

La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo ante el *shock* inflacionista*

Pablo Hernández de Cos**
Gobernador del Banco de España

1. Introducción

La zona del euro ha experimentado en los dos últimos años el episodio inflacionista más intenso de su historia. Como consecuencia, la respuesta de la política monetaria ha sido también muy contundente, con un endurecimiento monetario que no tiene precedentes ni en su magnitud ni en su rapidez, como ilustran las diez subidas consecutivas de los tipos de interés acordadas por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) entre julio de 2022 y septiembre de 2023, de 450 puntos básicos (pb) en términos acumulados.

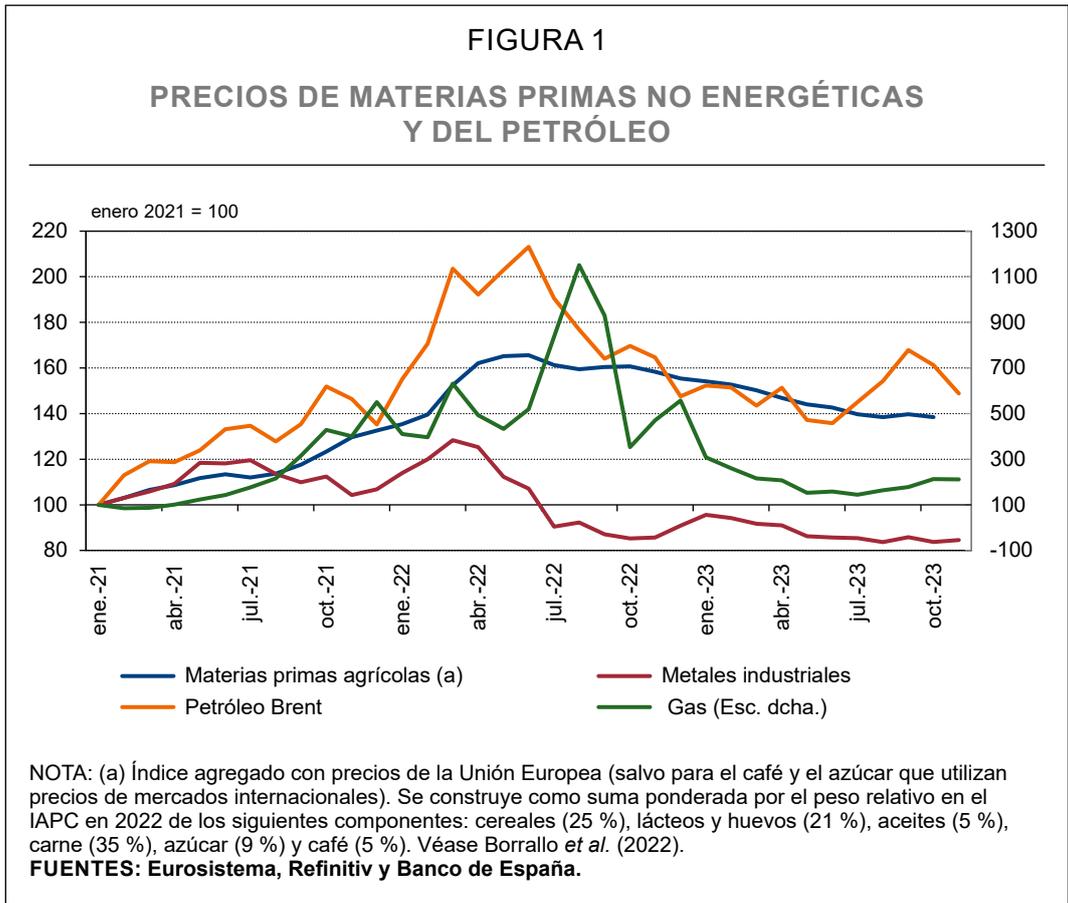
En este artículo se repasan, en primer lugar, los factores desencadenantes de este episodio inflacionista y aquellos que han permitido una rápida moderación de la inflación en el último año, así como las perspectivas futuras y los potenciales riesgos en torno a estas. En segundo lugar, se describe cuál ha sido la respuesta de la política monetaria del BCE y cómo se está transmitiendo a las condiciones financieras. Finalmente, el último apartado ofrece una breve reflexión sobre las decisiones más recientes del BCE y las perspectivas a medio plazo.

2. El *shock* inflacionista y el inicio de la etapa de desinflación

El episodio inflacionista actual se inició en 2021 a escala global, pero se intensificó en 2022 por las consecuencias sobre los mercados de materias primas (energéticas y alimenticias) de la invasión rusa de Ucrania. Europa se vio más afectada, debido a su dependencia de la energía y de otros insumos esenciales procedentes de la región en conflicto, especialmente del gas. Además, estos eventos se produjeron en un contexto de

* Las cifras incorporadas en las Figuras son las disponibles a 14 de diciembre de 2023 y no incorporan, por tanto, datos publicados con posterioridad a dicha fecha.

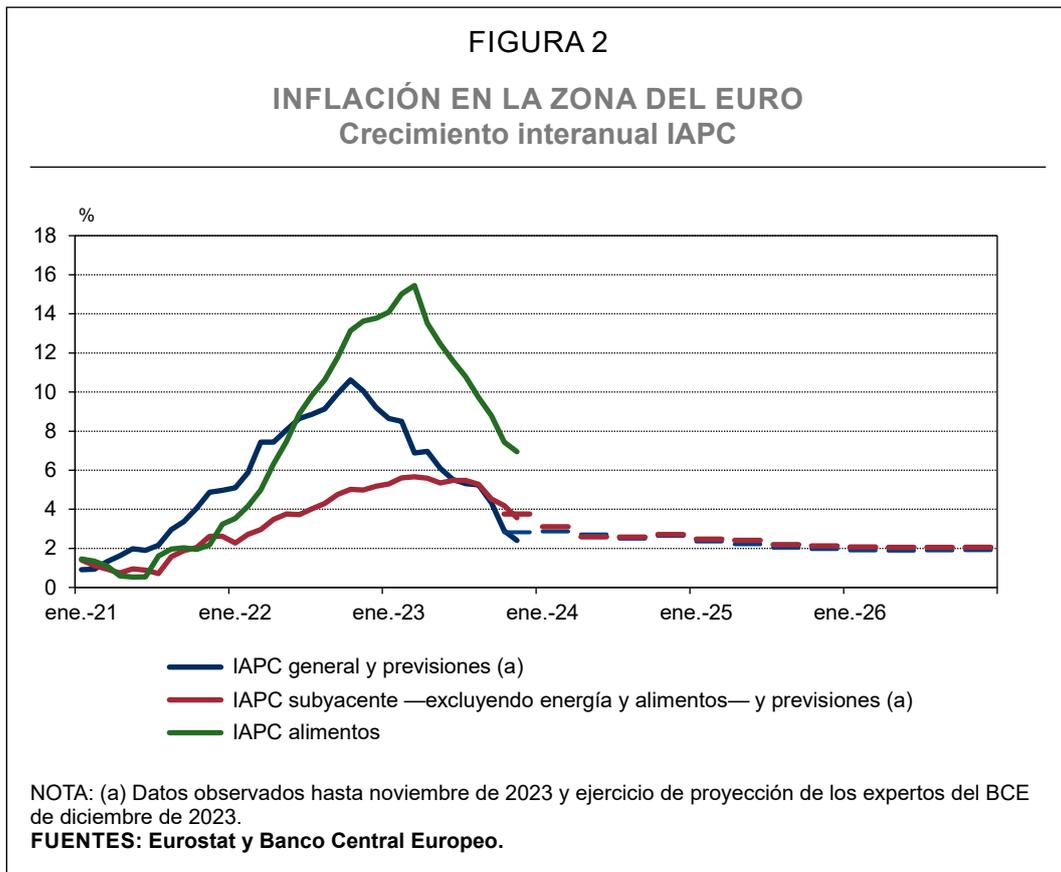
** Contribución a la revista *Información Comercial Española* (ICE) en su 125 aniversario. Las opiniones expresadas en este artículo reflejan las del autor y no necesariamente representan las opiniones del Banco Central Europeo y del Eurosistema.



disrupciones importantes en las cadenas de suministro globales, derivadas de la pandemia y del rebote significativo de la demanda tras la eliminación de las restricciones asociadas a aquella. Asimismo, en el momento inicial en el que se produjeron estas perturbaciones, las políticas económicas, tanto fiscales como monetarias, mantenían un tono muy expansivo como resultado de la respuesta a la crisis del COVID-19, en un contexto de una incertidumbre elevada.

