

---

10.04.2023

**Evolución reciente de la política monetaria del área del euro\***

The Brookings Institution

The Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy

Washington, DC.

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

\* Traducción al español del original en inglés

---

Buenos días:

Es un placer para mí visitar el Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy y compartir con ustedes mis reflexiones sobre la política monetaria del área del euro, en un momento todavía muy difícil para los bancos centrales de todo el mundo.

Voy a comenzar mi intervención describiendo brevemente las decisiones que hemos adoptado en nuestra reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) celebrada en marzo. Después expondré algunos factores que determinarán nuestras decisiones futuras y que requerirán un seguimiento estrecho en adelante.

Nuestra reunión de marzo tuvo lugar **en el contexto de las tensiones financieras relacionadas con el sector bancario** en Estados Unidos y en Suiza. Estas tensiones aumentaron la aversión al riesgo de los inversores y la volatilidad de los mercados financieros y provocaron una caída mundial de las cotizaciones bancarias. Si bien el sector bancario europeo tiene capacidad de resistencia, con posiciones de capital y de liquidez sólidas, el mensaje principal de nuestra reunión fue que **estamos haciendo un atento seguimiento de estas tensiones financieras y estamos preparados para responder como resulte necesario a fin de mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en el área del euro**. Como pusimos de relieve en la revisión de nuestra estrategia de política monetaria aprobada en julio de 2021, la estabilidad financiera debería considerarse un prerrequisito para garantizar la estabilidad de precios<sup>1</sup>.

Además, **dimos un paso más en el proceso de endurecimiento de la orientación de nuestra política monetaria en respuesta a las perspectivas de inflación en el área del euro**, que se prevé que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. En línea con nuestras intenciones, que ya anticipamos en nuestra reunión de febrero, subimos los tipos de interés en 50 puntos básicos (PB), situando el tipo de la facilidad de depósito en el 3 %, lo que representa un incremento acumulado de 350 pb desde julio del año pasado.

En cuanto a la senda futura de nuestra política monetaria, las **tensiones financieras** que estallaron antes de nuestra reunión **suponen una incertidumbre añadida** en torno al escenario central para el crecimiento y la inflación. **Esta incertidumbre adicional hace que el enfoque dependiente de los datos para nuestras decisiones cobre aún mayor relevancia**. Nuestra política monetaria futura dependerá de la materialización de las diferentes fuentes de riesgos, incluidos los observados en los mercados financieros en las últimas semanas.

**También aportamos más detalles sobre los factores que regirán nuestra valoración de las perspectivas de inflación** y, por tanto, nuestras decisiones de política monetaria. En particular, anunciamos que **esta valoración dependerá de tres factores principales**. En primer lugar, **los nuevos datos económicos y financieros**. En segundo, **la dinámica de la inflación subyacente**. Y, por último, **la intensidad de la transmisión de la política monetaria**.

Voy a referirme ahora a estos tres factores.

---

<sup>1</sup>Véase «[An overview of the ECB's monetary policy strategy](#)».

El primero es **nuestra valoración de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros**. Esta valoración **se basará, principalmente, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por nuestros expertos**, en las que todos los datos se incorporan de manera coherente.

A este respecto, **las proyecciones de marzo apuntaban a un debilitamiento de la actividad en 2023**, con una previsión de crecimiento del PIB real del área del euro del 1 % en dicho año (en comparación con el 3,6 % en 2022). Este escenario es **algo más optimista que el de las proyecciones anteriores** (publicadas en diciembre), debido a la publicación reciente de datos económicos mejores de lo esperado y a la caída del coste de la energía, por lo que las pérdidas de rentas reales son menores. **Se espera que el crecimiento repunte hasta situarse en el 1,6 %, tanto en 2024 como en 2025**, respaldado por la fortaleza del mercado de trabajo, el aumento de la confianza y la recuperación del poder adquisitivo. Sin embargo, estas tasas de crecimiento son **inferiores a las previstas en diciembre** como consecuencia del mayor endurecimiento de las condiciones financieras, con una apreciación más fuerte del tipo de cambio del euro. Y, en cualquier caso, la senda de crecimiento acumulado proyectada ahora para 2022-2024 es significativamente más baja —alrededor de un 2,5 % menos— que la prevista en diciembre de 2021, antes de la guerra en Ucrania, lo que refleja el importante deterioro de la relación real de intercambio en el área del euro.

