

---

15.02.2023

**Desarrollos más recientes en la política monetaria en el área del euro\***

Consejo Empresarial Alianza por Iberoamérica (CEAPI)

Madrid

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

\* Traducción al español del discurso original en inglés.

---

Señoras y señores, me gustaría comenzar agradeciendo al Consejo Empresarial Alianza por Iberoamérica su invitación para participar en este encuentro. En mi intervención de hoy me centraré en los desarrollos recientes y futuros en la política monetaria del área del euro. En la primera parte explicaré la motivación de las decisiones de política monetaria que adoptamos en la reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) de principios de este mes y en la segunda expondré varios factores que requerirán un seguimiento atento en adelante.

### **Nuestras decisiones de política monetaria de febrero**

Para explicar la motivación de nuestras decisiones de febrero, primero conviene recordar lo que decidimos y comunicamos en nuestra reunión de política monetaria de diciembre. Como recordarán, en esa reunión subimos los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos (pb). A efectos expositivos de mi intervención es importante señalar que también anunciamos que los tipos de interés tendrían que incrementarse aún de forma significativa a un ritmo sostenido hasta alcanzar niveles suficientemente restrictivos para asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo.

La valoración del Consejo de Gobierno del BCE de las perspectivas de inflación se basa en un amplio conjunto de información en la que las proyecciones macroeconómicas elaboradas trimestralmente por los expertos del BCE/Eurosistema desempeñan un papel destacado. En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, el ejercicio de diciembre incluía una revisión al alza considerable de las tasas medias de inflación para 2023 y 2024, hasta el 6,3 % y el 3,4 %, respectivamente, así como una previsión de inflación media del 2,3 % en 2025 (último año del horizonte de las proyecciones), por encima de nuestro objetivo del 2 % a medio plazo.

Es importante señalar que las proyecciones del BCE/Eurosistema incorporan varios indicadores financieros que reflejan las expectativas de los mercados sobre nuestras decisiones de política monetaria. En este contexto, un indicador clave es la curva de tipos de interés libres de riesgo, que está muy influida por las percepciones de los inversores acerca de la senda futura de nuestros tipos de interés oficiales. Esta curva también desempeña un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria a la economía porque las condiciones de financiación de los agentes económicos (hogares, empresas, Gobiernos) a menudo están vinculadas a los tipos de interés libres de riesgo a medio y largo plazo. Por ello, en las proyecciones se tiene en cuenta, la senda de los tipos de interés a corto y a largo plazo implícita en la curva. Este es también el motivo por el que el BCE, al igual que muchos otros bancos centrales, suele acompañar sus decisiones sobre los tipos de interés (a corto plazo) de una comunicación sobre cómo pretende, o espera, fijar dichos tipos —y otros instrumentos de política monetaria— en el futuro, ya que de este modo mejora su capacidad para dirigir la curva de tipos y, con ello, alcanzar la orientación general deseada de la política monetaria.

Por tanto, la senda de inflación prevista en las proyecciones de diciembre fue una indicación clara de que las condiciones financieras vigentes antes de la reunión de ese mes no eran compatibles con un retorno oportuno de la inflación a nuestro objetivo del 2 %. En otras palabras, tuvimos que actuar para hacer más restrictivas las condiciones financieras y comunicarlo, también mediante un desplazamiento al alza de la senda de tipos de interés

esperada por los mercados. Así pues, subimos nuestros tipos en 50 pb y, lo que es más importante, señalamos nuestra intención de seguir aumentándolos de forma significativa a un ritmo sostenido hasta alcanzar niveles suficientemente restrictivos, y mantenerlos en esos niveles durante algún tiempo.

De hecho, tras nuestra comunicación de diciembre, la curva *forward* (OIS) libre de riesgo se desplazó al alza<sup>1</sup>. Concretamente, el día anterior a nuestra reunión de febrero, el tipo OIS a diez años era 0,27 puntos porcentuales (pp) más elevado que antes de la reunión de diciembre, mientras que el tipo OIS a tres meses era 0,51 pp más alto. También es importante señalar que, en términos reales, el tipo OIS a diez años era 0,51 pp superior al de diciembre, una vez ajustado por las expectativas de inflación de los mercados. Y, en el mismo período, el euro se había apreciado un 2,88 % frente al dólar.