Como consecuencia, el *shock* inflacionista adquirió un carácter excepcional tanto por su magnitud como por su persistencia y por afectar a un conjunto amplio de materias primas, incluidas las alimentarias (véase Figura 1). A ello contribuyó el encarecimiento de las importaciones por la depreciación del euro, especialmente frente al dólar.

El aumento de la inflación de la eurozona se prolongó hasta octubre de 2022, cuando la tasa interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) alcanzó el máximo del 10,6% (véase Figura 2). En ese momento, el IAPC de los alimentos crecía por encima del 13%, y el de la energía, un 40%. En 2022, la inflación promedio se situó en el 8,4%, explicada en un 80% por el precio de los alimentos y de la energía, tanto por sus efectos directos sobre los componentes energético y de alimentos como por los

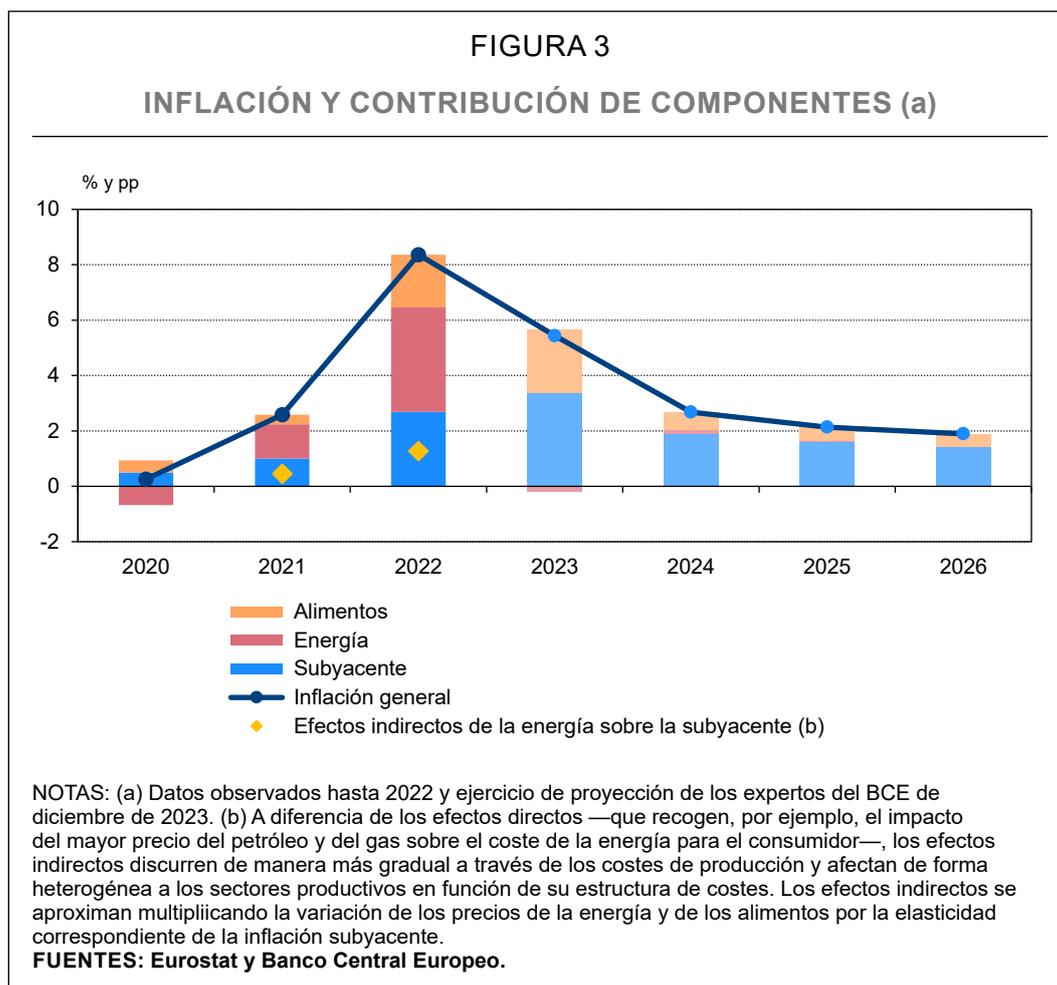


efectos indirectos que se producen por el aumento del coste de producción del resto de los bienes y servicios (véase Figura 3).

Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles (precios de la energía y de los alimentos), aumentó hasta alcanzar el máximo del 5,7 % en marzo de 2023, frente al promedio del 4 % registrado en 2022. Este desfase se debe a que los efectos indirectos de los *shocks* se transmiten de forma más gradual a través de la cadena de producción al conjunto de bienes y servicios, a medida que el aumento del precio de los insumos incide sobre los costes de producción en los distintos sectores.

Así, durante 2022 los componentes de la inflación subyacente que experimentaron mayores alzas de precios fueron los más expuestos al encarecimiento de la energía y de los alimentos, a los problemas de suministros en las cadenas globales de valor o a la rápida reactivación de la demanda durante la fase de reapertura tras la fase más aguda de la pandemia, como el equipamiento y el mantenimiento de la vivienda, el transporte y las actividades que implican un mayor contacto social (véase Figura 4.1).

La inflación general inició una senda descendente a finales de 2022, apoyada en gran medida en la corrección del precio de la energía, que muestra tasas negativas desde



marzo de 2023, y en la apreciación del euro. Como consecuencia, la tasa de inflación se situó en el 2,4% en noviembre de 2023.

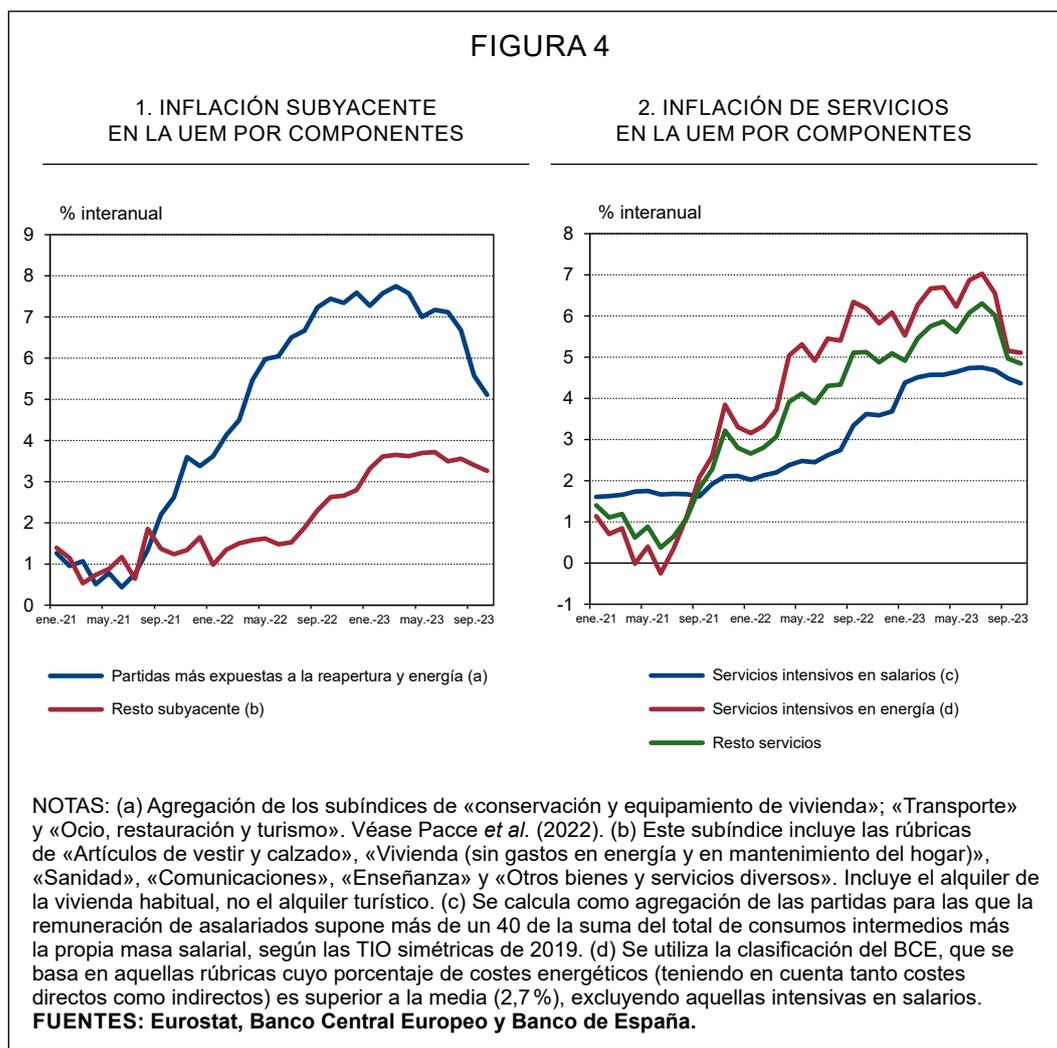
Esta caída de la inflación general viene explicada, además de por el descenso del componente energético, por otros factores de carácter mecánico que operan a corto plazo, así como por el efecto de las medidas fiscales y del endurecimiento de la política monetaria.