**Por lo que respecta a la inflación, el escenario central contempla una convergencia gradual de la inflación hacia nuestro objetivo del 2 %.**

Tras alcanzar un máximo del 10,6 % en octubre de 2022, el IAPC cayó al 6,9 % en marzo de este año, según la estimación de avance, debido al descenso de los precios de la energía y a efectos base. En cambio, la tasa de variación de los precios de los alimentos y la inflación subyacente (sin energía ni alimentos) han seguido aumentando, sorprendiendo al alza y registrando tasas elevadas en marzo (del 15,4 % y del 5,7 %, respectivamente).

**Se prevé que la inflación general continúe en niveles elevados durante el resto de 2023, aunque en una senda descendente** que la situará en el 2,8 % en el último trimestre del año. Esta caída de la inflación se explica principalmente por el componente de energía, mientras que **se espera que la inflación subyacente siga siendo alta**. En concreto, **las proyecciones del BCE apuntan a que la inflación se situará, en promedio, en el 5,3 % en 2023 y posteriormente se reducirá hasta el 2,9 % en 2024 y el 2,1 % en 2025**. Esta tendencia a la baja se sustentaría en la desaparición gradual de las presiones al alza procedentes de la reapertura de la economía, las perturbaciones de oferta anteriores (cuellos de botella en la oferta y precios de la energía elevados) y la depreciación del euro, y se vería reforzada por el creciente traslado de la caída reciente de los precios de la energía y por la apreciación del tipo de cambio. La caída de la inflación a medio plazo también se explica por una moderación de las presiones de la demanda interna, como consecuencia, entre otros factores, de los mayores efectos moderadores de nuestras decisiones de política monetaria.

Cabe señalar que las proyecciones incorporan una serie de indicadores financieros que reflejan las expectativas de los mercados acerca de nuestra política monetaria futura. A este respecto, **la senda de inflación de las proyecciones de marzo se basaba en una curva**

**forward libre de riesgo que continuaba apuntando a expectativas de subidas adicionales de los tipos de interés en nuestras próximas reuniones**, incluidos 50 pb en marzo, hasta situarlos alrededor del 3,2 %. Este tipo terminal inferido era 40 pb superior al esperado en nuestra reunión de diciembre. Y las expectativas de los analistas, según las encuestas realizadas poco antes de la reunión, mostraban que se esperaba que el tipo de interés de la facilidad de depósito alcanzara un máximo del 3,75 % en julio de 2023 (un aumento de 100 pb desde diciembre) y se mantuviera en dicho nivel hasta el primer trimestre de 2024.

Todos estos elementos juntos respaldaron nuestra valoración de que, **si se confirma el escenario central de las proyecciones de marzo, todavía tenemos camino por recorrer** para asegurarnos de que las presiones inflacionistas desaparezcan.

Sin embargo, como he dicho, **estas proyecciones están sujetas a diversas fuentes de incertidumbre**. Y por este motivo hacemos hincapié en que la senda de tipos de interés depende de los datos. **Esto significa, a priori, que ni nos comprometemos a seguir subiendo los tipos ni hemos acabado de subirlos**.

Permítanme que señale algunas de las fuentes de incertidumbre.

**La primera está relacionada con la resiliencia de la economía del área del euro**. 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 previsto. De hecho, los datos cualitativos disponibles para el primer trimestre de 2023 señalan una mejora de la confianza de los consumidores y de las empresas. Esto se ha producido en un contexto caracterizado por una reversión significativa de las perturbaciones de oferta anteriores, en el que los hogares y las empresas disponían de amplios colchones, el repunte de la demanda tras el COVID 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. En particular, el acusado descenso de los precios del gas en Europa es consecuencia de unas condiciones meteorológicas inusualmente benignas, así como de las medidas de ahorro energético y de unos niveles de existencias considerables, que mitigan los riesgos relacionados con el suministro de cara al próximo invierno. Las tensiones registradas en los mercados de materias primas en 2022 tuvieron su origen en la invasión rusa de Ucrania y, por consiguiente, una prolongación de la guerra sigue siendo una importante fuente de incertidumbre para Europa. Y, con carácter más general, el curso futuro de la economía mundial también es motivo de preocupación, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria a nivel mundial y de riesgos geopolíticos significativos.

**En segundo lugar, en relación con las tensiones recientes en el sector bancario, sus repercusiones han sido limitadas hasta el momento** y se han traducido en un cierto endurecimiento de las condiciones financieras generales en el área del euro, principalmente a través de su impacto en las primas de riesgo<sup>2</sup>. Sin embargo, si **las tensiones perduraran**

---

<sup>2</sup> El 7 de abril, el tipo de interés libre de riesgo a diez años se situaba 15 pb por debajo del nivel alcanzado en la fecha de cierre de las proyecciones (15 de febrero). No obstante, las primas de riesgo han aumentado, reflejo de la mayor incertidumbre, y también se ha incrementado el coste medio de la financiación de las entidades de crédito y las sociedades no financieras de baja calidad crediticia en los mercados de capitales del área del euro. Así, el coste medio de la financiación a largo plazo de los bancos en los mercados de

o se intensificaran, **podrían provocar un endurecimiento de las condiciones del crédito más acusado de lo esperado y minar la confianza**, dando lugar también a un escenario de crecimiento económico más moderado y de descenso más acelerado de la inflación.

**Un tercer elemento que añade un cierto grado de complejidad a las perspectivas de inflación está relacionado con la política fiscal.** En 2022 y 2023, los países del área del euro incrementaron significativamente sus medidas de apoyo fiscal para proteger a las empresas y los hogares del aumento de los precios de la energía y de la inflación, con un estímulo bruto total cercano al 2 % del PIB del área del euro en ambos años. Si bien estas medidas ayudaron a contener la inflación en 2022 y está previsto que lo hagan también en 2023, la magnitud de su impacto este año todavía es incierto. Y la retirada de estas medidas impulsará al alza los precios de consumo en los próximos años, especialmente en 2024<sup>3</sup>.

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, a nivel agregado del área del euro, no sea incompatible con el endurecimiento de nuestra política monetaria. Esto significa que las medidas de apoyo público deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía, y deberían retirarse gradualmente 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.

Voy a pasar ahora al segundo factor, la **dinámica de la inflación subyacente**, que sirve de contraste adicional de nuestras previsiones.

La **inflación subyacente**, que excluye los precios de la energía y de los alimentos, es un indicador estándar de las presiones inflacionistas subyacentes. **En 2022, la inflación subyacente se situó en un promedio del 3,9 % y alcanzó el 5,7 % en marzo de 2023, marcando un máximo histórico.** Al mismo tiempo, las perspectivas de inflación subyacente para 2023 se han revisado al alza sucesivamente en recientes ejercicios de proyección, desde el 2,8 % en junio de 2022 hasta el 3,4 % en septiembre, el 4,2 % en diciembre y el 4,6 % en el ejercicio más reciente de marzo de este año.

En el entorno actual, **los efectos indirectos de los anteriores aumentos en los precios de las materias primas, que han sido mucho mayores de lo esperado, son un primer factor determinante de la inflación subyacente.** Esto es reflejo de la excepcional perturbación en los precios de las materias primas en términos de su magnitud, persistencia y carácter generalizado, que afecta a todas las materias primas, sobre todo a las energéticas, pero también a las alimenticias<sup>4</sup>. Se ha de tener en cuenta que, aunque la

---

capitales se ha elevado 6 pb, mientras que el de las sociedades no financieras de baja calidad crediticia ha subido 45 pb. En el caso de las empresas con grado de inversión, este coste ha disminuido 14 pb. En los mercados de renta variable, el índice EURO STOXX 50 apenas varió en el mismo período, mientras que el índice del sector bancario cayó un 8,8 %.

<sup>3</sup> 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 puntos porcentuales en la inflación medida por el IAPC en 2023 y un efecto al alza de unos 0,5 puntos porcentuales en 2024 y de 0,2 puntos porcentuales en 2025 a raíz de su retirada.

<sup>4</sup> Véase Borrillo F., L. Cuadro-Sáez, M. Pacce e I. Sánchez. (2023). «[Evolución reciente de los precios de consumo de los alimentos en el área del euro y en España](#)». Boletín Económico - Banco de España, 2023/T2, 01

perturbación ha sido a escala mundial, Europa se ha visto particularmente expuesta debido a su elevada dependencia del suministro de insumos esenciales —en especial gas— procedentes de Rusia<sup>5</sup>.

En efecto, dada la magnitud y la persistencia de la perturbación, los efectos indirectos han penetrado de manera más profunda en la economía, las empresas han tendido a ajustar los precios finales en más casos<sup>6</sup> y ello ha provocado que las subidas de precios se propaguen con mayor amplitud a las distintas categorías de bienes y servicios<sup>7</sup>.

Además, **los efectos al alza de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias podrían seguir siendo significativos en 2023**. En el caso de las materias primas alimenticias, la transmisión del encarecimiento de los costes a lo largo de la cadena de suministro podría llevar hasta un año<sup>8</sup>. Por lo que respecta a los precios del gas, el traslado de los precios mayoristas a los precios minoristas finales para los consumidores varía considerablemente de unos países a otros, dependiendo de la normativa aplicable, de los tipos de contratos utilizados en el mercado minorista de la electricidad en cada país y de la evolución de los márgenes ante el incremento de los costes de los insumos energéticos. Asimismo, estimamos que los efectos indirectos de una perturbación en los precios del gas son bastante persistentes y alcanzarían su punto máximo después de un año<sup>9</sup>. Por tanto, incluso si los precios del gas han retornado a niveles próximos a los observados al comienzo de la guerra en Ucrania, los efectos al alza de los precios del gas sobre la inflación subyacente podrían seguir siendo significativos a corto plazo.

Además, **la transmisión de las presiones inflacionistas refleja factores de demanda y de oferta específicos ligados a la pandemia y al levantamiento de las restricciones a la movilidad**. Algunos ejemplos son la presencia de cuellos de botella en las cadenas globales de suministro, la rápida intensificación de la demanda una vez que se levantaron las restricciones o el impacto de los cambios en los hábitos de trabajo y de vida, que dieron lugar a un mayor consumo de bienes y servicios relacionados con la vivienda.

Según nuestras estimaciones, **los factores de demanda tuvieron una importancia menor a principios de 2022, pero su contribución fue en aumento hasta el verano**, estabilizándose posteriormente en niveles elevados. Los factores de oferta, que predominaron a comienzos de 2022, explican actualmente alrededor de la mitad de la desviación de la inflación subyacente del área del euro respecto de su media histórica.

---

<sup>5</sup> Véase Alonso I., L. López, D. Santabárbara y M. Suárez-Varela (2022). «[Evolución de los inventarios de gas natural en 2022 y 2023 en las economías de la Unión Europea bajo dos escenarios hipotéticos](#)». Recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico* 4/2022, Banco de España.

<sup>6</sup> Véase Costain J., A. Nakov y B. Petit (2022), «[Flattening of the Phillips curve under state-dependent prices and wages](#)», *Economic Journal* 132 (642), pp. 546-581.

<sup>7</sup> Véase González Mínguez, J., S. Hurtado, D. Leiva-León y A. Urtasun. (2023). «[De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista](#)». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 02

<sup>8</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>9</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.

**En definitiva, algunos componentes de la inflación subyacente están empezando a mostrar un cierto grado de estabilización, pero los datos sugieren que las presiones inflacionistas continúan ampliándose.**

A título ilustrativo, durante la mayor parte de 2022 las presiones sobre la inflación subyacente estaban muy concentradas en componentes específicos del gasto, como la equipación y la conservación de la vivienda, el transporte y las actividades que requieren un mayor contacto social<sup>10</sup>. El índice de precios agregado de estos componentes indica que su tasa de crecimiento interanual se estabilizó en cierta medida a principios de este año, aunque en niveles elevados por encima del 7 %<sup>11</sup>.

Excluyendo estos componentes del gasto, el agregado formado por el resto de las partidas que integran la inflación subyacente, que tiene una ponderación superior al 30 % en el IAPC, ha mostrado una tasa de inflación muy contenida durante todo el episodio inflacionista. Sin embargo, esta tasa se encuentra al alza actualmente y ha pasado de alrededor del 1,5 % a mediados de 2022 al 3,6 %<sup>12</sup> en febrero de este año.

**No obstante, en algún momento, 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, deberían empezar a producir, gradualmente, efectos inversos sobre la inflación.**

Por tanto, en la coyuntura actual, podríamos estar aproximándonos claramente a un tipo de encrucijada, en la que los efectos retardados de las anteriores subidas de los precios de las materias primas y de la depreciación del tipo de cambio siguen presentes, aunque son cada vez menores, mientras que los primeros efectos de las disminuciones más recientes de los precios y de la apreciación del euro pueden estar manifestándose e ir en aumento. Ahora bien, el momento de la llegada a esa encrucijada y la intensidad con la que respaldará una caída de la inflación dependerán del grado de simetría entre el impacto de un incremento de los costes y de un descenso de los costes sobre los precios. A este respecto, **el impacto de la disminución de los costes sobre la inflación puede no ser totalmente simétrico** al impacto del aumento de los costes<sup>13</sup>. Este es una pregunta abierta y, por tanto, una dimensión que debe vigilarse atentamente.

---

<sup>10</sup> Estos componentes se vieron afectados de forma más directa por el aumento del coste de la energía, los precios de los alimentos o los cuellos de botella en la oferta, además de por la fuerte demanda de bienes específicos durante la pandemia (especialmente en el caso de los bienes duraderos) y en la fase de reapertura (en particular en el caso de los servicios).

<sup>11</sup> El desglose de la inflación subyacente por destino del gasto muestra que los componentes relacionados con el transporte registraron un incremento interanual de los precios del 7,1 % en febrero, frente al 7,3 % en diciembre. Los precios del subíndice de equipación y conservación de la vivienda crecieron un 9 % en febrero, en comparación con el 9,3 % observado en diciembre. La tasa de variación de los precios del subíndice de actividades de ocio, restauración y turismo se situó en el 6,9 % en febrero, la misma que en diciembre. Para más información sobre estos subíndices, véase Pacce, M., A. del Río y 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>12</sup> 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.

<sup>13</sup> Ferrucci, Jiménez-Rodríguez y Onorante (2012, «Food price pass-through in the Euro Area: Non-linearities and the role of the common agricultural policy» *International Journal of Central Banking*) encuentran asimetrías entre las perturbaciones positivas y negativas en los insumos para la producción de alimentos; Borralló, Cuadro y Pérez (2023, de próxima publicación) confirman estos resultados para el área del euro ampliando la muestra al momento actual. En el caso del petróleo, Kilian y Vigfusson (2011, *Quantitative Economics*, «Are

**Nuestra atención también se está dirigiendo ahora a la posible aparición de efectos de segunda vuelta sobre la inflación.**

En 2022, la remuneración por asalariado aumentó un 4,6 %, lo que supone una **caída significativa de los salarios reales**, con cierta heterogeneidad entre países. Paralelamente, **los márgenes empresariales han crecido en muchos sectores desde comienzos de 2021** (tras reducirse de forma notable en 2020), lo que indica un elevado grado de transmisión de los incrementos de los costes a los precios de venta.

**En el escenario central de las proyecciones se asume que los trabajadores recuperarán gradualmente el poder adquisitivo que tenían antes de la perturbación al final del horizonte de proyección<sup>14</sup>**, al tiempo que se espera que el incremento de los costes laborales unitarios de las empresas sea menor que el de los salarios —habida cuenta de las ganancias de productividad proyectadas—, por lo que los **márgenes empresariales** podrían mantenerse estables en el conjunto del período de proyección.

**Sin embargo, la presión de los trabajadores para intentar recuperar la pérdida de poder adquisitivo y el repunte de los márgenes empresariales podrían ser mayores de lo anticipado.** Las negociaciones salariales están teniendo lugar en un contexto de tensiones en el mercado de trabajo, con una tasa de paro históricamente baja y una escasez de mano de obra cada vez mayor en algunos países, a pesar de que la participación laboral ha crecido con fuerza desde principios del año pasado<sup>15</sup>. Y algunos indicadores salariales muestran presiones sobre los salarios más intensas que las obtenidas de las estadísticas salariales agregadas<sup>16</sup>. Esto está afectando ya a la inflación subyacente, dado que la contribución a este indicador de los componentes sensibles a los salarios<sup>17</sup> se ha duplicado con creces en los últimos meses. De hecho, la tasa de variación de los precios de los servicios (que representa dos terceras partes de la inflación subyacente, y los salarios en torno al 40 % de los costes directos de los insumos de los servicios) alcanzó el 5 % en marzo de este año, frente al 2,7 % observado un año antes.

Asimismo, pese a que la debilidad de la economía debería llevar a una reducción de los márgenes empresariales, los indicadores disponibles hasta el final de 2022 no muestran aún señales claras de esta evolución. Existe una heterogeneidad considerable entre sectores, y la situación cíclica de la economía y las condiciones de demanda influirán de

---

[the responses of the U.S. economy asymmetric in energy price increases and decreases?](#)) muestran que no hay asimetrías significativas en Estados Unidos. Sin embargo, Garzón y Hierro (2021, Economic Modelling «Asymmetries in the transmission of oil price shocks to inflation in the Eurozone») concluyen que existen asimetrías en el área del euro.

<sup>14</sup> Según las proyecciones de marzo del BCE, el crecimiento de los salarios nominales, medido por la remuneración por asalariado, aumentará del 4,6 % en 2022 al 5,3 % en 2023, y posteriormente disminuirá hasta situarse en el 4,4 % en 2024 y el 3,6 % en 2025.

<sup>15</sup> Esta evolución se ha producido en un contexto de fuerte incremento del empleo público, cuyo crecimiento ha supuesto alrededor de la mitad del crecimiento total del empleo desde finales de 2019.

<sup>16</sup> El indicador experimental de salarios negociados elaborado por el BCE muestra un aumento claro en las subidas salariales acordadas para 2022 y 2023. Las negociaciones contractuales durante 2022 se tradujeron en aumentos salariales de alrededor del 4,4 % y del 4,8 % para 2022 y 2023, respectivamente, siendo mayores los incrementos cuanto más recientes son los acuerdos. Además, un segundo indicador de crecimiento salarial basado en los salarios ofrecidos en nuevos trabajos también mostró subidas acusadas durante 2022, lo que sugiere un fuerte dinamismo de los salarios, aunque los últimos datos observados presentan señales incipientes de estabilización. Véase P. Lane (2023), «[Underlying inflation](#)», conferencia pronunciada en el Trinity College Dublin, 6 de marzo de 2023.

<sup>17</sup> Definidos como los componentes de la cesta de la inflación subyacente en los que los salarios representan más del 40 % de los costes de los insumos.

forma importante en el grado de traslación del aumento de los costes salariales a los precios finales, así como en el comportamiento de los márgenes en el futuro.

Es importante recordar que una gran parte de la elevada inflación del área del euro tiene su origen en el repunte de los precios de las materias primas que ha ocasionado un deterioro significativo de la relación real de intercambio. Esto supone una pérdida de riqueza y de bienestar 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 intentan evitar la pérdida unilateralmente manteniendo sus salarios reales y sus márgenes empresariales.

Con este trasfondo, para que no aparezcan efectos de segunda vuelta, **es esencial asegurar que las expectativas de inflación permanecen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.** La encuesta sobre las expectativas de los consumidores de febrero indica que las expectativas de inflación a tres años vista vuelven a reducirse, hasta el 2,4 %, lo que sugiere que los consumidores interpretan que la inflación actual tiene un componente temporal elevado. Además, los expertos en previsión económica esperan que la inflación retorne a niveles próximos al objetivo a medio plazo. Y los indicadores de mercado también señalan un rápido descenso de la inflación durante 2023 y 2024, mientras que el coste de la protección frente a la inflación se mantiene ligeramente por encima del 2 % en horizontes más largos (como se refleja en la tasa a cinco años dentro de cinco años). Esto se debe, en gran parte, a la prima de riesgo de inflación positiva, que refleja la notable incertidumbre existente en torno a la dinámica de la inflación.

El tercer factor que estamos siguiendo atentamente es **la intensidad de la transmisión de la política monetaria.**

El actual ciclo de subidas de los tipos de interés del BCE no tiene precedentes en lo que respecta a su intensidad y su ritmo, y las expectativas de tipos de interés reales a un año se sitúan en terreno positivo. En general, analizamos el impacto de nuestras medidas basándonos en la evidencia histórica de anteriores ciclos de subidas de tipos de interés. 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.

Un factor que podría apuntar a una **transmisión más lenta** de la política monetaria que en el pasado está relacionado con la **carga financiera del sector privado no financiero, que se ha vuelto menos sensible a las subidas de los tipos de interés.** Entre 2012 y 2022, el porcentaje de deuda bancaria de los hogares con hasta un año de fijación del tipo de interés se redujo del 35 % al 25 %, mientras que, en el caso de las sociedades no financieras, el porcentaje de deuda bancaria con vencimiento en un año o hasta un año de fijación del tipo de interés pasó del 70 % al 59 %<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> No obstante, estos resultados ocultan un grado de heterogeneidad significativo entre países: el porcentaje de deuda de los hogares con tipos de interés que se revisan al cabo de un año es del 63 % en España y del 59 % en Italia, pero solo del 6 % en Francia y Alemania.

El segundo factor podría estar relacionado con una **traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de los depósitos minoristas más lenta** que en episodios anteriores, lo que podría debilitar el canal intertemporal tradicional a través del cual las subidas de los tipos de interés desincentivan el gasto de los ahorradores<sup>19</sup>. Esta transmisión más lenta podría obedecer al 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. Además, la abundante liquidez de la que disponen actualmente los bancos comerciales alivia las presiones para que aumenten la remuneración de los depósitos minoristas.

Otros 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 fuerte 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. Por su parte, los hogares aún disponen de un exceso de ahorro de unos 900 mm de euros que acumularon durante la pandemia y se están beneficiando de las importantes medidas de apoyo fiscal.

En segundo lugar, 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<sup>20</sup>. Esto, unido a la transmisión más rápida de la política monetaria a los tipos de interés de los bonos que a los de los préstamos bancarios, implica una transmisión más rápida que en el pasado.

En tercer lugar, el **mercado inmobiliario residencial es un área clave que ha de ser objeto de seguimiento**, sobre todo teniendo en cuenta que en algunos países del área del euro los precios de la vivienda se han incrementado sustancialmente en la última década, y se observan señales de sobrevaloración<sup>21</sup>. La vivienda representa una parte importante de la riqueza de los hogares y de los activos bancarios. Por tanto, un posible descenso de los precios de la vivienda afectaría negativamente a las carteras de los bancos al reducir el valor de los activos de garantía proporcionados por los hogares y las empresas, lo que, en última instancia, podría incidir en la evolución del crédito.

En efecto, atendiendo a los datos, **en algunos países se ha observado un escaso dinamismo en los tipos aplicados a los depósitos a plazo de los hogares**<sup>22</sup>. Esto puede

---

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 sitúa en el 93 % en Italia, el 70 % en España, el 48 % en Francia y el 41 % en Alemania.

<sup>19</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.

<sup>20</sup> 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.

<sup>21</sup> Véase el informe de la JERS «Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries».

<sup>22</sup> Los menores aumentos de los tipos de interés de los depósitos a plazo de los hogares se han observado en España, Irlanda y Portugal, y los mayores en Alemania, Italia y Francia.

explicarse por las características específicas de los bancos, la estructura del sector bancario y el entorno competitivo. Concretamente, las entidades de crédito con mayores colchones de liquidez reaccionan en menor medida a las subidas de los tipos de interés de mercado<sup>23</sup>.

También hemos observado un desplazamiento significativo de fondos desde los depósitos a la vista hacia otros instrumentos menos líquidos, pero mejor remunerados (sobre todo, depósitos a plazo), lo que reduce la liquidez disponible para operaciones económicas. De hecho, el crecimiento interanual de M1 pasó a ser negativo en enero de 2023 por primera vez desde la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

Asimismo, **el incremento de los tipos de los préstamos bancarios en el área del euro ha sido muy acusado, principalmente como consecuencia del ritmo más acelerado de las subidas de los tipos de interés**, y ha ido **acompañado de un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito**. En particular, en la última encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro (BLS, por sus siglas en inglés), **las entidades participantes indicaron que los criterios de aprobación del crédito y las condiciones aplicadas a los préstamos a empresas habían vuelto a registrar un endurecimiento sustancial** en el cuarto trimestre de 2022, el mayor desde la crisis de deuda soberana del área del euro. Y las entidades de crédito esperaban un endurecimiento neto de magnitud similar también para el primer trimestre de 2023, y señalaron un endurecimiento continuado de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares.

La evidencia disponible muestra una **fuerte correlación entre los criterios de concesión de crédito** (medidos en la BLS) y la evolución del crecimiento de los préstamos un par de trimestres después, **y lo mismo sucede entre el crecimiento del crédito y el avance del PIB**<sup>24</sup>. El primer eslabón de la reacción en cadena (entre los criterios de concesión de crédito y el crecimiento de los préstamos) ya es evidente. Concretamente, el crecimiento del crédito a empresas ha caído notablemente desde el tercer trimestre del año pasado. En efecto, se dispone de evidencia de que el crecimiento de los préstamos hipotecarios se está desacelerando de forma más rápida en los países donde la sobrevaloración de los precios de la vivienda era mayor inicialmente<sup>25</sup>. Cabe esperar que pronto quede patente la transmisión del último eslabón a la actividad real. De hecho, aunque la actividad del área del euro evitó la contracción en el último trimestre de 2022, los datos de las cuentas nacionales han revelado una debilidad notable de la demanda interna, con fuertes descensos observados tanto en el consumo privado como en la inversión.

Por último, **habrá que prestar especial atención a los nuevos datos del sector financiero para seguir de cerca el impacto de los acontecimientos y las tensiones recientes**. Las implicaciones de las tensiones observadas últimamente en el sector financiero han sido limitadas hasta ahora, pero, si persisten o se intensifican, podría materializarse un escenario de condiciones crediticias y financieras considerablemente más restrictivas y de deterioro de la confianza, con efectos a la baja sobre la actividad

---

<sup>23</sup> Estos resultados se han obtenido de un análisis de regresión efectuado en el Banco de España utilizando información de más de cien bancos del área del euro.

<sup>24</sup>. Huennekes, F. y P. Köhler-Ulbrich (2023). «¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?», recuadro 7, *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

<sup>25</sup>. Huennekes, F. y P. Köhler-Ulbrich (2023). «¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?», recuadro 7, *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

económica y sobre los precios. En este sentido, será necesario prestar especial atención a los datos sobre la oferta de crédito bancario, medidos, por ejemplo, en la BLS.

### **Conclusiones**

Para concluir, quisiera destacar dos conclusiones principales de mi intervención de hoy.

En primer lugar, en el Consejo de Gobierno del BCE estamos preparados y disponemos de los instrumentos para responder como y cuando sea necesario para mantener la estabilidad financiera y de los precios en el área del euro.

En segundo lugar, en marzo dimos un paso más en el proceso de ajuste de la orientación de la política monetaria a las perspectivas de inflación del área del euro, pero **la incertidumbre es elevada y las decisiones futuras continuarán dependiendo de los datos.**

La inflación del área del euro se está desacelerando y seguirá haciéndolo de forma notable en los próximos meses. Pero **existen factores que afectan a la inflación subyacente y que pueden retrasar el retorno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo;** por tanto, realizaremos un estrecho seguimiento en adelante.

Asimismo, **la intensidad de la transmisión de nuestras medidas de política monetaria a la economía es muy incierta,** debido al extraordinario ritmo de nuestras subidas de tipos de interés, así como a los cambios observados en el entorno macrofinanciero del área del euro que podrían acelerar o retrasar dicha transmisión. **Las tensiones financieras recientes originadas en el sector bancario añaden un elemento de incertidumbre y refuerzan la importancia del enfoque dependiente de los datos.**

Muchas gracias.