Nuestra decisión de febrero representa una continuación de la senda de endurecimiento de la política monetaria que señalamos en diciembre. Seguir esta senda se basó en nuestra valoración actualizada de las perspectivas de inflación, así como en las condiciones financieras vigentes en los mercados de capitales en esos momentos. Ahora abordaré uno por uno estos elementos.

Por lo que respecta a las perspectivas de inflación, en nuestra reunión de febrero no teníamos la ventaja de disponer de nuevas proyecciones macroeconómicas. Pero, como ya he mencionado antes, nuestra valoración de dichas perspectivas se basa en un amplio conjunto de información que también incluye indicadores de opinión y de mercado. En concreto, según la estimación preliminar adelantada<sup>2</sup>, la inflación fue ligeramente más baja de lo esperado y en enero se situó en el 8,5 %, frente al 10,1 % en noviembre. Además, la fuerte caída de los precios del gas, la disminución de las disrupciones en las cadenas globales de suministro, la apreciación del euro y unas condiciones de financiación más restrictivas (estas últimas reflejaban, entre otros factores, el endurecimiento de nuestra política monetaria) también apuntaban a que, en los meses siguientes, la inflación descendería de forma más acusada de lo previsto en diciembre. Al mismo tiempo, el hecho de que la inflación subyacente (5,2 % en enero, según la estimación de avance) se haya mantenido en máximos históricos fue un poderoso recordatorio de que las presiones inflacionistas siguen siendo intensas, dado que las anteriores subidas de los precios de la energía continúan transmitiéndose al conjunto de la economía. En resumen, esta información nos llevó a considerar que los riesgos para las perspectivas de inflación estaban más equilibrados, especialmente en el corto plazo.

En cuanto a los indicadores basados en información procedente de los mercados financieros, con anterioridad a nuestra reunión de febrero, la curva *forward* libre de riesgo continuaba señalando expectativas de nuevas subidas de tipos de interés en nuestras reuniones siguientes, incluidos incrementos de 50 pb en febrero y en marzo, con un tipo de

---

<sup>1</sup> La curva *forward* se utiliza como indicador de la senda futura esperada del tipo de interés libre de riesgo a corto plazo (representado en el área del euro por el €STR, un índice que refleja el coste de financiación de las entidades de crédito en el mercado mayorista de depósitos a un día que sigue muy de cerca el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE). En sentido estricto, esta curva no es un indicador exacto de la senda esperada de los tipos de interés oficiales, dado que los tipos *forward* también incluyen primas por plazo que fluctúan a lo largo del tiempo. Sin embargo, en horizontes relativamente cortos (en los que las primas por plazo tienden a ser menores y más estables), la curva *forward* no proporciona una buena aproximación de esta senda.

<sup>2</sup> El grado de incertidumbre de esta estimación de avance era mayor del habitual porque en el momento de la publicación no se disponía de datos relativos a Alemania.

mercado terminal situado en torno al 3,47 % (0,6 pp más alto que antes de nuestra reunión de diciembre). Esto se vio corroborado por las expectativas de los analistas, como se reflejó en las encuestas realizadas poco antes de la reunión.

