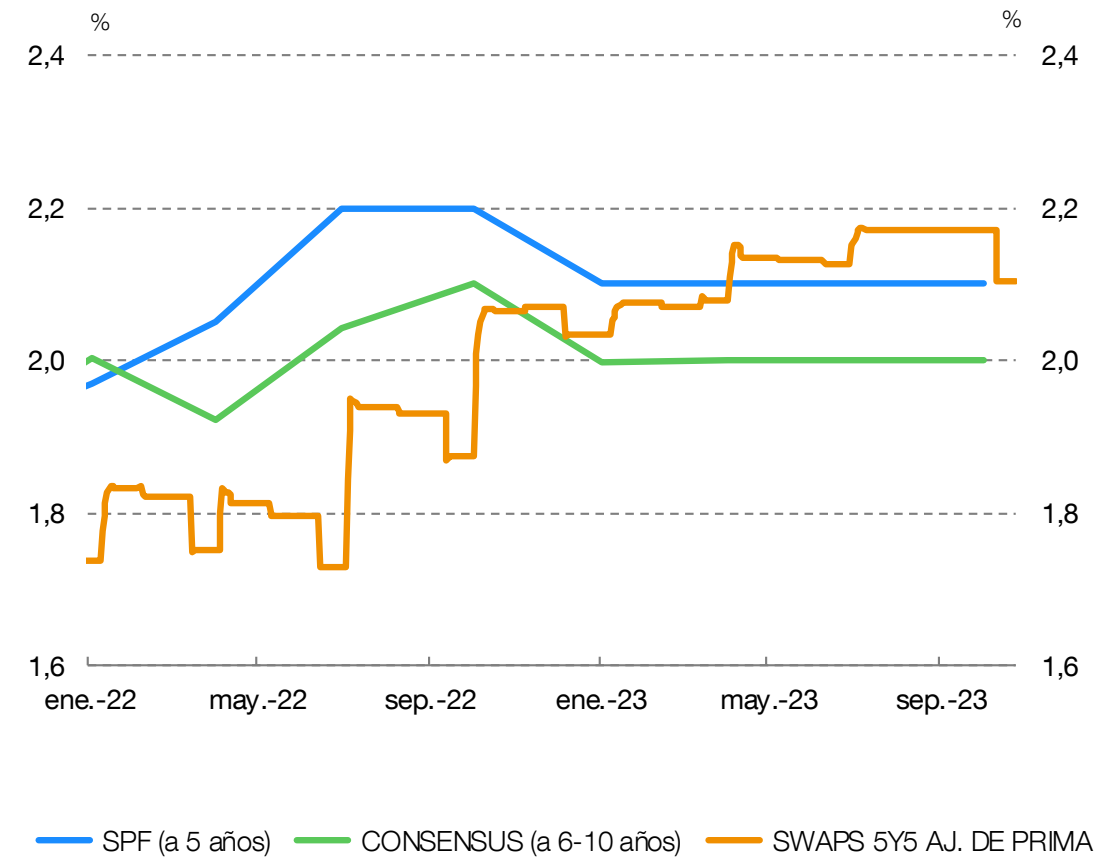
(a) Aumentos salariales para los 12 meses siguientes.
(b) Incluyen pagos one-off.

UEM. Contribuciones al deflactor del PIB (variación interanual) (a)



(a) El excedente bruto unitario se define como el cociente entre el excedente bruto de explotación (EBE, incluyendo las rentas mixtas) y el PIB real.

“A largo plazo” Encuestas analistas y mercados



Se prevé un crecimiento muy débil para el segundo semestre de 2023.

La inflación general y la subyacente se desaceleran en línea con lo previsto.

RIESGOS:

- **EN LA ACTIVIDAD: ORIENTADOS A LA BAJA**

- **A LA BAJA:** efectos de la política monetaria más intensos de lo esperado, una mayor debilidad de la economía mundial y riesgos geopolíticos (Ucrania, Oriente Medio).
- **AL ALZA:** mayor fortaleza del mercado de trabajo y de las rentas reales.