Entre los primeros, destacan por su importancia los «efectos base», debidos a que los fuertes aumentos de precios de 2022 dan como resultado tasas de inflación más bajas en 2023 al hacer la comparación interanual¹. Estos efectos base representan entre enero y noviembre, en términos acumulados, una reducción de la inflación de la zona del euro de alrededor de 7 puntos porcentuales (pp)².

¹ El efecto base de un mes se calcula como la diferencia entre la variación intermensual de los precios en el mismo mes del año anterior respecto a una media de los cinco años anteriores.

² Otros factores mecánicos —como la actualización de las ponderaciones de la cesta de consumo del IAPC, aplicadas desde enero de 2023— tuvieron un efecto mucho más moderado y redujeron en 0,2 pp la inflación general.

FIGURA 4



Con respecto a la política fiscal, las medidas que las autoridades nacionales y comunitarias desplegaron para mitigar el impacto del repunte de los precios sobre las familias y las empresas contribuyeron también a contener la inflación, con un impacto estimado en torno a -1 pp y $-0,5$ pp en 2022 y 2023, respectivamente (Bankowski *et al.*, 2023). Sin embargo, la retirada de estas medidas ejercerá una presión al alza en la inflación en los próximos años, especialmente en 2024.

Finalmente, el endurecimiento de la política monetaria que ha tenido lugar desde mediados de 2022, como se comentará en el apartado 3, ha sido el más rápido y pronunciado desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM), lo que estaría contribuyendo a controlar las presiones inflacionistas. No obstante, se espera que el efecto de este endurecimiento se materialice de forma más intensa a partir del año que viene, dados los desfases habituales en la traslación de los impulsos monetarios a la actividad económica y la inflación.

Por el contrario, la contribución a la moderación de la inflación de los precios de los alimentos ha sido menor. De hecho, la inflación del componente de alimentos siguió acelerándose, hasta alcanzar en la UEM un máximo del 15,5 % en marzo de este año, para luego reducirse hasta el 6,9 % en noviembre. Ello se ha debido a que, si bien la reducción del coste de la energía se transmitió en cierta medida a la producción de alimentos, los precios de las materias primas agrícolas se han mantenido elevados.

La inflación subyacente, a pesar de su carácter más inercial, se está corrigiendo en los últimos meses de forma algo más rápida que la esperada en los ejercicios de previsión, especialmente en noviembre. En particular, desde su máximo se ha reducido en 2,1 pp, y en noviembre se situó en el 3,6 %.

Por componentes de la inflación subyacente, los precios de los bienes industriales no energéticos, que crecieron a tasas más elevadas en 2022, se han moderado más intensamente desde principios de año, mientras que los de los servicios, pese a mantener tasas más moderadas a lo largo del episodio inflacionista, siguieron acelerándose, hasta alcanzar en julio su nivel máximo, para reducirse con posterioridad hasta el 4 % alcanzado en noviembre. En este caso, cabe destacar que la corrección de las presiones inflacionarias está siendo más rápida en aquellos servicios en los que el consumo de energía representa una mayor proporción de los costes totales, mientras que el descenso de la inflación es más gradual en aquellos con mayor peso relativo del coste salarial (véase Figura 4.2).

De cara al futuro, si bien es probable que la inflación repunte este mes de diciembre a causa de un efecto de base al alza en el coste de la energía, se espera que con posterioridad continúe moderándose y converja gradualmente hasta alcanzar el objetivo de medio plazo de la política monetaria en la segunda mitad de 2025. No obstante, esperamos que en 2024 el descenso de la inflación sea más lento debido a otros efectos base al alza y a la retirada gradual de las medidas fiscales adoptadas para limitar las repercusiones de la perturbación de los precios energéticos.

Esta senda se apoyaría en la reducción de los precios de los alimentos, la reversión de los efectos indirectos ante la caída de los precios de la energía, la mejora de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro y la transmisión de las decisiones de política monetaria del BCE a través de unas condiciones financieras más estrictas. Así, según el ejercicio de previsiones de diciembre de los expertos del BCE, la inflación se reduciría desde el 8,4 %, en promedio, durante 2022 hasta el 5,4 %, el 2,7 %, el 2,1 % y el 1,9 % en 2023, 2024, 2025 y 2026, respectivamente. La inflación subyacente, tras aumentar del 3,9 % en 2022 al 5 % en 2023, se reduciría hasta el 2,7 % en 2024, 2,3 % en 2025 y el 2,1 % en 2026³.

Estas previsiones se han elaborado en un contexto en el que los riesgos sobre la inflación siguen siendo elevados, pero se encuentran equilibrados.

³ *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE*, de diciembre de 2023. <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>

Por un lado, el entorno macroeconómico se ha deteriorado significativamente durante el año, lo que ha llevado a una revisión continuada a la baja de la previsión de actividad para 2023 y 2024 en los ejercicios de previsiones, hasta un promedio del 0,6 % en 2023 y del 0,8 % en 2024, que se elevaría hasta el 1,5 % en 2025 y 2026. Además, seguimos considerando que dominan los riesgos a la baja en la actividad. En este sentido, un mayor debilitamiento de la demanda, debido, por ejemplo, a una transmisión más intensa de la política monetaria o a un empeoramiento del entorno económico en el resto del mundo, en un contexto de mayores riesgos geopolíticos, se traduciría en un menor crecimiento y en una relajación de las presiones inflacionistas, especialmente a medio plazo.