Si estos dos elementos se tienen en cuenta conjuntamente, cabe concluir que cuando celebramos la reunión de febrero, la curva *forward* libre de riesgo —así como todos los demás factores que influyen en las expectativas de inflación de los mercados y de los analistas— podía considerarse compatible con un retorno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo. Y, por consiguiente, actuamos y nos comunicamos basándonos en esta valoración. Primero, reiteramos nuestra determinación de continuar con la senda de subidas significativas de los tipos de interés a un ritmo sostenido y de mantenerlos en niveles suficientemente restrictivos para asegurar el retorno oportuno de la inflación a su objetivo del 2 % a medio plazo, en consonancia con nuestra comunicación de diciembre. Segundo, aprobamos una subida de 50 pb de los tipos que el mercado ya había descontado. Tercero, anunciamos nuestra intención de incrementar los tipos otros 50 pb en marzo, como también se esperaba. Cuarto, indicamos que evaluaremos la senda posterior de nuestra política monetaria en marzo. Y, en efecto, dos semanas después de nuestra reunión de febrero, las condiciones de financiación se mantienen en niveles muy próximos a los observados antes de esa reunión.

### **Valoración de las perspectivas de inflación y de la senda adecuada de la política monetaria más allá de marzo**

En el anuncio de febrero no llegamos a proporcionar indicaciones específicas sobre nuestras intenciones en relación con la política monetaria después de marzo. En nuestra reunión de marzo dispondremos de nuevas proyecciones macroeconómicas que incluirán una reevaluación exhaustiva de las perspectivas de inflación del área del euro. Entonces estaremos en mejores condiciones para valorar la senda más adecuada de la política monetaria, en consonancia con el enfoque adoptado, en el que las decisiones dependerán de los datos.

En el resto de mi intervención voy a referirme a una serie de factores que creo que desempeñan un papel fundamental en nuestra evaluación continua de las perspectivas de inflación del área del euro y, por tanto, en la senda futura de nuestra política monetaria.

#### *El grado de transmisión de la perturbación (des)inflacionista a la inflación subyacente*

Un determinante crucial de la posible persistencia del actual proceso inflacionista es el grado de transmisión de la perturbación inflacionista a la inflación subyacente. Aunque nuestro conocimiento de este factor ha mejorado, está claro que se necesita más evidencia.

Las estimaciones que realizamos en el Banco de España sugieren que, en la última parte de 2022, alrededor del 30 % de la desviación de la inflación subyacente del área del euro con respecto a su media histórica tuvo su origen en los precios de la energía, otro 30 % en las presiones de demanda y en torno al 10 % en los cuellos de botella o las disrupciones

de oferta<sup>3</sup>. Los precios de las materias primas energéticas y alimenticias podrían seguir teniendo efectos alcistas significativos en 2023. En el caso de las materias primas alimenticias, la transmisión del aumento de los costes a lo largo de la cadena de suministro —es decir, desde los precios agrícolas en origen y los precios mayoristas de las materias primas hasta los productores y los establecimientos minoristas— puede demorarse hasta un año<sup>4</sup>. En el caso de los precios del gas, la traslación de los precios mayoristas a los precios minoristas finales que pagan los consumidores varía considerablemente entre países y depende de la normativa vigente, de los tipos de contrato utilizados en el mercado minorista de electricidad del país en cuestión y de la evolución de los márgenes de beneficio empresarial ante el incremento de los costes de los insumos energéticos. El análisis efectuado por el Banco de España pone de manifiesto que los efectos indirectos de una perturbación de los precios del gas son bastante persistentes y alcanzan su máxima intensidad al cabo de un año<sup>5</sup>. Considerando esta evidencia histórica para el área del euro, incluso si los precios del gas han retornado a niveles próximos a los observados al comienzo de la guerra en Ucrania, los impactos al alza de estos precios sobre la inflación subyacente podrían seguir siendo sustanciales en el corto plazo.

No obstante, si los precios del gas continúan reduciéndose considerablemente, cabría esperar que gradualmente empiecen a producirse efectos de transmisión a la inversa. En consecuencia, en la coyuntura actual podríamos encontrarnos ante algo parecido a una encrucijada en la que los efectos retardados de las anteriores subidas de los precios de las materias primas persistirían, aunque irían disminuyendo, y en la que estarían apareciendo y aumentando los primeros efectos de los descensos más recientes<sup>6</sup>. En este sentido, la simetría del ajuste a la baja también se desconoce.