- **EN LA INFLACION: EQUILIBRADOS**

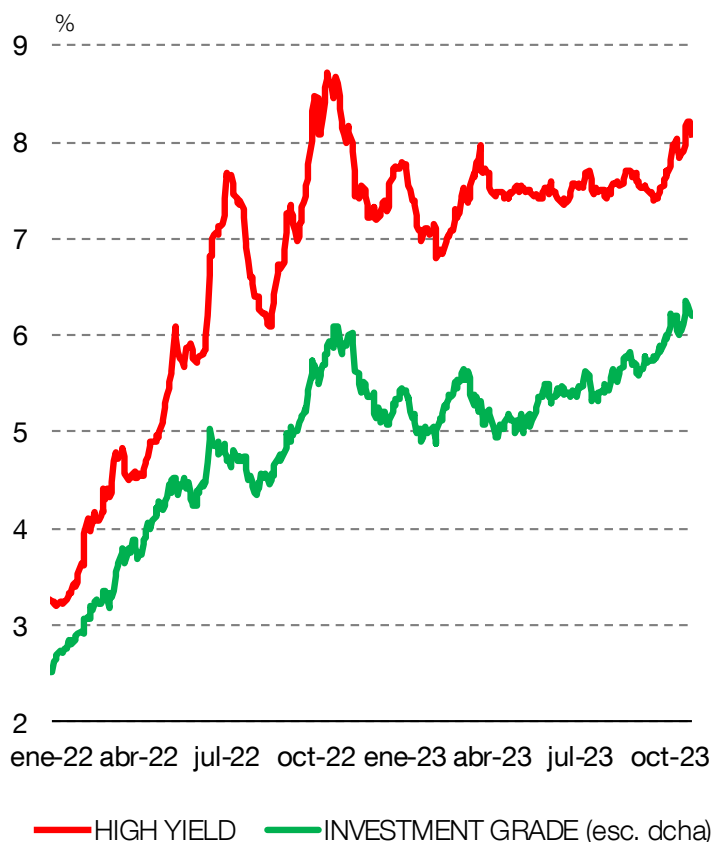
- **AL ALZA:** riesgo de encarecimiento de las materias primas energéticas por la crisis geopolítica de Oriente Medio, aumentos de salarios y márgenes mayores de lo esperado.
- **A LA BAJA:** transmisión más intensa de la política monetaria, mayor debilidad de la economía.

ÍNDICE

1. Las perspectivas de crecimiento económico
2. Las perspectivas de inflación, incluida la dinámica de la inflación subyacente
- 3. La intensidad de la transmisión de la política monetaria**
4. ¿Qué podemos esperar de cara al futuro sobre la política monetaria?