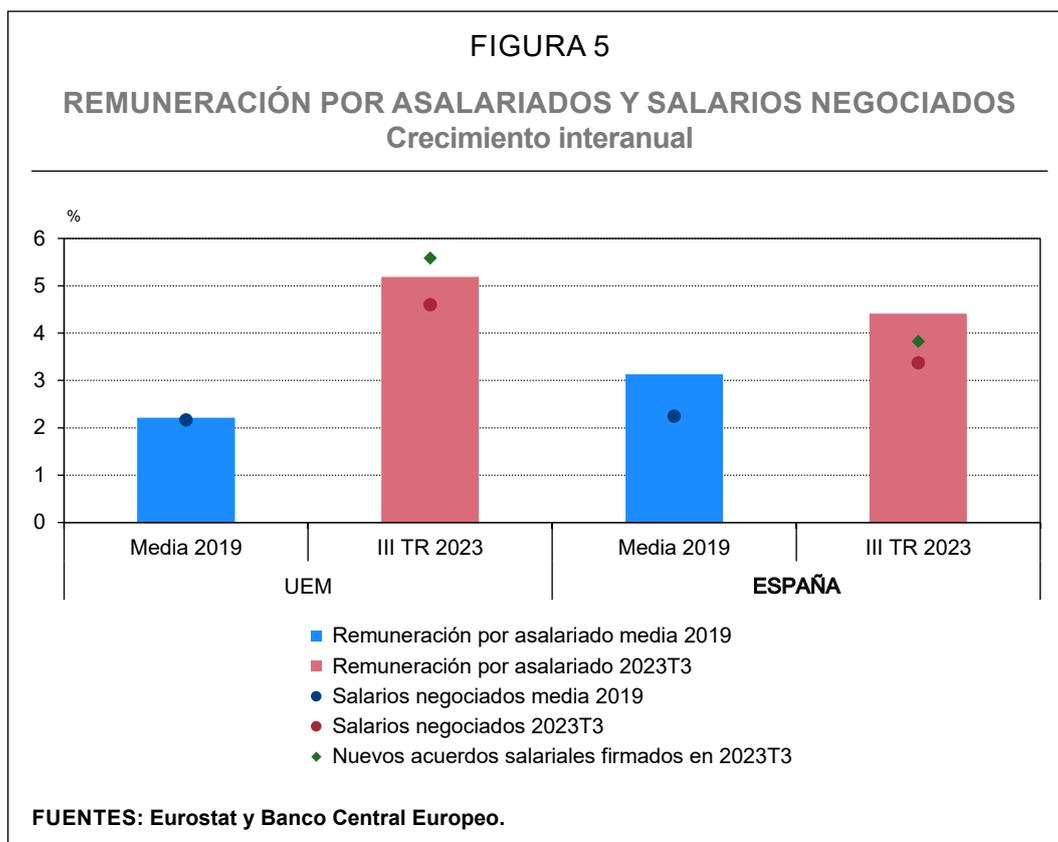
En sentido contrario, el curso de la guerra de Ucrania y del conflicto de Oriente Medio podría generar nuevas presiones sobre el precio de las materias primas energéticas, lo que aumentaría la inflación a corto plazo.

Asimismo, la respuesta de los salarios y de los márgenes empresariales será también un elemento clave en el comportamiento futuro de la inflación. En particular, las proyecciones del BCE de reducción progresiva de la inflación hacia nuestro objetivo del 2 % a medio plazo incorporan un incremento gradual de los salarios reales; este permitiría recuperar la totalidad de la pérdida de poder adquisitivo observada en 2022 hacia finales de 2024. En un contexto de recuperación de la productividad laboral, en línea con las regularidades históricas, este incremento de los salarios reales sería compatible con una moderación de los costes laborales unitarios. Por su parte, en un escenario de debilidad de la demanda y de resolución de los problemas de cuellos de botella, y en el que los márgenes empresariales han aumentado de manera significativa en 2022, se espera una compresión de estos, que actuarían de colchón de las presiones inflacionistas.

Pero hay que tener en cuenta que las negociaciones salariales están teniendo lugar en un contexto de mercados laborales tensionados, lo que podría generar presiones salariales superiores y, de esta manera, producir efectos de segunda ronda. En particular, la tasa de desempleo ha mostrado una senda descendente que la ha llevado a niveles reducidos en octubre, del 6,5 % en la zona del euro, al tiempo que el grado de escasez de mano de obra percibido por las empresas se ha estabilizado en niveles históricos muy altos. En este contexto, algunos indicadores salariales, como los convenios de nueva firma, apuntan a presiones salariales crecientes, pero compatibles hasta el momento con las proyecciones mencionadas (véase Figura 5).

En cuanto a los márgenes, en el tercer trimestre de 2023 se redujeron más de lo esperado, lo que refuerza su papel amortiguador de las presiones salariales ligeramente mayores que se proyectan a medio plazo. No obstante, una demanda más vigorosa o la emergencia de vulnerabilidades financieras en las empresas podrían dar lugar a un comportamiento más dinámico de lo esperado de esta variable.

Finalmente, es importante señalar que, tras dos años de inflación muy elevada, las expectativas de inflación a medio plazo, tanto de los consumidores como de los expertos en previsión económica y los agentes del mercado, siguen ancladas en torno a nuestro

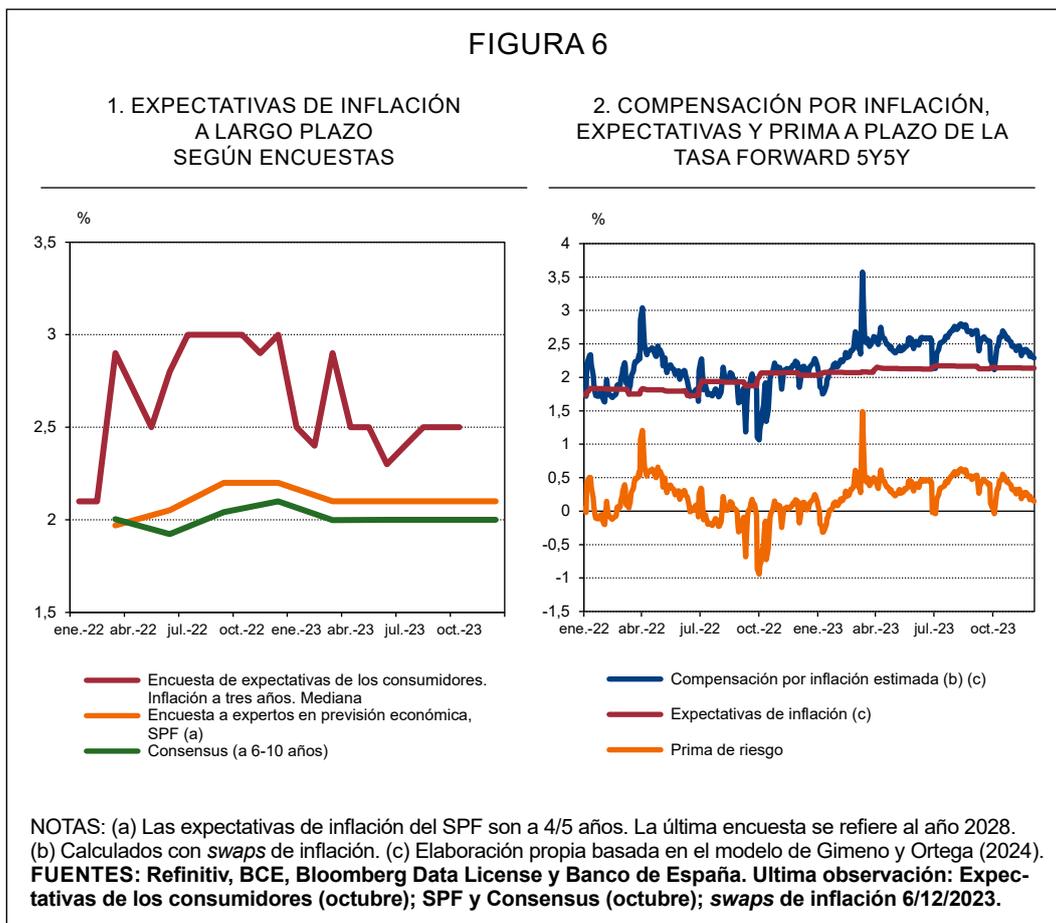


objetivo del 2%. Este anclaje es particularmente importante porque un aumento persistente de estas expectativas por encima del objetivo a medio plazo podría generar una retroalimentación del proceso inflacionista que haría más difícil y costosa la consecución del objetivo de estabilidad de precios.

Así, de acuerdo con la encuesta más reciente sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), de octubre de 2023, el valor mediano de las expectativas de inflación a tres años se situó en el 2,5%, lo que implica una reducción frente a las expectativas del 3% prevalentes desde mediados de 2022 (véase el panel izquierdo de la Figura 6). Asimismo, las previsiones a más largo plazo de los expertos de previsión económica, referidas al año 2028, y las de Consensus, referidas al promedio de 2029-2032, han flexionado ligeramente a la baja y se han situado en el 2,1% y el 2%, respectivamente, en la encuesta de octubre de 2023.

Por su parte, los indicadores de inflación a largo plazo de los mercados financieros, aproximando por la compensación por inflación a cinco años dentro de cinco años, se sitúan en torno al 2,3%, tras reducirse en los últimos meses. Si se elimina la prima de riesgo por inflación implícita en los indicadores de mercado (véase el panel derecho de la Figura 6), el componente de expectativas genuinas de inflación se sitúa esencialmente en el 2%.