Esta hipótesis puede sustentarse, en cierta medida, en la evolución reciente de las fases iniciales (*upstream*) del proceso de formación de precios. En particular, los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos continúan acelerándose (como muestra la estimación de avance de enero). Sin embargo, los precios de producción industrial (excluida la energía) han registrado una desaceleración considerable desde la primavera pasada, bastante generalizada entre los distintos componentes.

En todo caso, la transmisión y la generalización de las presiones inflacionistas se está produciendo a distintas velocidades e intensidades en los distintos componentes del gasto. Hasta ahora, las presiones sobre la inflación subyacente han estado muy concentradas en determinados componentes del gasto, como equipamiento y conservación de vivienda, transporte y actividades que requieren mayor contacto social. Los precios de algunos de

---

<sup>3</sup> El 30 % restante es la parte que el modelo no puede identificar como componente de demanda o de oferta. Se trata de un componente no explicado que no debería interpretarse en el marco del enfoque empleado.

<sup>4</sup> Borrallo, F., L. Cuadro-Sáez y J. J. Pérez (2022). «[El aumento de los precios de las materias primas alimenticias y su traslación a los precios de consumo en el área del euro](#)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico* 3/2022, Banco de España.

<sup>5</sup> López, L., S. Párraga y D. Santabárbara (2022). «[La traslación del incremento de los precios del gas natural a la inflación del área del euro y de la economía española](#)», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico* 3/2022, Banco de España.

<sup>6</sup> Los precios de producción industrial, excluida la energía y la construcción, siguieron desacelerándose en diciembre en el área del euro, hasta situarse en una tasa de crecimiento del 12,3 % (3,7 por debajo del máximo del pasado mayo).

estos componentes son más sensibles al ciclo, otros se ven más directamente afectados por el aumento del coste de la energía, los precios de los alimentos o los cuellos de botella, mientras que, en general, la demanda especialmente intensa registrada durante la pandemia (en especial de bienes de consumo duradero) y la fase de reapertura (sobre todo, de los servicios) han contribuido a una traslación rápida. Los precios de estos componentes continuaron registrando subidas muy acusadas en diciembre, en términos tanto interanuales como intermensuales, lo que señala fuertes presiones inflacionistas subyacentes<sup>7</sup>. Si se excluyen estos componentes de la cesta, la inflación subyacente se situó en el 2,8 % en diciembre<sup>8</sup>, con una ligera tendencia al alza que también apunta a una transmisión incompleta y lenta.

Además, también cabe mencionar que las medidas fiscales, que contribuyen a moderar la senda de inflación este año, tendrán efectos de signo contrario cuando se retiren, lo que podría llevar a que el episodio inflacionista sea más persistente. De hecho, este es el principal motivo de la revisión al alza de la inflación para 2024, hasta el 3,4 %, de nuestras proyecciones de diciembre. Ahora bien, algunas medidas aprobadas por los Gobiernos para proteger a los consumidores de subidas excesivas de los precios energéticos se han materializado en topes a dichos precios y, por tanto, sus efectos dependen de la magnitud de los incrementos de los precios de la energía. En un contexto de precios energéticos más bajos, es posible que no sea necesario aplicar el tope, por lo que el impacto a la baja de esas medidas en 2023 sería menor y, posteriormente, el efecto al alza de su reversión en 2024 también sería menor.

#### *La transmisión de las fluctuaciones del tipo de cambio del euro a la inflación*

El tipo de cambio del euro fluctuó de forma significativa el año pasado. En particular, el tipo de cambio euro-dólar se depreció sustancialmente en la primera parte de 2022, como resultado, sobre todo, del diferencial de tipos de interés (de ahí la diferente respuesta de la política monetaria), de la mayor aversión al riesgo en todo el mundo y del hecho de que la perturbación energética supuso un deterioro de la relación real de intercambio en el área del euro (no en Estados Unidos).