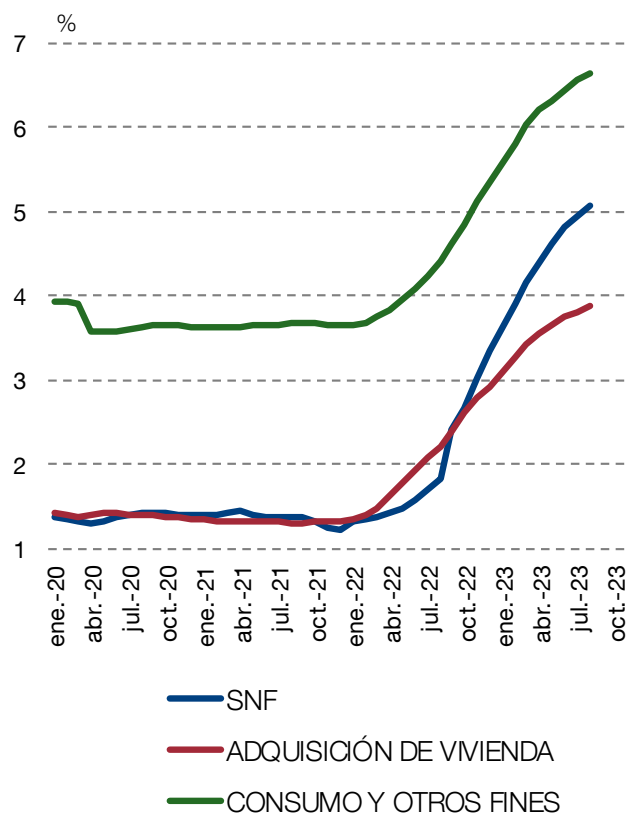


Tipos de interés bonos sociedades no financieras

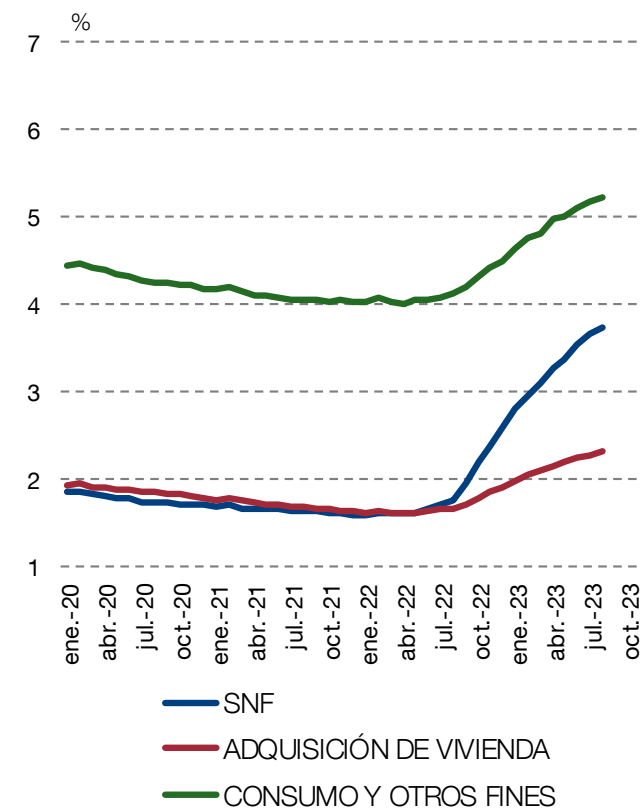


a. TEDR ajustados por componente estacional e irregular.

Coste de los nuevos préstamos bancarios (a)

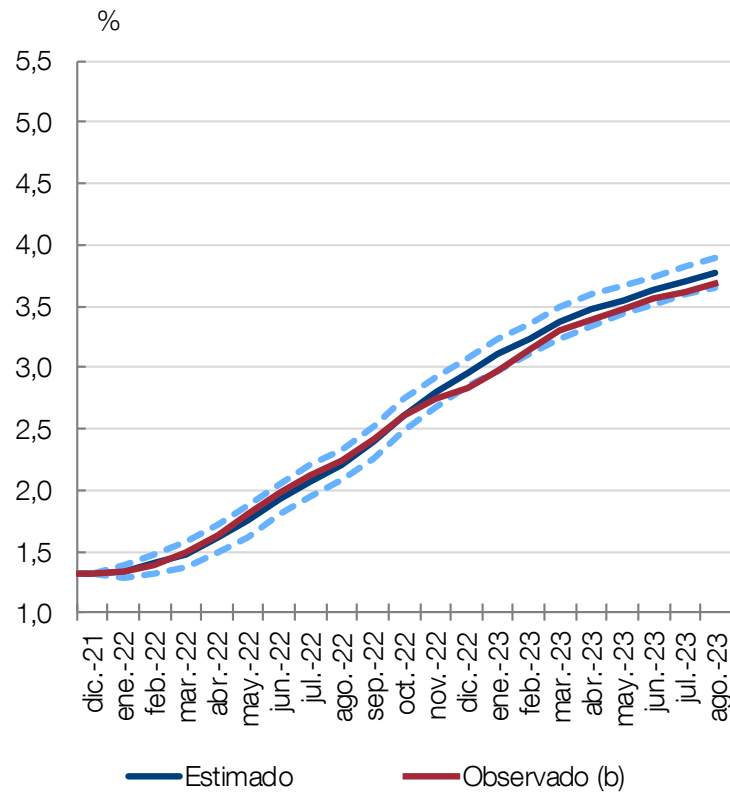


Tipos de interés del saldo de préstamos bancarios



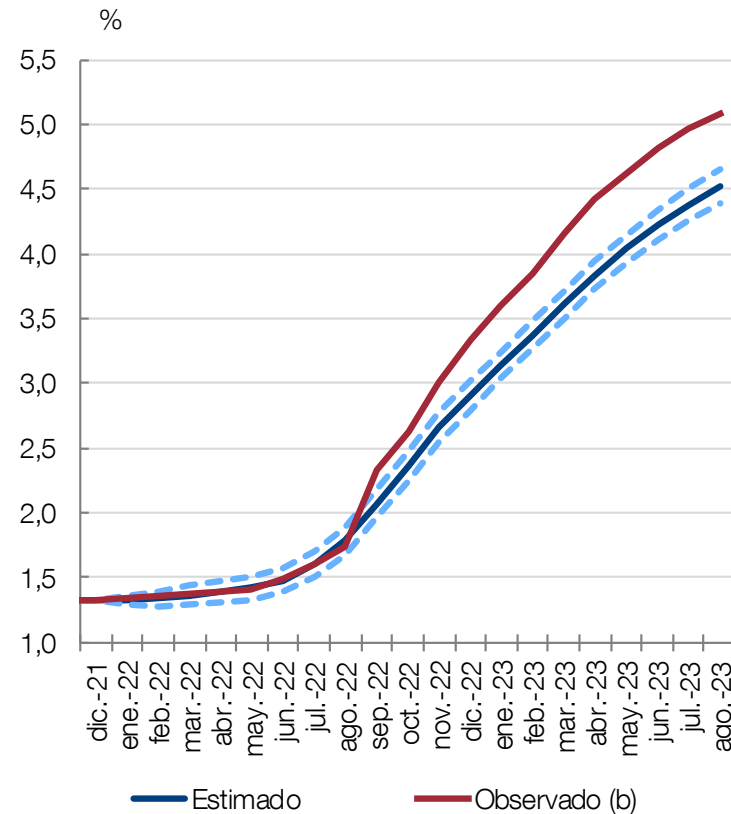
Crédito a hogares para vivienda

Tipo de interés a más de un año (a)



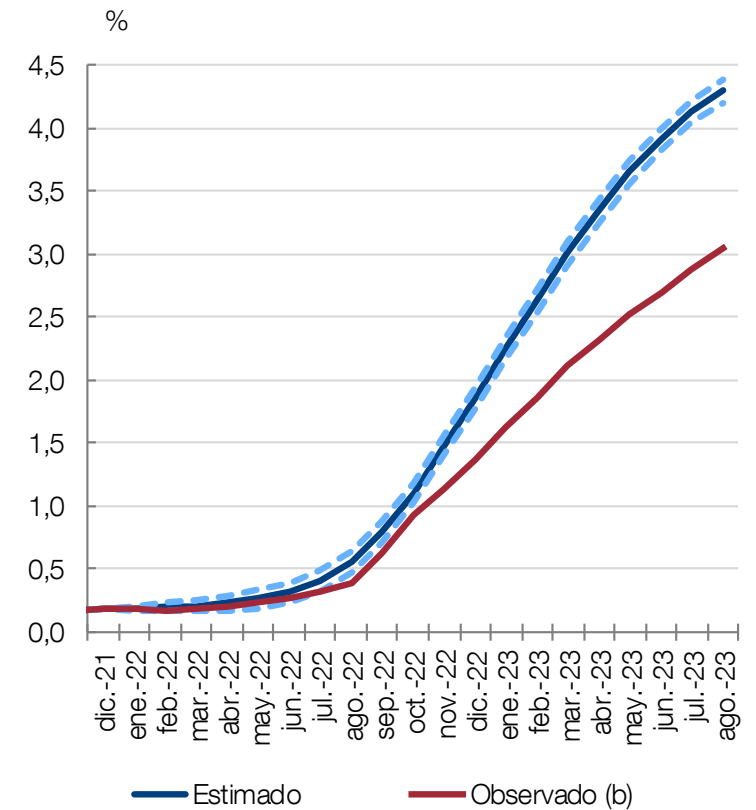
Crédito a sociedades no financieras

Tipo de interés hasta un año (a)



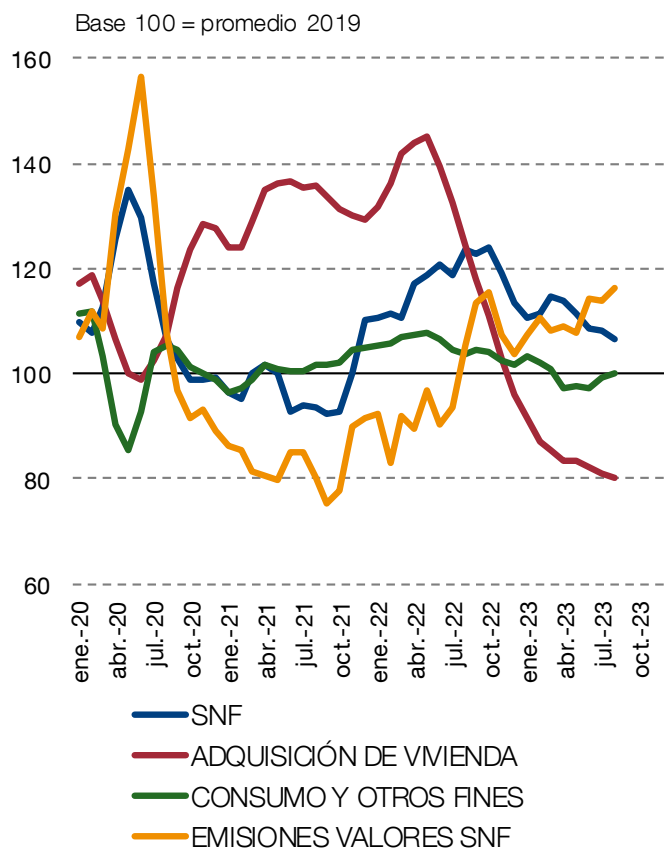
Depósitos de hogares

Tipo de interés hasta un año (a)

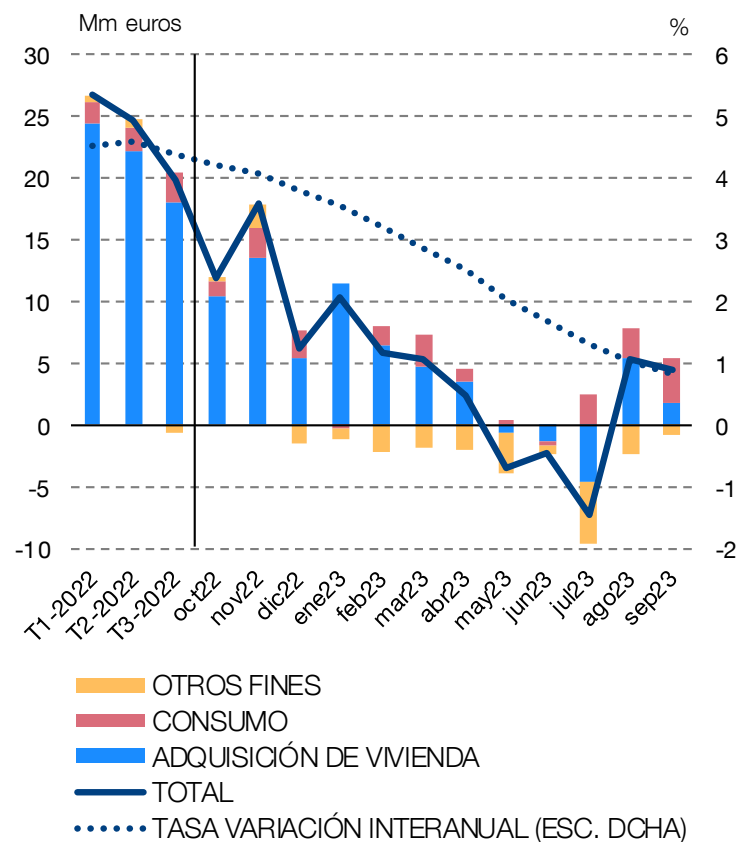


a. TEDR ajustado s por estaciona lidad y compo nente irregular (sujeto s a revisio nes por la reestimació n de esto s compo nentes al incor porarse nuevas observacio nes). El plazo se refiere a la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés.
b. Tipo de interés que resultaría si la transmisió n de los tipos de interés de mercado se hubiera producido de acuerdo con las regularidades históricas, estimadas a partir de un modelo de corrección del error entre enero 2003 y agosto 2007.

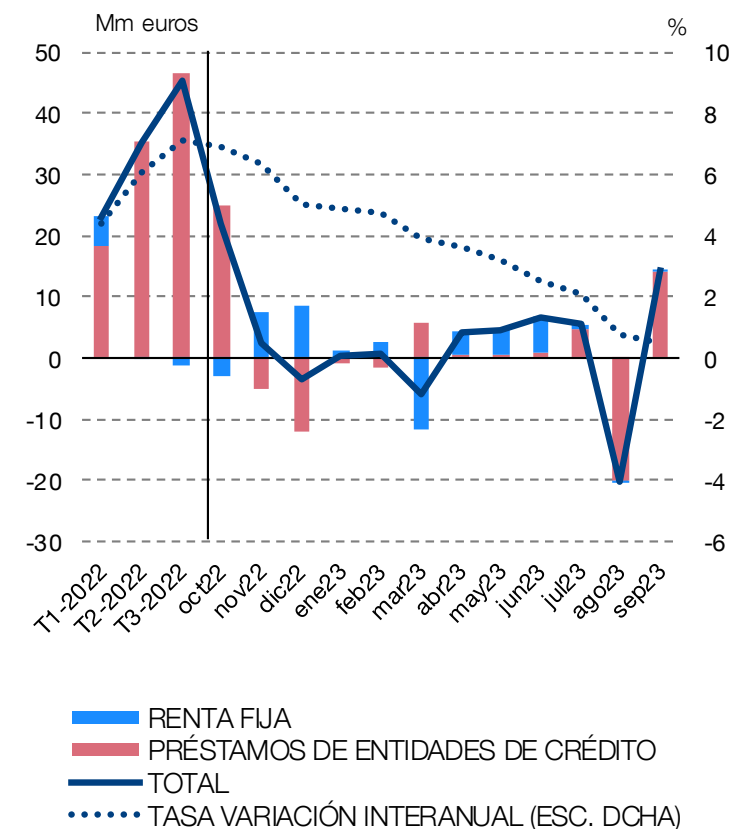
Nuevas operaciones (a)



Flujos netos de crédito. Hogares (b)



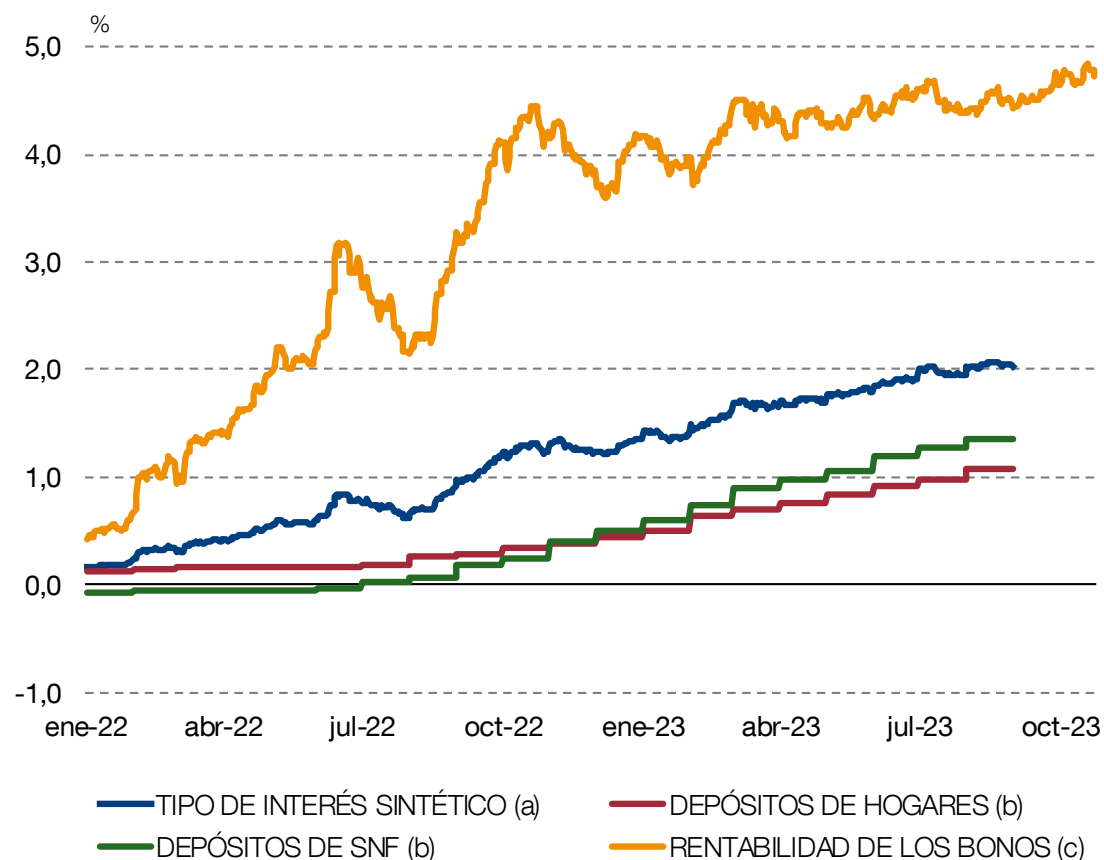
Flujos netos de crédito. Empresas (b)



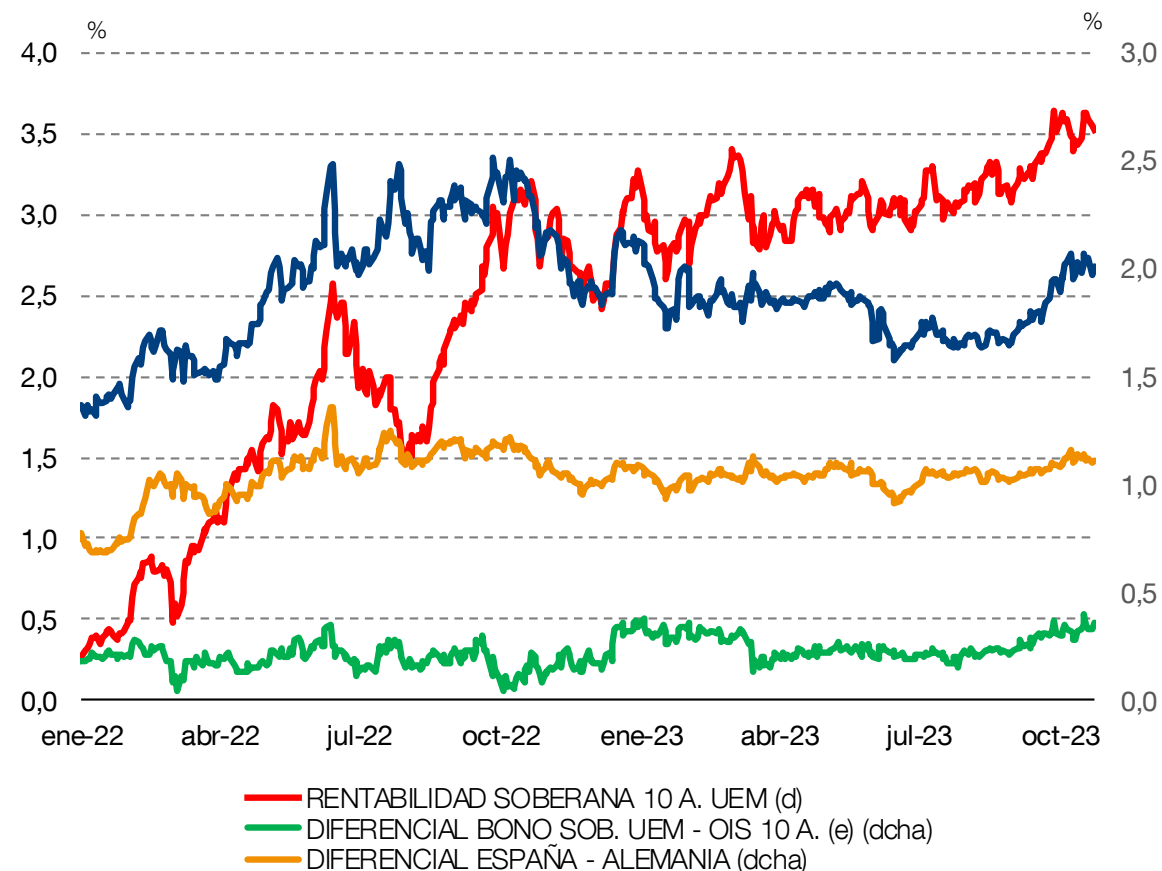
a. Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses.

b. Flujos desestacionalizados. Los datos trimestrales son medias mensuales. Los préstamos incluyen titulización.

Costes de financiación de los bancos



Costes de financiación de las AAPP



a. Media diaria ponderada de los tipos de los depósitos y la rentabilidad de los bonos. Los pesos se obtienen de los saldos de los depósitos y los bonos registrados en el balance agregado de las entidades de crédito de la UEM.

b. Tipos de interés mensuales de los nuevos depósitos ponderados por saldos, representados diariamente.

c. Índice "ICE BofA Euro Banking".

d. La UEM se calcula como la media ponderada por el PIB de las rentabilidades de los 16 países: Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Bélgica, Austria, Irlanda, Finlandia, Portugal, Grecia, Eslovaquia, Eslovenia, Lituania, Chipre y Malta.

e. Diferencial entre la rentabilidad soberana a 10 años media de los países de la UEM, ponderada por su PIB, y el OIS STR de la UEM a 10 años.

ÍNDICE

1. Las perspectivas de crecimiento económico
2. Las perspectivas de inflación, incluida la dinámica de la inflación subyacente
3. La intensidad de la transmisión de la política monetaria
4. **¿Qué podemos esperar de cara al futuro sobre la política monetaria?**



- En conjunto, por tanto, **desde nuestra reunión de septiembre, observamos:**
 - Una **materialización de los riesgos a la baja sobre el crecimiento económico** en el área del euro. Los riesgos para el futuro se mantienen, además, a la baja.
 - Una **evolución similar a la esperada en relación con la inflación**, de forma que se ha constatado una nueva reducción de la inflación general y subyacente. Los riesgos para el futuro sobre la inflación se mantienen equilibrados.
 - **Un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras**, superior al previsto, que confirma una trasmisión muy fuerte de nuestra política monetaria. Además, una parte significativa de la traslación del endurecimiento de la política monetaria está todavía pendiente.
- Sobre la base esta evaluación, la semana pasada **el CG del BCE mantuvo los tipos de interés y consideró que estos están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial a devolver la inflación a su objetivo del 2 %.**
 - El elevado nivel de incertidumbre requiere mantener el enfoque dependiente de los datos.
 - En cualquier caso, los tipos de interés oficiales se fijarán en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para conseguir nuestro objetivo.
 - Por el momento, resulta absolutamente prematuro hablar de bajadas de los tipos de interés.

- **Los riesgos geopolíticos, en particular la posible extensión de la guerra en Oriente Medio, se mantienen como el principal condicionante de la evolución económica y la inflación en el área del euro.**
 - En caso de que se materializara este riesgo, podría tener un efecto negativo elevado sobre la confianza y los mercados financieros y, en particular, generar un aumento significativo de los precios de las materias primas energéticas, que constituiría una nueva perturbación de oferta negativa.
- **La reacción de la política monetaria ante una eventual materialización de esta nueva perturbación de oferta podría ser distinta** a la surgida como resultado de la guerra de Ucrania, dado que, si bien en el corto plazo generaría un incremento de la inflación, desde la perspectiva de la inflación de medio plazo, que es la relevante para el BCE, sus efectos podían ser muy inferiores, dado que:
 - **La política monetaria mantiene ahora una orientación claramente restrictiva.** Como ilustración el tipo de interés de la facilidad de depósito se sitúa en el 4% frente al -0,5% vigente antes del inicio de la guerra en Ucrania.
 - **La actividad del área del euro se encuentra ahora muy débil,** frente al fuerte rebote que experimentó tras el COVID y que acompañó al inicio de la guerra de Ucrania.
- **Para que la política monetaria pudiera tener esta reacción distinta ante la eventual materialización de esa nueva perturbación negativa de oferta, sería crucial que las expectativas de inflación en el medio plazo se mantuvieran ancladas en el 2% y se limitaran los efectos de segunda ronda sobre salarios e inflación.**

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