FIGURA 6



3. La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo

A finales de 2021, como respuesta a las crecientes tensiones inflacionistas iniciadas a mediados de ese año, el BCE comenzó a adoptar un tono más restrictivo en su política monetaria con el objetivo de cumplir con su mandato de mantener la inflación en el 2% a medio plazo. Se iniciaba así un ciclo de normalización y posterior endurecimiento de la política monetaria muy intenso, que, como detallaré a continuación, nos ha llevado a un aumento acumulado de los tipos de interés oficiales de 450 pb y a una reducción considerable del tamaño del balance del Eurosistema.

El ciclo actual de endurecimiento de la política monetaria del BCE ha presentado características singulares, en comparación con episodios anteriores, por su intensidad, rapidez y el conjunto de instrumentos implicados. Esta restricción de la política monetaria se ha llevado a cabo mediante el aumento de los tipos de interés oficiales del BCE, su principal herramienta de política monetaria, pero también se ha complementado con actuaciones relacionadas con la comunicación, la reducción del balance o la prevención de situaciones de fragmentación financiera.

En una primera etapa, el BCE se centró en la normalización de su política monetaria, retirando el gran estímulo monetario que se había generado durante los años anteriores, cuando la inflación se mantuvo persistentemente por debajo de su objetivo. Esta etapa se inició en diciembre de 2021, cuando el BCE anunció su intención de finalizar las compras netas de activos bajo el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en marzo de 2022. Además, se recalibraron las compras netas bajo el Programa de Compras de Activos (APP, por sus siglas en inglés), que fueron finalmente discontinuadas en julio de 2022.

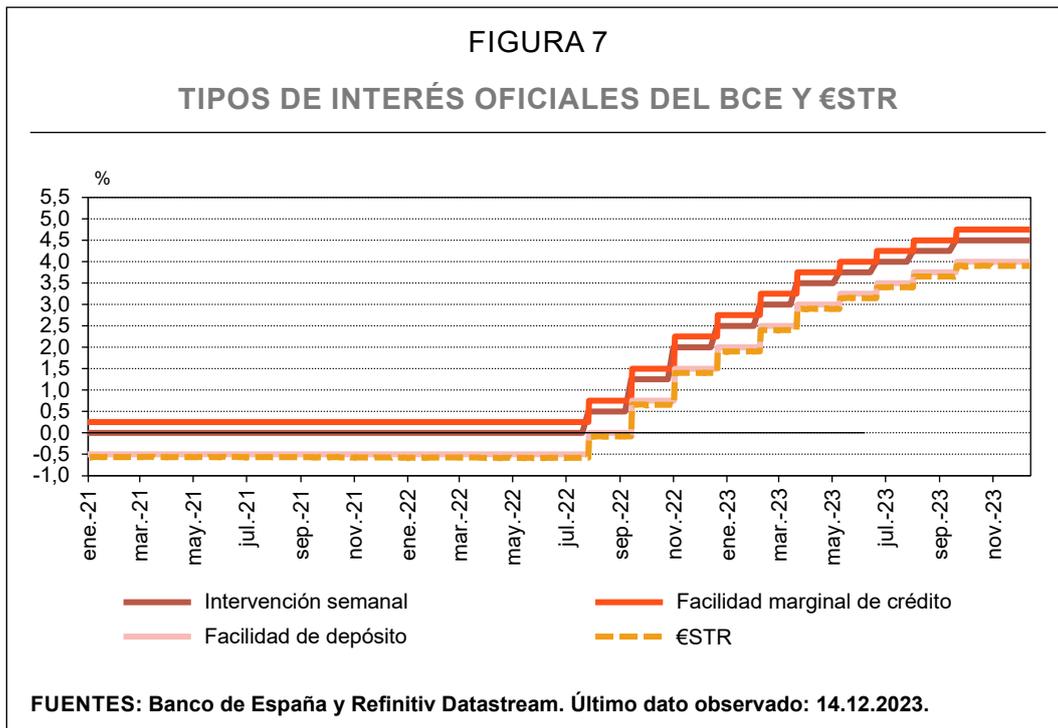
Una vez terminadas las compras netas de activos, el BCE comenzó a subir los tipos de interés (véase Figura 7). En julio de 2022, el BCE aumentó sus tres tipos de interés oficiales en 50 pb, lo que supuso el primer incremento en más de una década y el abandono de los tipos de interés negativos. Tras esta decisión, y a la vista de la progresiva generalización de las presiones inflacionistas, fueron necesarios sucesivos aumentos, lo que dio lugar al período de subidas de tipos de interés oficiales más rápido e intenso en la historia del euro. El BCE realizó dos aumentos consecutivos de 75 pb en las reuniones de septiembre y octubre de 2022, seguidos de subidas de 50 pb en diciembre de 2022, y febrero y marzo de 2023. Se añadieron después cinco subidas de 25 pb en las siguientes reuniones, de forma que el tipo de la facilidad de depósito se elevó hasta el 4% en la reunión de septiembre, donde se ha mantenido hasta este momento⁴. Estos incrementos han supuesto un aumento acumulado de 450 pb desde julio de 2022.

Este proceso de subida intensa de tipos de interés ha estado acompañado de manera coherente por decisiones secuenciales y complementarias en el ámbito de la comunicación, de la gestión del balance del Eurosistema o de la preservación de la transmisión de la política monetaria.

En el terreno de la comunicación, ante la situación de elevada incertidumbre, el BCE ha venido adoptando decisiones exclusivamente en función de los nuevos datos, siguiendo un enfoque de «reunión a reunión». Además, en marzo de 2023 clarificamos algunos elementos de la función de reacción con el objetivo de ayudar a entender las fuentes de información más relevantes en nuestra toma de decisiones. En concreto, se señalaron los tres elementos que guiarían las decisiones de tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno: *i)* nuestra valoración sobre las perspectivas de inflación según los nuevos datos económicos y financieros; *ii)* la dinámica de la inflación subyacente; y *iii)* la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

En segundo lugar, la transmisión de la subida de tipos de interés a las condiciones financieras se ha visto fortalecida con la reducción del balance del Eurosistema, cuya velocidad hasta ahora ha sido notable (véase Figura 8). Así, en octubre de 2022 se recalibraron los criterios aplicables a la tercera serie de las operaciones de refinanciación a

⁴ Desde la adopción de las medidas adoptadas por el BCE para hacer frente a la crisis financiera global, el elevado nivel de liquidez en el sistema bancario ejerció presión a la baja sobre los tipos de interés interbancarios, y estos acabaron ligándose estrechamente al tipo de interés de la facilidad de depósito (DFR, por sus siglas en inglés). Desde entonces, el DFR constituye el tipo de referencia del BCE. Para más información, véase Martínez Martín (2023).

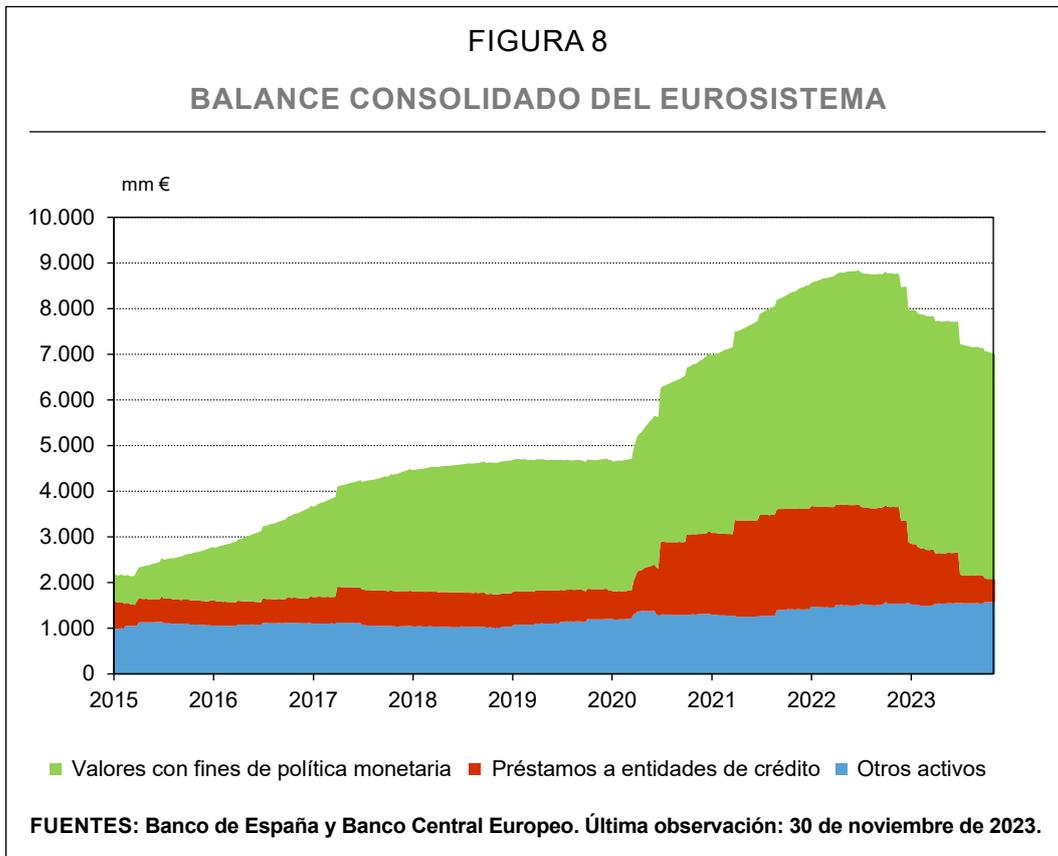


plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). En concreto, el tipo de interés aplicable se indicó a los tipos oficiales, incrementando el coste medio de financiación de las entidades e incentivando el reembolso anticipado de los fondos. Desde que el saldo de la financiación concedida a los bancos en el marco de las TLTRO alcanzó su pico a finales de 2021, este ha caído en 1,7 billones de euros.

De forma complementaria, en marzo de 2023 comenzó también el proceso de disminución de la cartera del APP a un ritmo mesurado y predecible. Inicialmente, se dejó de reinvertir íntegramente el principal de los activos que fueron venciendo, lo que permitió una reducción promedio de la cartera de 15.000 millones por mes hasta julio de 2023, cuando se puso fin a las reinversiones en el marco de este programa. En total, la cartera del APP se ha reducido en más de 201.000 millones de euros desde marzo de este año.

Más recientemente, en diciembre de 2023, en línea con el avance en la normalización del balance, anunciamos la intención de seguir reinvertiendo íntegramente los pagos del principal de los valores vencidos adquiridos en el marco del PEPP durante el primer semestre de 2024. Y, de cara a la segunda parte del año, se espera reducir la cartera del PEPP a un ritmo de 7.500 millones de euros al mes en promedio. La fecha del fin de las reinversiones del PEPP se mantendría, en línea con lo previamente anunciado, a finales de 2024.

Por último, el BCE adoptó medidas para preservar la correcta transmisión de la política monetaria. El inicio de una etapa de subida de tipos vino acompañado, en julio de 2022, de la creación de un nuevo programa, el Instrumento para la Protección de la Transmisión



(TPI, por sus siglas en inglés), para garantizar una transmisión fluida y ordenada de la orientación de la política monetaria a todos los miembros de la eurozona. El TPI, sujeto a criterios específicos, permite que el Eurosistema acuda a los mercados secundarios y compre valores emitidos en países de la zona del euro que experimenten un deterioro de las condiciones de financiación no justificado por sus fundamentos económicos. Aunque no se ha llegado a activar, la aprobación del TPI ha evitado aumentos desordenados e injustificados de los diferenciales soberanos en este contexto de fuertes subidas de tipos de interés. En cualquier caso, la flexibilidad por jurisdicciones en las reinversiones del PEPP constituye la primera línea de defensa frente a los riesgos de una transmisión no homogénea de la política monetaria.

Hoy en día, la intensidad en la transmisión de las decisiones pasadas de política monetaria, de tipos de interés oficiales a tipos de interés de mercado y de tipos de mercado al coste de los nuevos préstamos bancarios, está siendo muy significativa.

En primer lugar, la curva de los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro se ha desplazado al alza desde finales de 2021 y ha registrado, desde entonces, un movimiento muy intenso, en línea con los cambios en las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales. La curva empezó a desplazarse al alza a finales de 2021, antes de que el BCE empezara a subir los tipos de interés oficiales —en julio de

2022—, ya que los mercados anticiparon estos movimientos unos meses antes. Desde finales de 2021 hasta mediados de diciembre de 2023, la referencia a un año se ha elevado en 394 pb (446 pb hasta septiembre), y la de diez años, en 235 pb (311 pb hasta septiembre). Además, los tipos de interés del mercado interbancario, que sirven de referencia para la determinación del coste de financiación en los mercados de deuda y en la financiación concedida por los bancos, se han elevado en línea con la evolución de los tipos de interés libres de riesgo. Así, por ejemplo, el euríbor a un año, que es la principal referencia para el mercado hipotecario en algunos países como España, se ha incrementado en 426 pb desde finales de 2021 hasta mediados de diciembre de 2023 (había aumentado en 473 pb hasta septiembre).

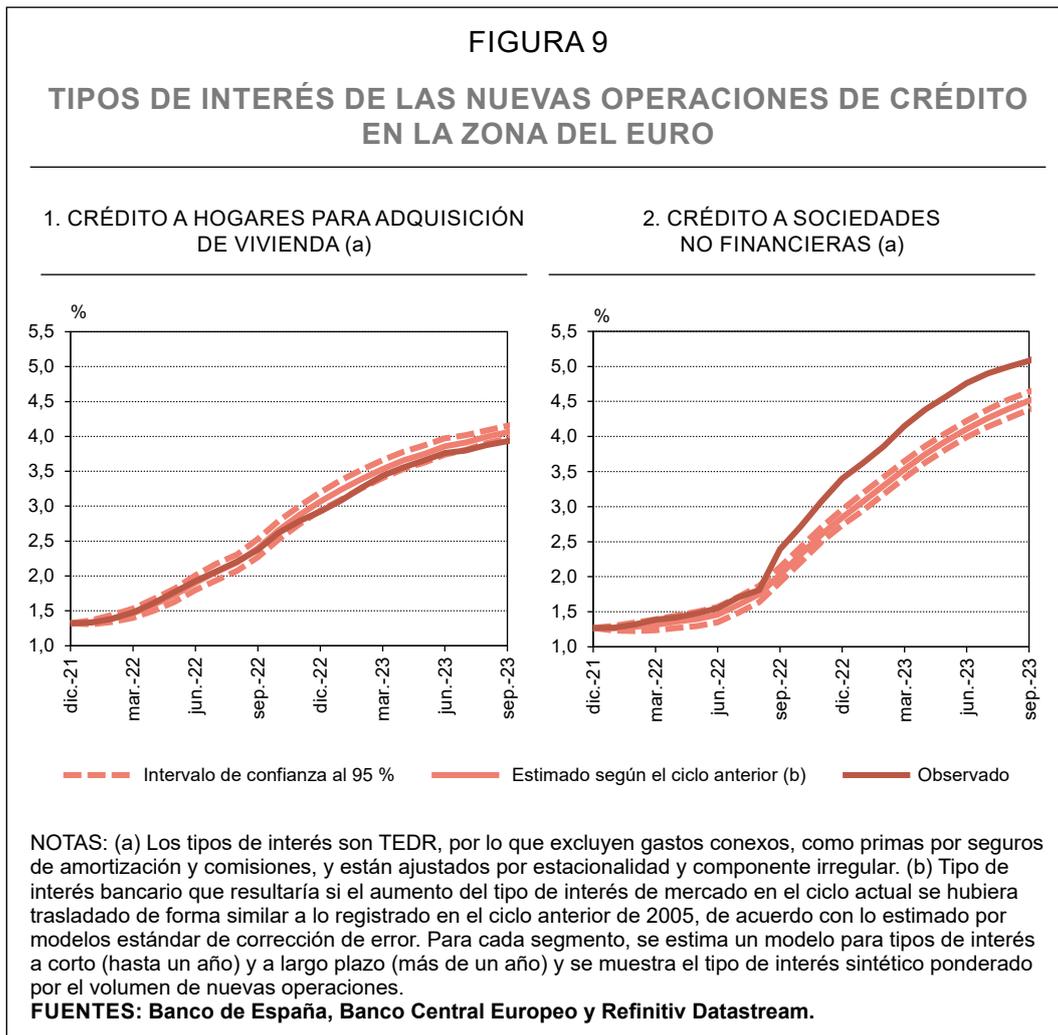
En segundo lugar, las entidades de crédito de la eurozona han trasladado de forma importante el aumento de los tipos de interés de mercado al coste de los nuevos préstamos. Desde finales de 2021 hasta octubre de 2023, el tipo de interés medio del crédito a hogares se ha incrementado en 2,7 pp y en 3,3 pp en los segmentos de adquisición de vivienda y de consumo y otros fines, respectivamente. La traslación al coste del crédito a las empresas ha sido más rápida si cabe, con un ascenso de 4 pp. En comparación con ciclos de subidas de tipos anteriores, en el episodio actual la transmisión está siendo similar en los préstamos para compra de vivienda y más rápida en los concedidos a las empresas (véase Figura 9). Esta transmisión más fuerte podría estar vinculada a un entorno macroeconómico más débil en el ciclo actual derivado esencialmente de perturbaciones de oferta, que se ha traducido en primas de riesgo crediticio más altas.

Además, el aumento de los tipos de interés de los préstamos bancarios ha venido acompañado de un endurecimiento de los criterios de concesión, lo que contrasta con la estabilidad (o incluso relajación) que mostraron durante el ciclo de subidas de tipos de 2005. Esta contracción de la oferta de crédito, junto con una caída de la demanda de fondos muy acusada en términos históricos, se ha traducido en una notable pérdida de dinamismo de los flujos netos de financiación de los hogares y las empresas, que ha sido más marcada que la observada en otros episodios de endurecimiento. Asimismo, la evolución reciente del crédito al sector privado no financiero también está siendo más negativa de lo estimado en los ejercicios de previsión del Eurosistema. Según los últimos datos disponibles, la tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado no financiero alcanzó en octubre de 2023 su nivel más bajo desde 2015 (0,2%) (véase Figura 10).

Finalmente, en cuanto a la transmisión de la política monetaria a la economía real, esta es compleja y se produce con importantes retardos. En cualquier caso, en comparación con ciclos de subidas anteriores, la evidencia sugiere que una parte importante de esta transmisión se dejará sentir en los próximos trimestres.

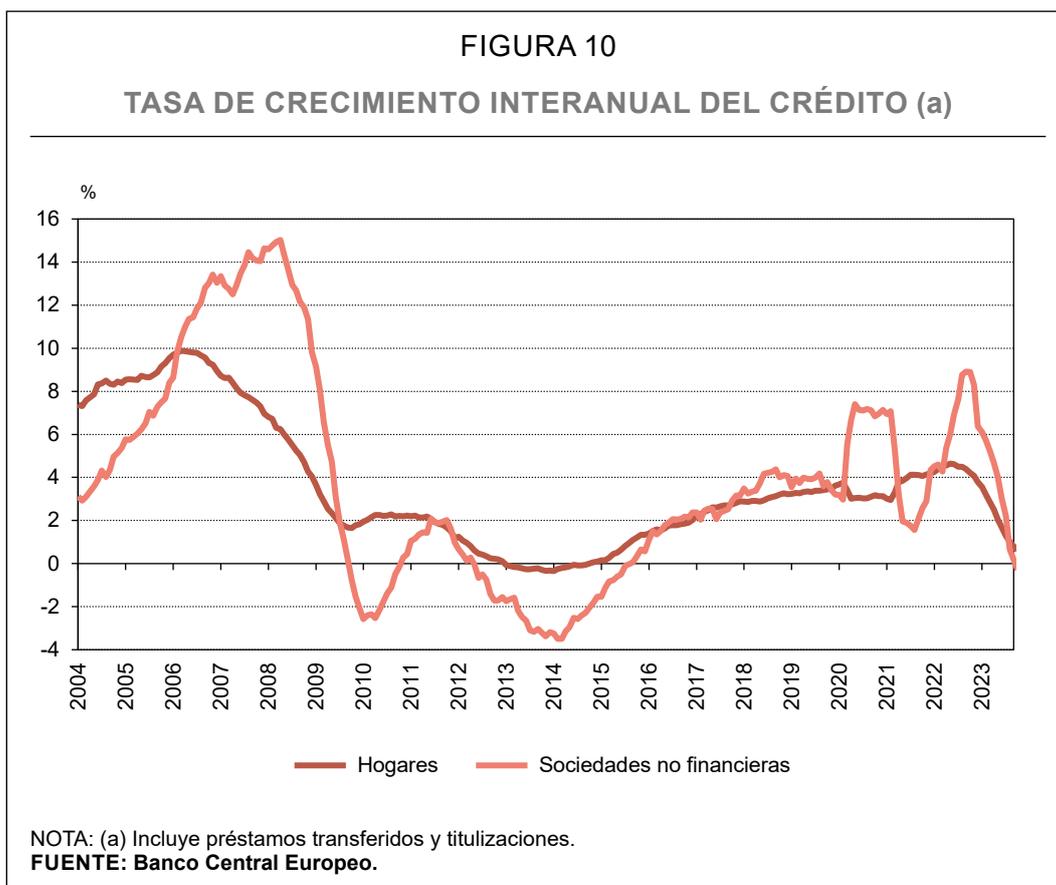
4. Reflexiones finales

En la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE, que tuvo lugar el pasado 14 de diciembre, decidimos mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales. Esta



decisión se basó en nuestra valoración sobre las perspectivas de la inflación, a la luz de los datos recientes sobre la evolución económica, sobre la dinámica de la inflación subyacente y sobre la fortaleza de la transmisión de nuestra política monetaria.

En particular, el Consejo tuvo en cuenta el hecho de que la inflación ha caído de manera significativa en los últimos meses y, de acuerdo con las últimas proyecciones de los expertos del Eurosistema, se espera que descienda gradualmente durante el próximo año y que se acerque al objetivo del 2 % en 2025. Además, todos los indicadores de inflación subyacente continuaron moderándose, si bien las presiones inflacionistas internas siguen siendo intensas, debido principalmente al fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios. Asimismo, a pesar de una nueva revisión a la baja del crecimiento económico proyectado, se considera que los riesgos para el crecimiento económico de la zona del euro de cara al futuro están sesgados a la baja, mientras que los asociados a la inflación están equilibrados. Finalmente, se estima que las anteriores subidas de



tipos de interés continúan transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación, incluso por encima de lo esperado.

Sobre la base de esta evaluación, el Consejo mantuvo la valoración de que los niveles actuales de los tipos de interés oficiales del BCE, mantenidos durante un período lo suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial a la consecución de nuestro objetivo de inflación del 2% a medio plazo. En otras palabras, esto quiere decir que, si mantenemos los tipos en estos niveles el tiempo suficiente, es muy probable que podamos alcanzar en ese horizonte de medio plazo nuestro objetivo de inflación del 2%. Así lo confirman también las últimas proyecciones de inflación, sobre cuya senda de evolución futura hemos ganado confianza, dado que los errores de previsión han sido reducidos en los últimos meses y, de hecho, la inflación se ha mostrado por debajo de lo esperado, y ha incluido una notable sorpresa a la baja en noviembre.

No es sencillo de responder *ex ante* a la cuestión de por cuánto tiempo será necesario mantener los tipos de interés en el nivel actual, antes de comenzar a reducirlos gradualmente. Dependerá de la evolución de los datos en los próximos meses, en un contexto en el que el nivel de incertidumbre en torno a la dinámica futura de la economía sigue siendo elevado y está sujeto, entre otros factores, a riesgos geopolíticos cuya evolución

es difícil de anticipar. Podrían producirse perturbaciones adicionales, y la respuesta a ellas dependerá de su origen y magnitud y de su impacto en las perspectivas de inflación.

Una referencia que puede resultar útil a la hora de analizar esta cuestión es la que se incluye implícitamente en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema. Como señalaba con anterioridad, las más recientes, publicadas la semana pasada, anticipan una convergencia progresiva de la inflación hacia el objetivo del 2 % en el medio plazo. Pues bien, estas proyecciones están basadas en las expectativas de mercado sobre la evolución de los tipos de interés a la fecha de cierre de los supuestos externos del ejercicio, el 23 de noviembre de 2023. En torno a esas fechas se elaboró también la encuesta del Eurosistema a los analistas monetarios (SMA, por sus siglas en inglés)⁵. En ese momento, la mediana de las expectativas de los analistas anticipaba la primera reducción de tipos de interés al comienzo del tercer trimestre de 2024, de manera que al final del 2024 el tipo de la facilidad de depósito se situaría alrededor del 3,25 %, frente al 4 % actual, y el tipo de interés de largo plazo alcanzaría el 2 %. Sin embargo, desde finales de noviembre, la senda de tipos de interés de mercado se ha reducido acusadamente y se sitúa ahora por debajo de la senda de tipos contemplada en las proyecciones.

Más allá de los tipos de interés, otros supuestos que sirven de base para la elaboración de las proyecciones también han sufrido cambios significativos desde el momento de cierre del ejercicio. En concreto, los precios de las materias primas energéticas se han revisado de manera significativa a la baja en comparación con los incorporados en las proyecciones.

No obstante, los desarrollos geopolíticos, en particular en Oriente Medio, siguen suponiendo un riesgo adicional a la baja para el crecimiento económico de la zona del euro y al alza para la inflación. Desde la perspectiva de la política monetaria, en el caso de que este riesgo se materialice, lo relevante será analizar sus implicaciones para la inflación a medio plazo, que es la orientación relevante para el BCE. En este sentido, esta nueva perturbación negativa de oferta se estaría produciendo en un contexto macroeconómico muy distinto al que prevalecía en marzo de 2022, cuando se produjo el inicio de la guerra de Ucrania. En ese momento, la demanda estaba recuperándose con fuerza, tras la eliminación de las restricciones del COVID-19, y la política monetaria tenía una orientación claramente expansiva. Ahora, la demanda en la eurozona se encuentra muy débil, tanto en el componente de consumo como en el de inversión, y afecta al conjunto de los sectores de la economía. Y la orientación de la política monetaria es claramente restrictiva. El efecto a la baja sobre el crecimiento económico podría ser, por tanto, mayor y, a su vez, podría reducir el impacto alcista sobre la inflación a medio plazo. Esto, evidentemente, siempre que se logran limitar los efectos de segunda ronda sobre los márgenes empresariales y los salarios y que las expectativas de inflación se mantuvieran ancladas en nuestro objetivo del 2 %. La probabilidad de que se manifiesten estos efectos de segunda ronda podría

⁵ Para más detalles, véase *ECB Survey of Monetary Analysts (SMA)*, diciembre de 2023. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/sma/html/all-releases.en.html

aumentar, dado que se extendería el período de inflación elevada que llevamos viviendo en los dos últimos años.

Por otra parte, seguimos considerando que dominan los riesgos a la baja en la actividad. En particular, la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación nos ha venido sorprendiendo por su fortaleza en los últimos trimestres, lo que, de extenderse en los próximos ejercicios, se traduciría en un menor crecimiento y en una relajación de las presiones inflacionistas mayor de la esperada, especialmente a medio plazo.

Asimismo, la evolución de los costes laborales unitarios y de los márgenes empresariales en los próximos meses también resultará crucial para determinar el comportamiento futuro de la inflación y, por tanto, la reacción de la política monetaria. Como señalaba con anterioridad, las proyecciones incorporan un incremento gradual de los salarios reales, que recuperarían la totalidad de la pérdida de poder adquisitivo observada en 2022 hacia finales de 2024. Al mismo tiempo, se anticipa una recuperación de la productividad laboral, en línea con las regularidades históricas, lo que permitiría que el incremento de los salarios reales fuera compatible con una moderación de los costes laborales unitarios. Pero las negociaciones salariales están teniendo lugar en un contexto de mercados laborales tensionados, lo que podría generar presiones salariales superiores a las proyectadas. En sentido contrario, la caída de la inflación que ha habido en los últimos meses, superior a la esperada, podría también moderar en mayor medida las demandas salariales. En conjunto, hasta el momento, algunos indicadores salariales, como los convenios de nueva firma, apuntan a presiones salariales crecientes, pero compatibles por ahora con las proyecciones mencionadas. En todo caso, de acuerdo con las regularidades históricas sobre los procesos de negociación salariales, en los primeros meses de 2024 se recibirá un volumen de información significativa sobre la evolución de los nuevos convenios, que permitirá un análisis más detallado de la dirección de esas presiones salariales y su comparación con las incorporadas en las proyecciones.

En cuanto a los márgenes empresariales, en un escenario de debilidad de la demanda y de resolución de los problemas de cuellos de botella, y en el que los márgenes empresariales han aumentado de manera significativa en 2022, se espera una compresión de estos, que actuarían de colchón de las presiones inflacionistas derivadas de los incrementos de salarios. De hecho, en el tercer trimestre de 2023, los márgenes se redujeron más de lo esperado. Su comportamiento en los próximos trimestres será, por tanto, crucial para valorar su papel amortiguador de las presiones salariales.

Finalmente, el tono que adquiera la política fiscal también puede resultar fundamental. En particular, dada la atenuación de la crisis energética, los Gobiernos deberían seguir revirtiendo las medidas de apoyo asociadas. Ello es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una orientación aún más restrictiva de la política monetaria. Además, las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública, lo que exige una orientación restrictiva de la política fiscal ya en 2024, que deberá mantenerse en los siguientes ejercicios en aquellos países, como España, con elevados desequilibrios fiscales. Asimismo,

una política fiscal diseñada para mejorar la productividad de nuestra economía, junto con la implementación de reformas estructurales ambiciosas y las inversiones necesarias para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, que estarían respaldadas por la plena implementación del programa *Next Generation EU*, puede contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. A estos fines, es importante también alcanzar pronto un acuerdo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la Unión Europea. Y es imperativo acelerar los progresos hacia la unión de los mercados de capitales y la finalización de la unión bancaria.

En resumen, el elevado nivel de incertidumbre implica que debemos seguir muy de cerca toda la información que se vaya recibiendo y verificar continuamente si es coherente con los supuestos subyacentes a nuestras proyecciones. Si nos mantenemos alerta, podremos detectar con prontitud cualquier riesgo para las perspectivas de inflación que se esté materializando, tanto al alza como a la baja. Así podremos evitar tanto un endurecimiento insuficiente, que impediría el logro de nuestro objetivo de inflación, como excesivo, que dañaría innecesariamente la actividad y el empleo. El objetivo de inflación está ahora a nuestro alcance, pero, precisamente por eso, no debemos bajar la guardia.

Referencias bibliográficas

- Bankowski, K., Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Freier, M., Jacquinot, P., & Muggenthaler, P. (2023). Fiscal policy and high inflation. *ECB Economic Bulletin*, Issue 2. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2023/html/ecb.ebart202302_01~2bd46eff8f.en.html
- Borralló, F., Cuadro-Sáez, L. y Pérez, J. J. (2022). El aumento de los precios de las materias primas alimenticias y su traslación a los precios de consumo en el área del euro. *Boletín Económico del Banco de España*. Artículos analíticos 3/2022. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/22/T3/Fich/be2203-art23.pdf>
- Burriel, P., Odendahl, F. y Párraga, S. (2023). Asimetrías en la traslación de los incrementos y de los descensos de los precios de la energía a la inflación del área del euro y de la economía española. *Boletín Económico del Banco de España*. De próxima publicación.
- Gimeno, R., & Ortega, E. (2024). *Modelling inflation expectations: the value of mixing information and frequencies* (BdE Documentos de Trabajo). Banco de España. De próxima publicación.
- Martínez Martín, J. (25 de octubre de 2023). ¿Cuál es el tipo de interés del BCE relevante para mi crédito o hipoteca? *El Blog del Banco de España*. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/cual-es-el-tipo-de-interes-del-bce-relevante-para-mi-credito-o-hipoteca.html>
- Pacce, M., del Río Lopezosa, A. y Sánchez García, I. (2022). Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España. *Boletín Económico del Banco de España*. Artículos analíticos 3/2022. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/23126/1/be2203-art25.pdf>