La transmisión de esta depreciación puede haber sido más rápida que en el pasado si se tienen en cuenta posibles efectos no lineales<sup>9</sup>, dado que la evidencia sugiere que la transmisión es más intensa cuando se producen fluctuaciones del tipo de cambio

---

<sup>7</sup> La descomposición de la inflación subyacente por finalidad del gasto muestra que los componentes relacionados con el transporte registraron subidas interanuales de los precios superiores al 7 % en diciembre, que los precios del subíndice de equipamiento y conservación de vivienda se elevaron por encima del 9 % y que la inflación en el subíndice de ocio, restauración y turismo aumentó casi el 7 %. Para información más detallada de estos subíndices, véase Pacce, M., A. del Río e I. Sánchez-García (2022), «Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico* 3/2022, Banco de España.

<sup>8</sup> Este subíndice incluye «Vestido y calzado»; «Vivienda», excluidos los gastos de energía y de conservación de la vivienda; «Sanidad», «Comunicaciones», «Enseñanza» y «Otros bienes y servicios». Incluye el alquiler de la vivienda principal de las familias.

<sup>9</sup> Esta depreciación aumentó el coste de los productores del área del euro, puesto que la mayoría de 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).

relativamente pronunciadas, lo que limita la capacidad de los importadores para absorber perturbaciones del tipo de cambio<sup>10</sup>.

No obstante, en la segunda mitad de 2022 y en lo que llevamos de 2023, esta depreciación se ha revertido parcialmente. En este contexto, esta reversión también podría dar lugar a precios de consumo más bajos. Como en el caso de los precios de la energía, esto plantea dos interrogantes: primero, cuánto tiempo persistirá la depreciación y, segundo, si sus efectos serán simétricos en términos de velocidad y magnitud. De nuevo, esta es una cuestión que tenemos que vigilar en los próximos meses.

### *Evolución de los mercados de trabajo y presiones salariales*

La evolución de los salarios y de los márgenes empresariales será otro determinante clave de la inflación en adelante. Concretamente, si un alza de la inflación se traslada de forma significativa a los incrementos salariales, podría dar lugar a nuevas subidas de precios, en particular si las empresas tratan de mantener sus márgenes, o incluso aumentarlos.

De acuerdo con las proyecciones del Eurosistema de diciembre, el crecimiento de los salarios, medido por la remuneración por asalariado, se incrementará desde el 4,5 % en 2022 hasta el 5,2 % en 2023, y descenderá hasta el 4,5 % en 2024 y el 3,9 % en 2025 a medida que la inflación disminuya. Las señales más recientes procedentes de los salarios negociados estarían en consonancia con dichas proyecciones. En particular, los contratos firmados durante el cuarto trimestre de 2022 establecen un aumento salarial medio para 2023 de casi 1 pp por encima de los formalizados en el tercer trimestre, mientras que un indicador del crecimiento de los salarios en las nuevas ofertas de empleo publicadas en internet<sup>11</sup> descendió por segundo mes consecutivo hasta situarse en el 4,9 % en diciembre (frente al 5,2 % de noviembre y el 5,3 % de octubre).

Con todo, en el futuro, las presiones de los trabajadores para recuperar la pérdida de poder adquisitivo podrían ser intensas, en especial porque las próximas negociaciones salariales se llevarán a cabo en un contexto de tensionamiento del mercado de trabajo. La tasa de paro se mantuvo en el 6,6 % en diciembre, el nivel más bajo desde la introducción del euro, y la percepción de las empresas del grado de escasez de mano de obra también se ha estabilizado en niveles muy elevados en términos históricos.

En consecuencia, debemos realizar un seguimiento de la evolución de los salarios y de los márgenes empresariales con el fin de detectar la posible aparición de efectos de segunda vuelta sobre la inflación.

### *El contexto global y la reapertura de China*

El debilitamiento de la demanda mundial, en particular en importantes economías avanzadas, está contribuyendo a la moderación de los precios de las materias primas en los mercados internacionales y reduciendo las presiones inflacionistas. En Estados Unidos,

---

<sup>10</sup> Leiva-Leon, D., J. Martínez-Martín y E. Ortega (2022). «[Exchange Rate Shocks and Inflation Co-movement in the Euro Area](#)», *International Journal of Central Banking*, 18(1), pp. 239-275

<sup>11</sup> Datos de Indeed, un sitio web de empleo que agrega ofertas de empleo de miles de sitios web, incluidos portales de empleo, empresas de selección y contratación de personal, asociaciones y páginas de empleo de empresas.

el crecimiento económico sigue desacelerándose, debido al endurecimiento de las condiciones de financiación. No obstante, sigue mostrando mayor fortaleza de lo esperado y se está sustentando principalmente en el consumo privado —ya que los hogares continúan gastando el ahorro acumulado—, en un crecimiento pronunciado y generalizado del empleo, y en unos niveles de paro muy bajos.

Además, la senda de inflación podría verse condicionada por la finalización de la política de COVID cero en China y la consiguiente reapertura de su economía. Cuando los contagios hayan dejado de aumentar, es previsible que la economía china recobre su dinamismo, favorecida por el consumo en un entorno de recuperación de la movilidad y de las actividades más intensivas en contacto, así como de liberación de la demanda embalsada. Pese a que la incertidumbre sobre el alcance de la reapertura es muy elevada, en enero, el FMI revisó al alza las perspectivas de crecimiento del PIB de China para 2023 en 0,8 pp, hasta el 5,4 %. Este crecimiento tendrá un impacto en la actividad económica y en la inflación a escala global. El aumento de la demanda china impulsará la actividad del área del euro a través del canal de las exportaciones y, por lo tanto, también la inflación. Por otra parte, China ejercerá importantes presiones inflacionistas sobre las materias primas energéticas y los metales, ya que es uno de sus mayores consumidores a nivel mundial. Según las estimaciones del FMI, un incremento de la demanda interna china de 1 pp del PIB se traduciría en una subida de los precios del petróleo de casi el 10 % y de entre el 6 % y el 12 % de los de los metales en un horizonte de un año<sup>12</sup>. Un aumento del consumo de gas en ese país también podría incidir de forma especialmente acusada en los precios del gas si se tiene en cuenta que China desempeñó un papel moderador muy relevante en 2022, cuando su demanda de gas natural licuado se redujo un 20 %.

Con todo, es posible que la reapertura de China reduzca la inflación a través de su impacto en los cuellos de botella en la oferta. De hecho, la finalización de la política de COVID cero evitará las alteraciones en la producción generadas por las restricciones. En el pasado reciente, las interrupciones de la producción causadas por el COVID en ese país fueron determinantes fundamentales de los cuellos de botella y de las presiones inflacionistas y, por consiguiente, se podría considerar que la reapertura tendría un efecto neto desinflacionista.

En resumen, resulta difícil diferenciar los efectos netos de todos estos factores sobre la inflación y será necesario realizar un seguimiento estrecho.

#### *La capacidad de resistencia del crecimiento del área del euro y su composición*

En el segundo semestre de 2022, la economía del área del euro demostró mayor capacidad de resistencia de lo esperado, y la desaceleración registrada en el cuarto trimestre del año fue menos intensa de lo anticipado. Esto ha ocurrido en un contexto en el que se observó una reversión sustancial de las anteriores perturbaciones de oferta (cuellos de botella y precios energéticos), y en el que los hogares y las empresas disponían de amplios colchones (en particular el ahorro que los hogares habían acumulado durante la pandemia), el repunte de la demanda tras el COVID siguió generando efectos positivos y la transmisión de la política monetaria aún no se había completado.

---

<sup>12</sup> Kolerus, Diaye y Saborowski (2016) «[China's Footprint in Global Commodity Markets](#)», Fondo Monetario Internacional.



Sin embargo, la incertidumbre acerca de la continuidad de estos factores es muy elevada. En particular, el acusado descenso de los precios del gas en Europa refleja unas condiciones meteorológicas inusualmente benignas, las medidas de ahorro energético y unos niveles de existencias considerables, que podrían mitigar los riesgos relacionados con el suministro de cara al próximo invierno. Con todo, las tensiones registradas en los mercados de materias primas en 2022 tuvieron su origen en la invasión rusa de Ucrania y, por consiguiente, una importante fuente de incertidumbre para Europa sigue siendo una prolongación de la guerra.

Por otra parte, aunque todavía no se dispone de la descomposición del crecimiento del PIB del área del euro en el último trimestre de 2022, este parece haberse sustentado en la acumulación de existencias y en una contribución positiva de la demanda exterior neta, que principalmente refleja una disminución de las importaciones. Además, la demanda interna se contrajo en algunos de los países para los que se dispone de datos relativos al cuarto trimestre —en particular, en Francia y España—, un patrón que también fue evidente en los datos sobre ventas minoristas más recientes correspondientes a diciembre, con retrocesos más acusados en Alemania y Países Bajos. Por el contrario, los datos cualitativos disponibles para el primer trimestre de 2023 señalan una mejora de la confianza de los consumidores y de las empresas.

Por consiguiente, debemos seguir realizando un seguimiento de los patrones de la demanda interna, lo que será clave para modular la convergencia de la inflación hacia nuestro objetivo.

#### *La transmisión de nuestra política monetaria*

El actual ciclo de subidas de los tipos de interés del BCE carece de precedentes en lo que respecta a su velocidad. Los tipos oficiales se han incrementado en 300 puntos básicos en aproximadamente medio año. La cuestión es si este endurecimiento agresivo es suficiente para asegurar un retorno oportuno de la inflación del área del euro al 2 %. Analizamos el impacto de nuestras medidas basándonos en la evidencia histórica procedente de anteriores ciclos de subidas de los tipos. Con todo, puede argüirse que algunas de las condiciones macrofinancieras actuales son distintas de las imperantes en ciclos anteriores, especialmente como consecuencia del largo período de política monetaria expansiva que precedió al episodio actual. Además, endurecer la política monetaria de forma tan acusada y rápida como lo hemos hecho también podría generar efectos no lineales en la economía.

Dos factores podrían apuntar a un ritmo más lento de transmisión de la política monetaria que en el pasado, ambos relacionados con el sector hogares. El más importante es el aumento de la proporción de hipotecas a tipo de interés fijo, que protegen a los prestatarios de subidas de los tipos. Entre 2011 y 2022, el porcentaje de deuda de los hogares que venció o con tipos de interés que se revisaban al cabo de un año se redujo del 44 % al 30 %<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> No obstante, este resultado oculta un grado de heterogeneidad considerable entre países: el porcentaje de deuda de los hogares con tipos que se revisan al cabo de un año es del 76 % en Italia y del 71 % en España, pero solo del 9 % en Francia y del 11 % en Alemania.

El segundo factor es una traslación de los tipos de interés de mercado a los depósitos minoristas más lenta que en episodios anteriores, lo que debilita el canal intertemporal tradicional a través del cual las subidas de los tipos de interés desincentivan el gasto de los ahorradores. Esta transmisión más lenta refleja en cierta medida el hecho de que, durante el período de tipos de interés negativos, la remuneración de los depósitos minoristas fue superior a los tipos de mercado, ya que las entidades de crédito fueron renuentes a reducirla por debajo de cero. En consecuencia, las entidades han sido reacias a incrementar la remuneración de estos depósitos hasta que el margen entre los tipos de mercado y los aplicados a los depósitos ha retornado a niveles más normales. Además, la abundante liquidez de la que disponen actualmente los bancos comerciales reduce las presiones para que aumenten la remuneración de los depósitos minoristas<sup>14</sup>. Con todo, se debe señalar que es posible que la traslación más lenta a los tipos de interés de los depósitos también esté teniendo efectos moderadores sobre el gasto de los hogares al frenar el aumento de los ingresos financieros de los ahorradores.

Por otra parte, algunos factores apuntan a la posibilidad de una transmisión de la política monetaria más rápida que en episodios anteriores.

En primer lugar, el actual ciclo de subidas de tipos se está produciendo tras la perturbación negativa provocada por la pandemia, que afectó adversamente a la situación financiera de las empresas al aumentar sus niveles de deuda. Esto acrecienta su vulnerabilidad a subidas de los tipos de interés, y es posible que sus decisiones de gasto sean más sensibles a cambios en la política monetaria.

En segundo lugar, existe evidencia de que el endurecimiento de la política monetaria está afectando ahora a las condiciones de financiación de las empresas con más intensidad que en el pasado. En particular, en los últimos diez años, la financiación mediante valores de renta fija ha desplazado a la financiación bancaria, y el endeudamiento en este tipo de valores ha aumentado desde el 16 % hasta el 24 % de la deuda total de las sociedades no financieras. La traslación más rápida de los tipos de interés de referencia de los mercados a las rentabilidades de los bonos corporativos que a los tipos de los préstamos bancarios implica una transmisión más rápida de la política monetaria.

Además, la concesión de préstamos está disminuyendo con rapidez a juzgar por el breve desfase en la transmisión desde la primera subida de los tipos. La evidencia disponible muestra una relación econométrica estrecha entre los criterios de aprobación de préstamos que refleja la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE (BLS, por sus siglas en inglés) y el denominado «impulso crediticio» un par de trimestres después, al igual que entre el impulso crediticio y el crecimiento del PIB<sup>15</sup>. El primer eslabón de la reacción en cadena — entre la BLS y el impulso crediticio— ya es evidente, y cabe esperar que pronto quede patente la transmisión de ese eslabón a la actividad real.

---

<sup>14</sup> Pese a la débil respuesta de la remuneración de los depósitos minoristas, la traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de los préstamos minoristas en el área del euro en el pasado ha sido similar en el caso del crédito hipotecario, mientras que en el de los préstamos a las sociedades no financieras ha sido moderadamente más rápida, según análisis efectuados por el Banco de España.

<sup>15</sup> F. Huennekes y P. Köhler-Ulbrich (2023). «¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en el área del euro sobre la evolución futura del crédito?», [Boletín Económico del BCE, número 8/2022](#), recuadro 7.

En tercer lugar, por lo que respecta al canal de los flujos de caja de la política monetaria, hemos observado un desplazamiento significativo de fondos entre los depósitos a la vista (con una remuneración muy baja) y los depósitos a plazo (cuya remuneración es más sensible a los tipos de interés de mercado). Además, en términos netos, la oferta monetaria se está desacelerando con rapidez, ya que el crecimiento de M3 se ha ralentizado desde alrededor del 9 % registrado en septiembre hasta el 4 % en enero.

En cuarto lugar, el sector de la vivienda es un área clave que debe vigilarse, dado el giro de las condiciones financieras y el acusado aumento de los precios de la vivienda en algunas economías durante el último decenio. Antes de la pandemia existía abundante evidencia de exuberancia en este mercado en algunos países, como ya ha recalcado reiteradamente la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)<sup>16</sup>.

Por lo tanto, para resumir, es esencial que realicemos un seguimiento de la manera en que todos estos factores pueden afectar a la transmisión de la política monetaria en los próximos trimestres.

## **Conclusión**

En síntesis, los datos recientes sobre la inflación en el área del euro y algunos de sus principales determinantes son ligeramente alentadores, pero la situación general sigue exigiendo prudencia. La evidencia disponible hasta ahora es muy preliminar y hay varias áreas que requieren un seguimiento atento: la transmisión residual de las anteriores perturbaciones inflacionistas y la simetría de la traslación de los descensos recientes de los precios de la energía a la inflación subyacente; la evolución de los mercados de trabajo y de los salarios; los posibles efectos de la reapertura de China; la capacidad de resistencia de la economía del área del euro y la transmisión de las decisiones de política monetaria del BCE. Todos estos factores tendrán que analizarse en el marco de las proyecciones que se están elaborando antes de nuestra reunión de marzo.

---

<sup>16</sup> Informe de la JERS «Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries».