
29.11.2021

La inflación: evolución reciente, perspectivas e implicaciones de política monetaria

XII Encuentro Sector Financiero Expansión-KPMG

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Deseo agradecer, en primer lugar, la invitación para participar, una vez más, en este encuentro en el que se dan cita anualmente los directivos de las principales instituciones financieras de nuestro país.

En esta ocasión quiero aprovechar esta sesión de clausura para abordar la cuestión de la evolución reciente de la inflación. Es este un tema que, en el transcurso de este año, ha sido objeto de una atención creciente por parte de quienes tenemos alguna responsabilidad de política económica, los medios de comunicación y también la ciudadanía en general, y no solo en nuestro país, sino también a escala global. Ello no es de extrañar si tenemos en cuenta que, en el área del euro, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) no había alcanzado un incremento interanual tan elevado como el 4,1 % del pasado mes de octubre desde 2008, mientras que, en España, la cifra análoga fue del 5,4 %, su cota más alta desde septiembre de 1992¹. A escala internacional, el aumento es más llamativo en el caso de Estados Unidos, donde el 6,2 % registrado supone el mayor aumento de los precios de consumo desde diciembre de 1990.

Por tanto, la preocupación por diseccionar el alcance y las características de este repunte de la inflación está plenamente justificada. A ninguno de nosotros se nos escapan las consecuencias no deseables de una inflación persistentemente elevada, en términos, por ejemplo, de las distorsiones que provoca en la asignación de recursos en la economía o de su impacto sobre la renta y la riqueza de los distintos grupos de agentes.

Mi exposición se va a desarrollar en tres partes. En la primera de ellas voy a detallar cuáles son los factores que explican el repunte actual del ritmo de variación de los precios. El examen pormenorizado de esas causas es un paso previo necesario para poder hacer una evaluación fundamentada del grado de persistencia que cabe esperar que tengan estos desarrollos, cuestión a la que dedicaré la segunda sección de mi presentación. Finalmente, realizaré algunas reflexiones sobre cuál es el modo en que debe conducirse la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) en este entorno.

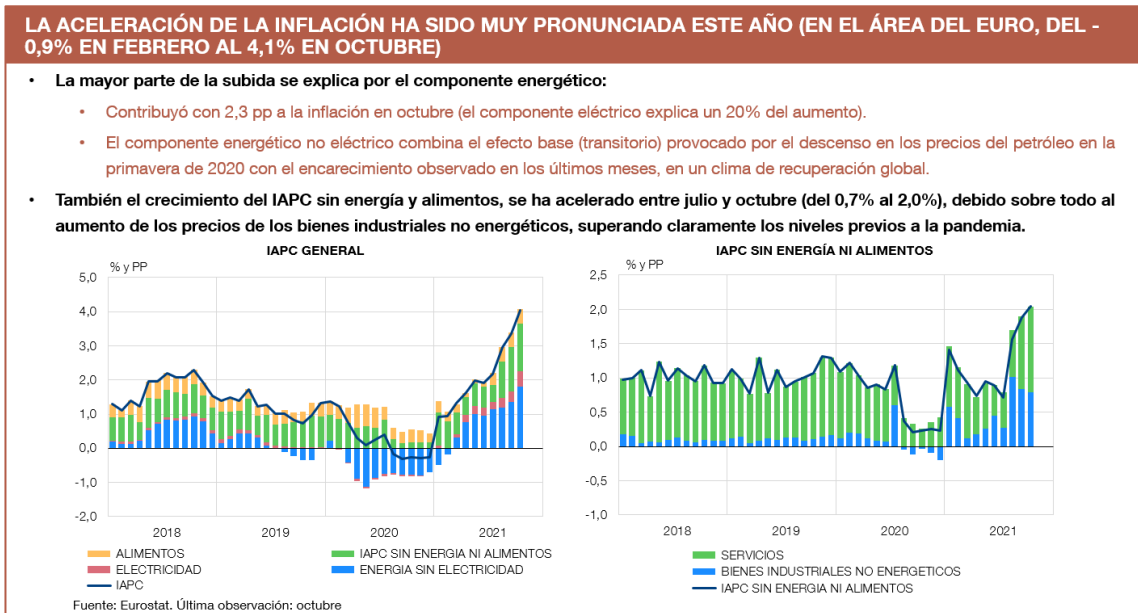
La conclusión que puedo anticiparles es que, dados la información y el análisis actualmente disponibles, cabe esperar que el ascenso de las tasas de inflación que hemos venido observando tenga una naturaleza pasajera, a pesar de haber mostrado una intensidad y una persistencia más elevadas de lo anticipado hace unos meses. Esta conclusión, no obstante, descansa sobre algunos condicionantes, tanto externos como relativos al comportamiento de los agentes económicos, que analizaré con mayor detalle más adelante. En todo caso, esta valoración nos debe llevar a evitar una retirada prematura de los estímulos monetarios, en particular en un contexto en el que la evolución de la crisis sanitaria, así como sus efectos económicos, sigue rodeada de una incertidumbre inusualmente elevada.

Las causas del repunte de la inflación

En el área del euro, y también en nuestro país, la inflación ha aumentado de forma casi ininterrumpida a lo largo de 2021, una tendencia que se ha observado a escala global. Desde febrero, cuando se cumplió un año desde el último mes anterior al inicio de la

¹ Además, según el indicador adelantado referido a noviembre, la tasa de variación interanual del IAPC repuntó en España en este mes hasta el 5,6%.

pandemia, hasta octubre, la inflación general ha repuntado desde el 0,9 % hasta el 4,1 % en el área del euro. El aumento en España entre esas dos fechas fue aún más pronunciado: del -0,1 % al 5,4 %.



La elevada inflación alcanzada en octubre en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) se explica, sobre todo, por la contribución de los precios de la energía, que aportaron 2,3 puntos porcentuales (pp) a la tasa del 4,1 % del indicador general. En España, la contribución de los precios energéticos ha sido aún mayor (de 3,7 pp), al tener estos bienes un peso mayor en nuestra cesta de consumo y al reaccionar en mayor medida que en el promedio del área del euro los precios minoristas de la electricidad a las variaciones de los precios mayoristas. Por ello, mientras que en el área del euro la contribución del aumento del precio de la electricidad al incremento de la inflación del componente energético fue de una quinta parte (con una elevada heterogeneidad por países), en el caso español aproximadamente la mitad del aumento del componente energético se habría debido a la electricidad.

Pero se ha producido también una aceleración de la inflación subyacente², del 1,1 % al 2 %, en el conjunto de la UEM entre febrero y octubre de este año, con incrementos de similar magnitud en los componentes de servicios (del 1,2 % al 2,1 %) y bienes industriales no energéticos (del 1 % al 2 %). La inflación subyacente ha aumentado también en España en ese período, y lo ha hecho en mayor cuantía, del 0 % al 1,4 %. No obstante, en este caso la aceleración se ha debido, fundamentalmente, al componente de servicios, que, en este período de ocho meses, ha pasado del -0,1 % al 1,6 %, mientras que el de bienes industriales no energéticos ha aumentado del 0,3 % al 0,9 %.

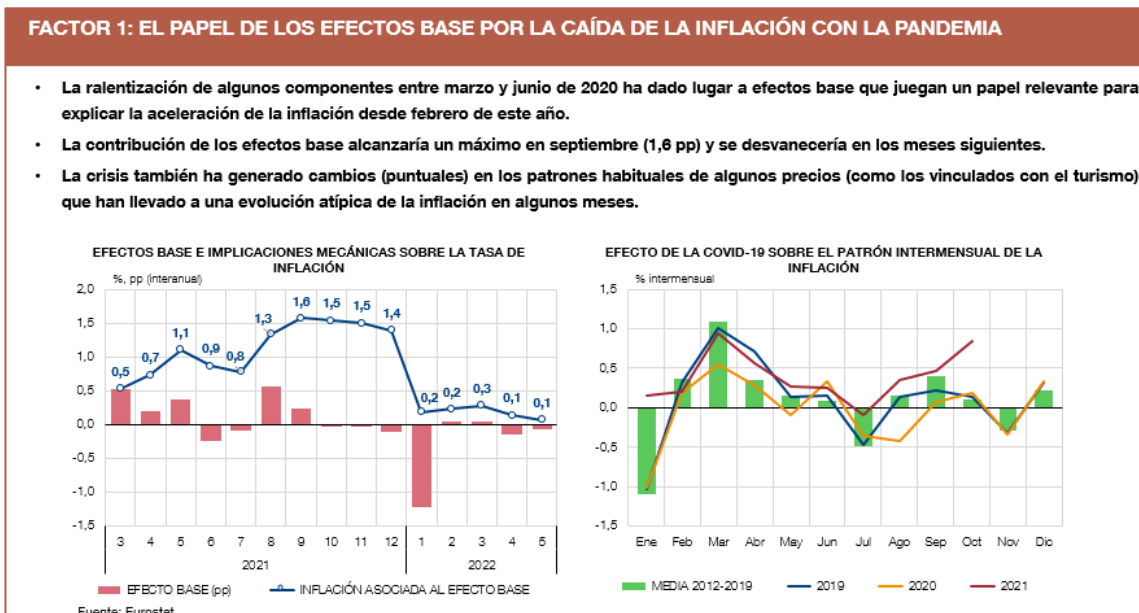
¿A qué factores cabe atribuir este incremento relativamente generalizado de los ritmos de variación de los precios de los distintos bienes y servicios de consumo?

² Indicador de precios en el que se excluyen los componentes de bienes energéticos y alimentos.

A efectos del análisis, me parece de utilidad considerar separadamente la contribución de tres grupos de factores, aunque no sean plenamente independientes entre sí.

El **primero** de estos elementos es de naturaleza estadística y tiene su origen en la caída intensa y súbita de la demanda al inicio de la pandemia. Este retroceso de la demanda dio lugar, a partir de marzo de 2020, a una desaceleración pronunciada de los precios de muchos productos, particularmente acusada en aquellos que requieren, para satisfacer esa demanda, de movilidad e interacción social, como los bienes energéticos y numerosos servicios.

La forma en la que solemos medir la evolución temporal de los precios es a través de las tasas interanuales, esto es, de la comparación de su nivel en un momento dado con el nivel observado 12 meses antes. Por consiguiente, la desaceleración, o incluso el retroceso, de los precios en la primavera de 2020 se ha visto reflejada en valores muy reducidos o negativos de la tasa interanual de inflación hasta los mismos meses de 2021, dado que esas cifras se calculan comparando el nivel de precios de un mes posterior a la crisis con el de un mes anterior a esta.



Ahora bien, una vez transcurrido un año desde el inicio de la pandemia, la tasa interanual de la inflación pasó a calcularse comparando los niveles de precios de meses posteriores al inicio de la crisis y que, por tanto, incorporaban el efecto desinflacionista originado por esta. Ello ha contribuido de modo significativo a que, a partir de marzo de 2021, la tasa de variación interanual de los precios de consumo se haya acelerado.

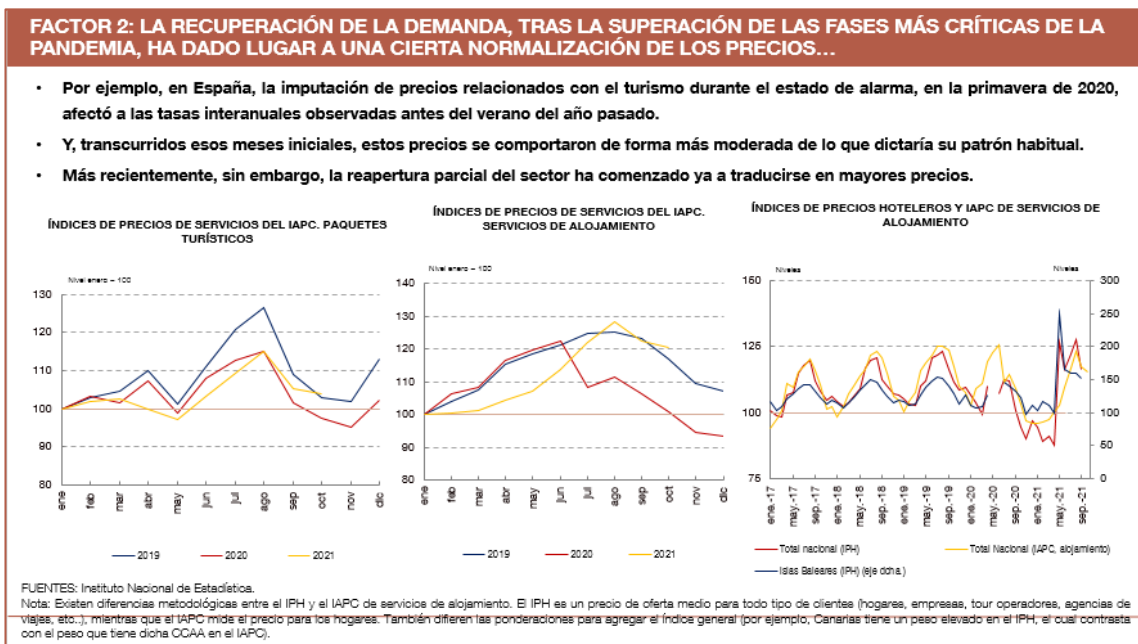
Las consecuencias de la aparición de estos efectos base positivos han sido especialmente pronunciadas en el caso de los bienes energéticos no eléctricos, componente que había registrado un intenso retroceso en 2020 debido a la caída de precios del petróleo. Así, el efecto base en este componente habría aportado entre febrero y octubre de 2021, en términos acumulados, un total de 0,9 pp en el área del euro (1,3 pp en España) de la aceleración observada en ese período en la inflación general.

De modo análogo, en el caso de los servicios, los efectos base no empezaron a manifestarse hasta el verano de 2021³, pero, en todo caso, han tenido una repercusión al alza de 0,4 pp en el conjunto de la UEM (0,6 pp en España) en el aumento observado de la inflación general entre febrero y octubre.

Así pues, en conjunto, en torno al 40 % de la aceleración observada en el agregado de la inflación del área del euro se habría debido a los efectos base descritos, y algo menos, en torno al 30 %, en el caso de España.

Adicionalmente, se han observado varios efectos idiosincrásicos en algunos países, con una repercusión material sobre el agregado del área del euro. En particular, cabe destacar la reducción transitoria del IVA en Alemania entre julio y diciembre de 2020, que finalizó en enero de este año e incrementó el IAPC del conjunto de la UEM en ese mes en cerca de 0,4 pp, además de generar un efecto base positivo adicional de magnitud similar en julio de 2021.

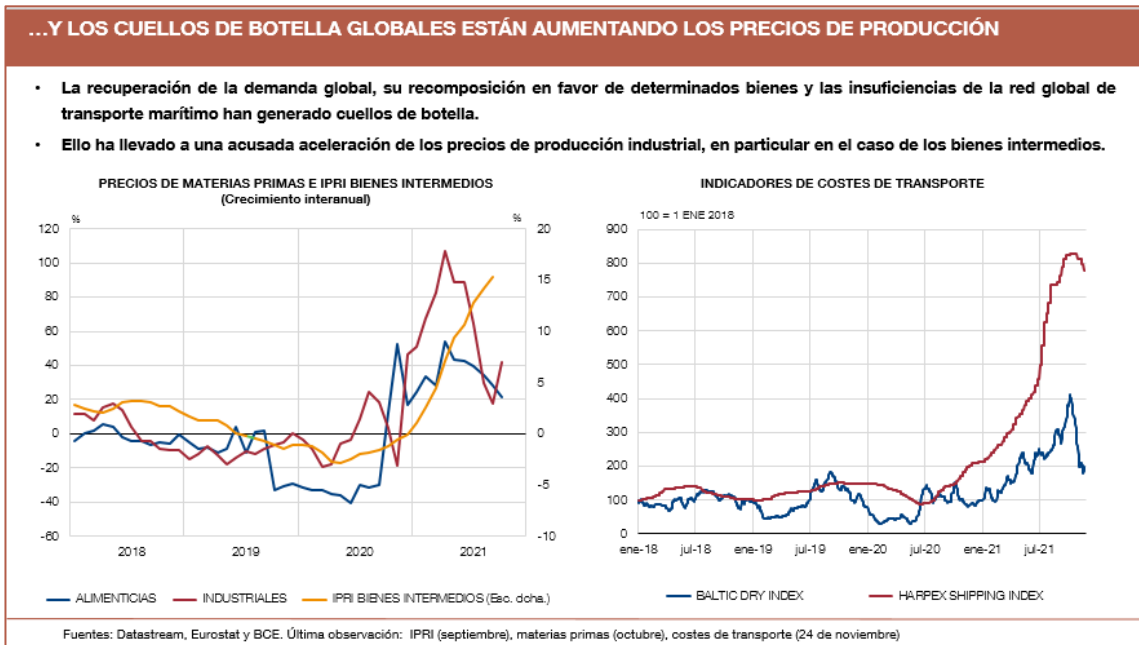
En **segundo** lugar, una parte del repunte inflacionista está relacionada con la recuperación de la demanda tras la superación gradual de las fases más críticas de la pandemia, que ha dado lugar a una cierta normalización de los niveles de precios. En el caso español, un ejemplo son los precios relacionados con el turismo, cuya evolución desde mediados de este año se ha asemejado más a la de 2019 que a la observada en 2020.



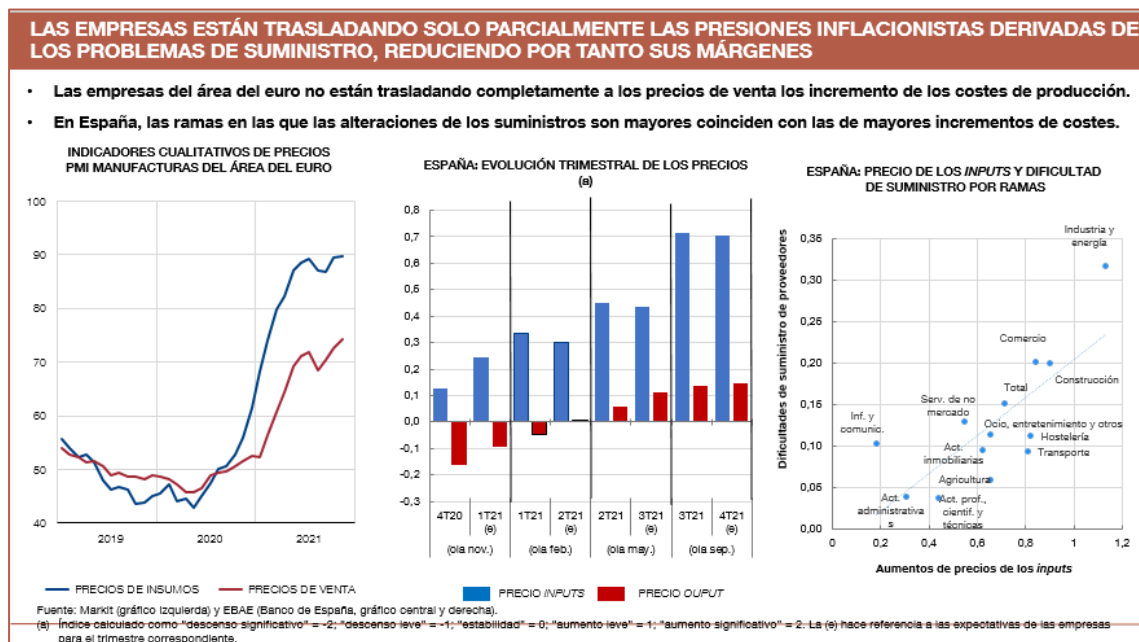
Además, a escala global el aumento de la demanda se ha concentrado en determinados bienes a costa de los servicios, y la oferta de esos productos no se ha expandido al mismo ritmo, lo que ha dado como resultado un encarecimiento de un conjunto amplio de bienes intermedios utilizados en los procesos productivos. En paralelo, las insuficiencias de la red global de transporte marítimo para abastecer esa demanda han dado lugar a retrasos en

³ Esta demora relativa se debe a que los precios de una proporción significativa de las rúbricas de este componente, correspondientes a los servicios de turismo y ocio, tuvo que ser imputada en los meses posteriores al inicio de la pandemia, ya que las restricciones impuestas para contener los contagios llevaron a un cierre casi total de esas actividades. El inicio de la reapertura de la economía en julio de 2020 permitió que pudieran volver a realizarse mediciones de precios en esas ramas, lo que puso de manifiesto una caída significativa de estos.

los plazos de entrega, que han provocado un encarecimiento adicional de sus precios. Un ejemplo destacado de escasez de suministros es el caso de la oferta de semiconductores, que está dando lugar a retrasos en la producción mundial de automóviles y otros bienes que requieren de estos componentes electrónicos.



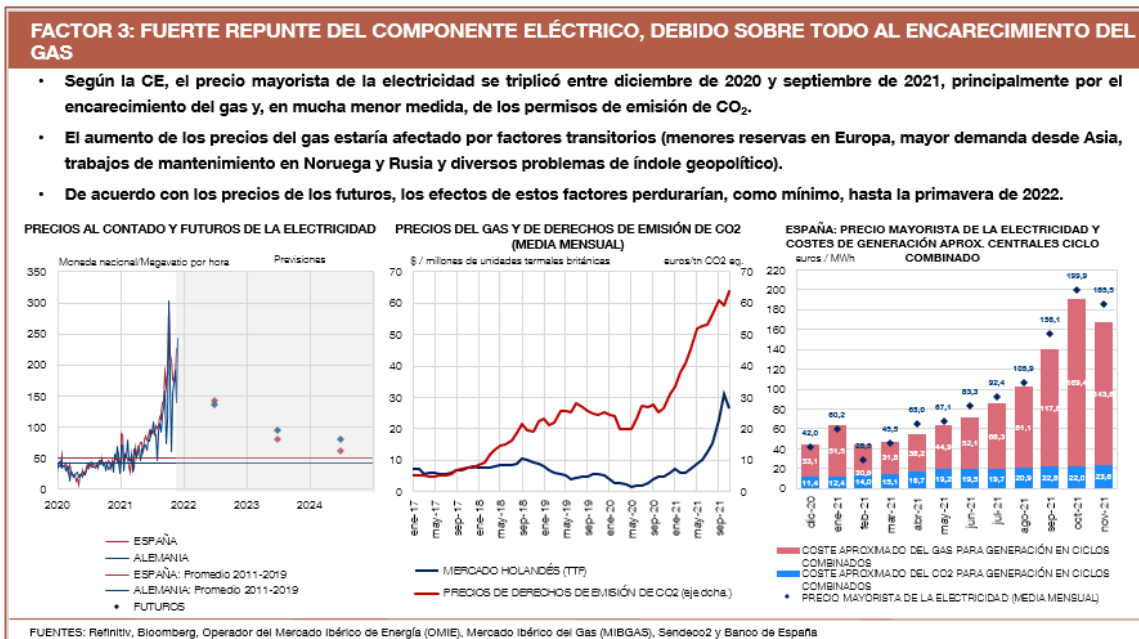
Como cabría esperar, las ramas productivas en las que las dificultades en los suministros están siendo más pronunciadas son las que están experimentando un encarecimiento mayor de sus factores productivos. En todo caso, la información recogida en las encuestas PMI indica que, por el momento, las empresas estarían trasladando solo de manera parcial a los precios de venta de sus productos el incremento de los precios de sus insumos. Este mismo resultado se obtiene a partir de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE). Este conjunto de información apuntaría a una disminución de los márgenes empresariales.



En **tercer** y último lugar, querría poner el foco sobre los precios de los bienes energéticos incluidos en la cesta de consumo. Estos precios se han visto afectados con fuerza tanto por los cuellos de botella en el suministro de determinados bienes, a los que acabo de referirme, como por los efectos base. Sin embargo, la magnitud de los aumentos de estos precios ha sido mayor que la que vendría explicada por esas dos razones.

El encarecimiento ha sido particularmente acusado por lo que respecta al gas, lo que ha tenido efectos muy relevantes sobre los precios de la electricidad, dados los mecanismos existentes en la Unión Europea para la fijación de precios en su mercado mayorista. Además, la factura energética también se ha visto afectada, aunque en menor medida, por el aumento de los precios de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

Si tomamos, por ejemplo, la evolución en el mercado mayorista de la electricidad en España, en el que los desarrollos han sido muy similares a los del resto de los países europeos, los precios se han multiplicado por un factor de 4,4 desde finales del año pasado hasta mediados de noviembre. Casi el 80 % de ese encarecimiento se explica por el aumento del precio del gas, mientras que el de los derechos de emisión contribuyó con casi un 10 % adicional.



Las perspectivas a medio plazo

El análisis previo de los factores que han determinado el repunte observado de la tasa de inflación permite también concluir que estos factores parecen tener una **naturaleza predominantemente temporal** y, en ausencia de perturbaciones adicionales, deberían comenzar a desvanecerse en el curso del próximo año.

En **primer** lugar, en relación con los efectos base, el escalón positivo que surgió en las tasas de inflación por la comparación con niveles de precios observados al inicio de la pandemia está siendo ya reabsorbido, por lo que, a partir de la primavera de 2022, no realizará ninguna aportación adicional, ni positiva ni negativa, al ritmo de variación de los precios de consumo, lo que contribuirá a una moderación de las tasas de inflación que estamos viendo en este tramo final del año.

En **segundo** lugar, cabe esperar que, a medida que la oferta se vaya adaptando a la demanda existente, se corrijan algunos de los aumentos de costes observados. A este proceso debería contribuir asimismo el eventual reequilibrio del gasto de los consumidores mundiales hacia los servicios, a medida que se vayan eliminando las restricciones a la actividad que todavía subsisten en esas ramas.

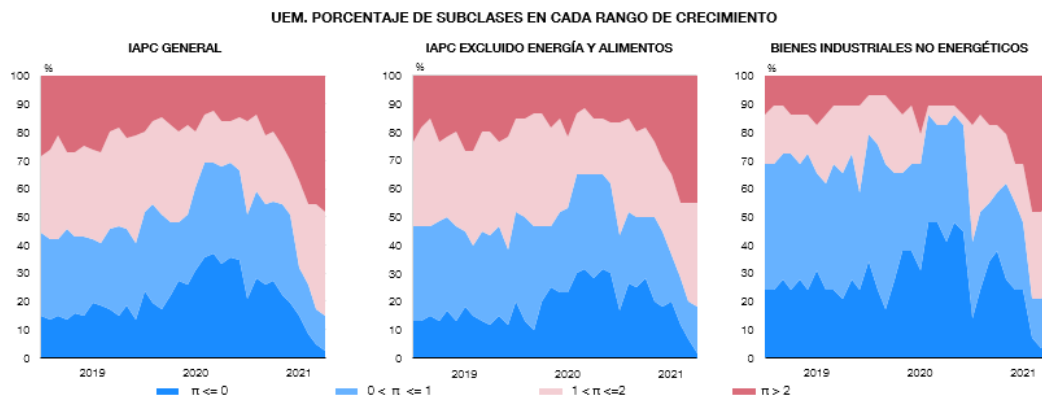
En **tercer** lugar, cabe esperar que una parte considerable del incremento de los precios en el mercado mayorista de la electricidad tenga también una naturaleza predominantemente transitoria. En este sentido, como ya se ha mencionado, la evolución de estos precios está ligada a la de los precios del gas, que se elevaron con intensidad desde comienzos de año. Los mercados de futuros del gas apuntan a un descenso significativo de su precio a partir de la próxima primavera, posiblemente como reflejo de las perspectivas actuales de incrementos de la oferta, al disiparse algunos factores que la han presionado a la baja en los últimos trimestres (problemas de suministro por razones geopolíticas y disrupciones por falta de mantenimiento de infraestructuras, al ser pospuesto durante la pandemia), al tiempo que se observaría una reducción de la demanda una vez superado el invierno, con el consiguiente efecto moderador sobre el precio de la electricidad. Hay que hacer notar, además, que incluso la estabilización de los precios en los niveles elevados actuales generaría una tasa de inflación interanual teóricamente nula una vez transcurrido un año desde el inicio del incremento.

Sobre este escenario de normalización gradual de los precios existen, no obstante, algunas **incertidumbres**.

La **primera** de ellas surge de una posible filtración de los aumentos observados en los costes de los productos intermedios energéticos y no energéticos a los precios del conjunto de bienes y servicios de consumo. De momento, ese encarecimiento se ha extendido de un modo limitado a las diferentes partidas del IAPC, de modo que, a pesar del fuerte repunte de este indicador en los últimos meses, más de la mitad de los bienes de la cesta de consumo en el área del euro (52 %) todavía presentan tasas de avance de sus precios por debajo del 2 %, porcentaje que se eleva al 55 % en el caso del indicador subyacente. De hecho, en ambos índices un 15 % de las rúbricas siguen mostrando tasas inferiores al 1 %. En el caso de España, esta señal de aceleración de los precios es incluso algo más moderada, puesto que el 70 % de los precios del índice general avanzaban en octubre a una tasa inferior al 2 %, proporción similar a la observada en el indicador subyacente.

INCERTIDUMBRE SOBRE LA TRASLACIÓN FINAL DE LOS COSTES DE LOS PRODUCTOS INTERMEDIOS ENERGÉTICOS Y NO ENERGÉTICOS A LOS PRECIOS DEL CONJUNTO DE BIENES Y SERVICIOS DE CONSUMO

- A pesar del reciente repunte de la inflación, por encima del 4% en la UEM, el número de partidas con tasas de crecimiento inferiores al 2% es todavía relativamente elevado: en octubre fue casi del 52% en el IAPC general y el 55% en el IAPC sin energía ni alimentos.
- El incremento del porcentaje de partidas con tasas superiores al 2% en el transcurso del año ha afectado tanto a los bienes industriales no energéticos como a los servicios.



Fuente: Eurostat. Última observación: octubre

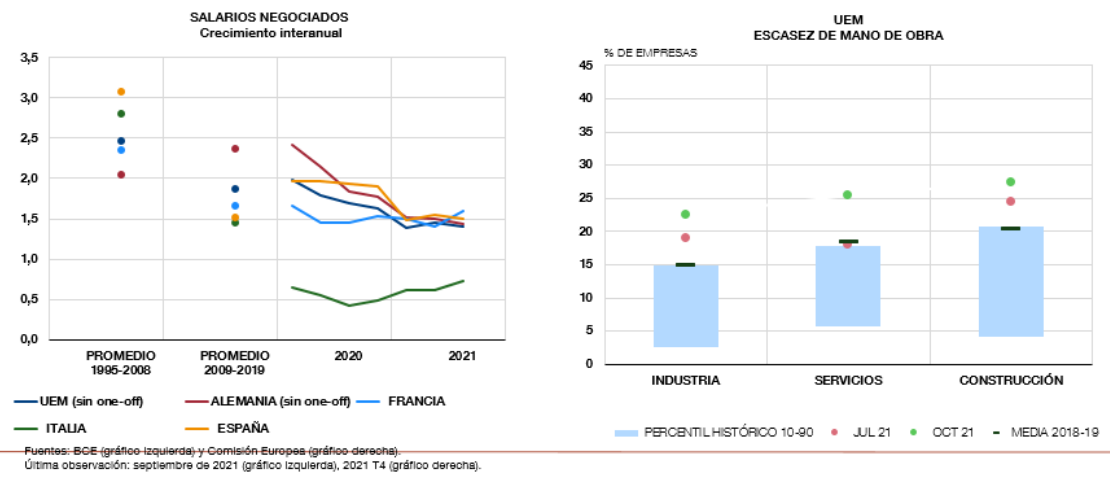
No obstante, de cara al futuro una eventual prolongación del encarecimiento de costes, por ejemplo, porque se demore la resolución de los cuellos de botella que afectan a las cadenas de suministros o porque se alarguen las dificultades para el normal aprovisionamiento de gas en Europa, reduciría las posibilidades de que los márgenes empresariales puedan seguir absorbiendo los aumentos de costes y acrecentaría las presiones sobre la inflación general. Además, la evidencia histórica señala que la transmisión de los precios de los bienes intermedios se produce con un cierto desfase, por lo que los incrementos observados en el pasado podrían contribuir todavía a aumentar en cierta medida las presiones inflacionistas sobre los bienes finales en los próximos meses.

Un **segundo** foco de incertidumbre surge de la evolución salarial y, por tanto, de la posible aparición de lo que se conoce como «efectos de segunda vuelta».

Por el momento, los efectos de esta naturaleza que se están observando en los países europeos son contenidos, con un aumento salarial medio pactado hasta septiembre en el conjunto del área del euro del 1,4 % (excluyendo efectos transitorios), cuatro décimas menos que el observado el año pasado. En el caso español, el aumento medio pactado para este año ha sido, hasta octubre, del 1,6 %, dos décimas menos que el acordado para 2020. No obstante, si el análisis se circunscribe a los convenios de nueva firma, que reflejan con mayor fidelidad los resultados de la negociación colectiva en cada instante concreto, puede observarse que los aumentos pactados para 2021 han ido haciéndose mayores en el transcurso del año, desde el 1,1 % en enero hasta el 1,7 % en términos acumulados hasta octubre. En el caso de Alemania, para el que se dispone de datos más detallados que en otros países del área del euro, algunos de los convenios más recientes, como el del comercio minorista, muestran crecimientos mayores, del 3 % para 2021. Los incrementos salariales demandados por los sindicatos en las negociaciones para el año próximo en este país en los principales sectores se sitúan entre el 4 % y el 5 %, valores, no obstante, no muy alejados de las demandas que se registraban ya antes de la pandemia.

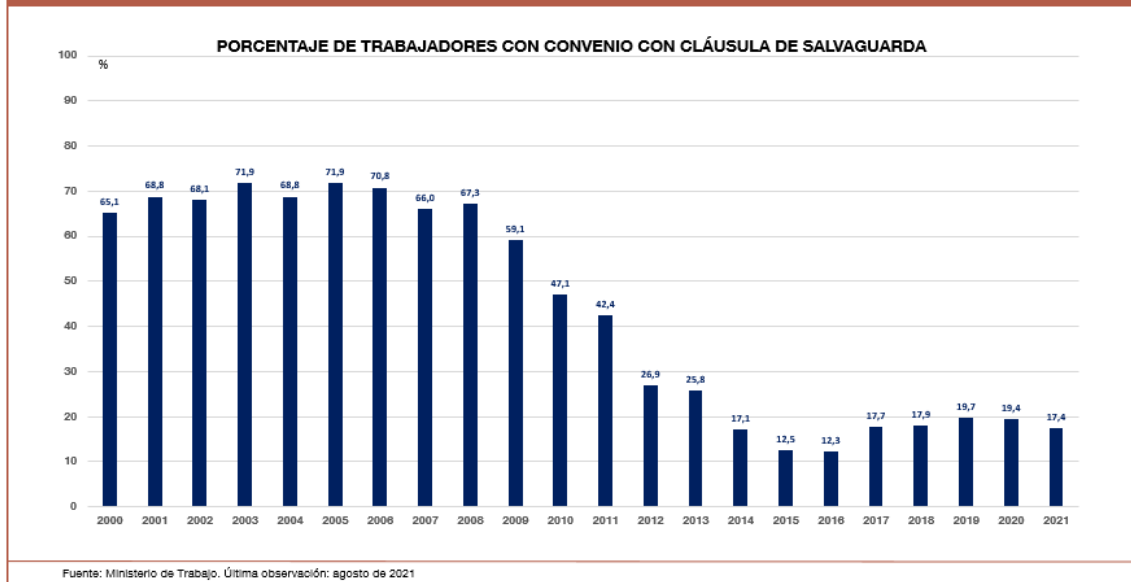
INCERTIDUMBRE SOBRE EL GRADO DE TRASLACIÓN DEL REPUNTE INFLACIONISTA A LA NEGOCIACIÓN SALARIAL

- Por el momento, las presiones salariales están contenidas: los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva hasta septiembre muestran una moderación respecto a 2020, con un incremento medio, excluyendo one-off, del 1,4% (1,8% en 2020).
- No obstante, algunos signos de escasez de mano de obra parecen estar afectando a un número creciente de ramas productivas.



Un factor que apoyaría las expectativas de que la magnitud de los efectos de segunda vuelta sea modesta es la prevalencia reducida de las cláusulas de salvaguarda en los convenios colectivos, que, de hecho, se ha reducido de manera acusada en los últimos años. En España, por ejemplo, la caída ha sido particularmente pronunciada, desde el entorno del 70 % antes del inicio de la crisis financiera global hasta el 17 % en la actualidad. En el caso del conjunto del área del euro⁴, solo en torno al 3 % de los trabajadores del sector privado tienen sus salarios indexados automáticamente a la inflación.

EN ESPAÑA, LOS RIESGOS DE EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA SE VERÍAN MODERADOS POR LA REDUCCIÓN DEL PESO DE LAS CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA



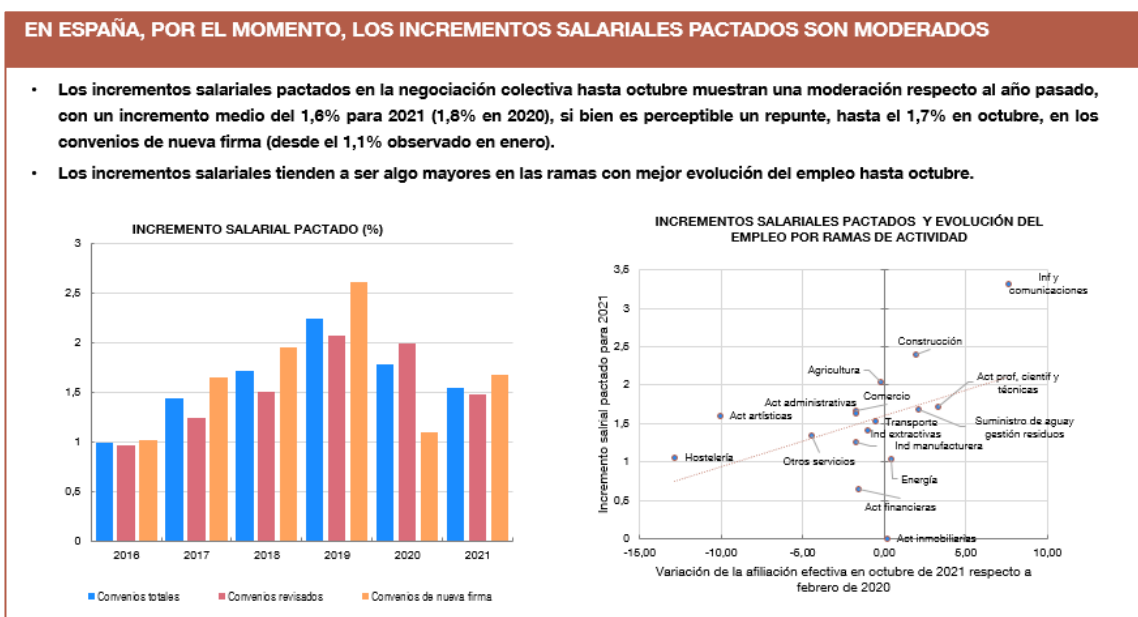
Por otro lado, con carácter general, y aunque la información disponible es todavía limitada, tanto en España como en el resto de la eurozona se observa que los aumentos salariales están siendo mayores en aquellas ramas productivas en las que el empleo está mostrando

⁴ Véase G. Koester y H. Grapow (2021), «The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages», recuadro del *Boletín Económico*, 7/2021, BCE.

una evolución más favorable y, por tanto, existe una menor holgura. Es decir, las alzas salariales en ciertos sectores recogen, de momento, factores coherentes con una posición cíclica más favorable en algunos sectores, y no con aumentos generalizados e indiscriminados de las remuneraciones. No obstante, algunos signos de escasez de mano de obra parecen estar afectando a un número creciente de ramas productivas, lo que podría condicionar las demandas salariales en el futuro.

En este sentido, si bien incrementos excesivos y generalizados de los salarios serían, en el contexto actual, contraproducentes, aumentos coherentes con la evolución de la productividad individual y la demanda de las empresas a escala individual son claramente deseables. De hecho, una evolución de los salarios con estas características ayudaría a alcanzar nuestro objetivo de inflación a medio plazo y, en paralelo, a evitar la aparición de efectos de segunda vuelta indeseados.

En todo caso, en relación con los dos factores anteriores, es obvio que, cuanto mayor sea esa duración, mayor será la probabilidad de que el aumento de la inflación gane persistencia, tanto a causa de que los aumentos de costes se filtren con mayor intensidad a los precios finales como a causa de que el alza de estos dé lugar a mayores demandas salariales.



En **tercer** lugar, y estrechamente relacionado con el factor anterior, si bien la estimación del grado de holgura de la economía es particularmente difícil de realizar en el contexto de la pandemia, dados también los efectos heterogéneos de esta última por sectores, hay que tener en cuenta que, a pesar de que el nivel de PIB real en el área del euro se espera que alcance su cota previa a la pandemia en el cuarto trimestre de este año, la distancia con respecto a la tendencia que precedió a la crisis sigue siendo muy elevada, de alrededor del 3 % (si se compara con las previsiones de diciembre de 2019 del Eurosistema), distancia que puede ser usada como una buena referencia de cuándo podremos dar la recuperación por completada. Es decir, al contrario que en Estados Unidos, el grado de holgura negativa de la economía en el agregado del área del euro sigue siendo elevado.

Así es, a menos que uno piense que la pandemia ha generado una destrucción permanente y elevada de la oferta (algo para lo que no existe evidencia en estos momentos), el producto potencial habría seguido aumentando en este período, de manera que la distancia entre el nivel de producto potencial y el PIB observado nos da un orden de magnitud de la brecha que queda por cerrarse. Mientras no se cierre esa brecha, no resulta fácil pensar que la inflación permanecerá elevada o incluso en nuestro objetivo a medio plazo.

Y, de acuerdo con las previsiones macroeconómicas disponibles, esta brecha se mantendría negativa en los próximos trimestres y solo se cerraría hacia el final de un horizonte de medio plazo (dos o tres años).

En **cuarto** lugar, a corto plazo los riesgos para el escenario de crecimiento se mantienen a la baja, lo que podría también debilitar las hipotéticas presiones sobre la inflación subyacente.

El repunte de la pandemia en algunos países del área del euro está dando lugar a un cierto deterioro de las perspectivas económicas, y la aparición reciente de nuevas variantes del virus sirven como recordatorio de que no podemos dar por finalizada la crisis de la pandemia todavía, incluso teniendo en cuenta que las economías han mostrado un grado de adaptación elevado a las nuevas olas.

En este mismo horizonte de corto plazo, hay que tener en cuenta que el área del euro es muy dependiente de la energía externa, por lo que la perturbación actual supone un deterioro de la relación real de intercambio y, por tanto, una pérdida real de la renta de familias y empresas, con efectos negativos potenciales sobre el consumo y la inversión. Esto es, la perturbación exógena de los precios que estamos sufriendo en este momento genera el riesgo de que nos alejemos aún más de la tendencia previa a la crisis, dado su impacto negativo sobre la demanda. De hecho, los salarios reales están cayendo y los márgenes empresariales se están reduciendo.

Y es cierto que el elevado ahorro acumulado por las familias durante la crisis (estimado en más de un 6 % del PIB para el área del euro) debería permitir mitigar esos efectos negativos, pero también sabemos que una parte muy significativa del ahorro acumulado se ha concentrado en familias de renta elevada que normalmente presentan una propensión al consumo relativamente reducida. De hecho, el *shock* inflacionista actual es particularmente negativo para las familias de renta baja, que dedican una parte más elevada de su renta a los precios que más están aumentando, lo que reduce su capacidad de consumir otros bienes o servicios.

En **quinto** lugar, en un horizonte más amplio también hay que tener en cuenta el papel que puede desempeñar el tono de la política fiscal. De acuerdo con la información disponible, esta seguirá teniendo una orientación expansiva en 2022. No obstante, a medio plazo es de esperar que el deterioro de las finanzas públicas observado durante la pandemia, más allá de la posición estructural deficitaria en algunos países antes de la crisis y la necesidad de afrontar el reto del envejecimiento poblacional sobre las cuentas públicas, obligue a un proceso de consolidación fiscal gradual que, aunque necesario para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, generará un efecto negativo sobre el crecimiento económico y la inflación. Este efecto no se tiene en cuenta plenamente en las proyecciones

macroeconómicas actuales. En todo caso, el uso de los fondos *Next Generation EU* debería aliviar este efecto.

Pero, a la hora de realizar una valoración de la posible incidencia del repunte inflacionario a medio plazo, es importante considerar como punto de partida la **tendencia estructural** desinflacionista observada desde buena parte de la década pasada, que dio pie a tasas muy reducidas de variación de los precios, y analizar los argumentos que podrían modificarla.

En particular, una de las características del proceso desinflacionista de los años previos a la pandemia fue el aparente debilitamiento de la conexión entre el grado de holgura cíclica y el crecimiento de precios y salarios. Son diversos los argumentos que se han esgrimido para intentar explicar este fenómeno, observado a escala global. Estos incluyen desarrollos como la globalización, la automatización de procesos productivos o la expansión del comercio electrónico, que habrían contribuido a moderar las demandas salariales de los trabajadores y la capacidad de las empresas de expandir sus márgenes. Asimismo, los desarrollos demográficos, que, por su naturaleza, presentan una inercia muy elevada, habría, contribuido en los últimos años a mantener las presiones de la demanda en niveles relativamente moderados.

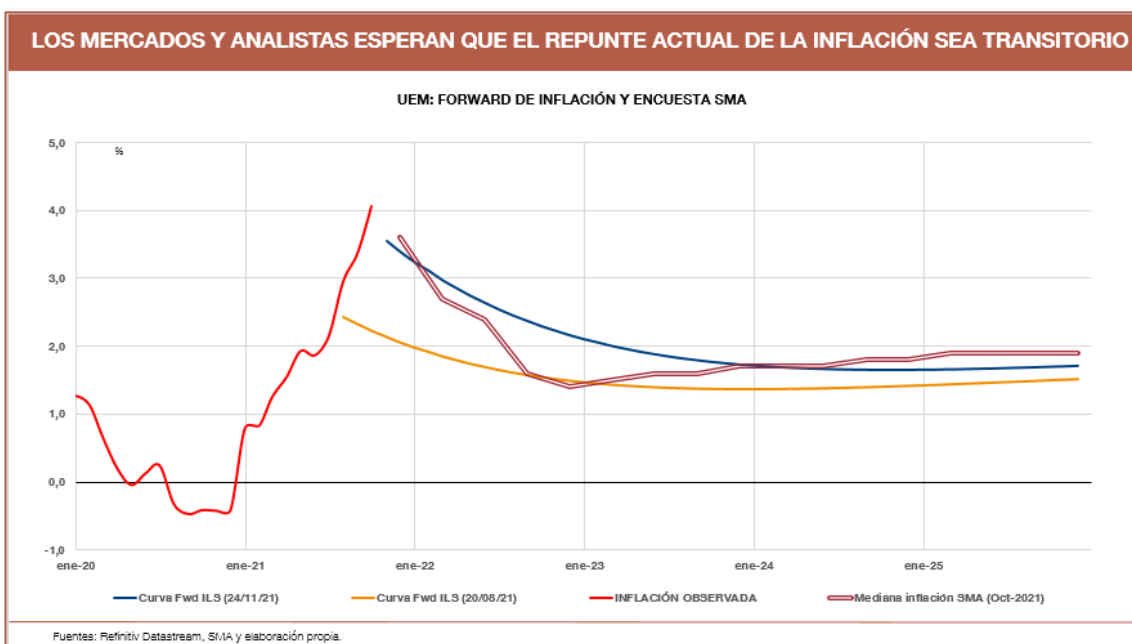
En mi opinión, es muy prematuro considerar que la incidencia futura de los factores anteriores se haya reducido tras la pandemia. Hay, sin embargo, al menos dos factores que podrían, en principio, compensar, al menos parcialmente, el impacto de estos factores en la dinámica de la inflación en el futuro.

Una **primera** cuestión es la relativa a la transición energética, que tenderá a elevar el coste de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero. Además, al requerir que se dejen de utilizar las fuentes de energía más contaminantes, la lucha contra el cambio climático desincentiva las inversiones en las ramas productoras de energías fósiles, lo que puede tender a impulsar al alza, durante un período de transición, los costes de generación de energía.

Un **segundo** factor que hay que tener en cuenta es la posibilidad de que se estén ralentizando algunas de las fuerzas que, en el pasado, han impulsado un aumento de la globalización de las relaciones económicas, con el consiguiente efecto moderador sobre los precios de los bienes y servicios finales. En concreto, no es descartable que, en el contexto provocado por la pandemia, la búsqueda de una mayor eficiencia haya dejado de ser la fuerza motriz de las decisiones de deslocalización de la producción o de búsqueda de proveedores, en favor, por ejemplo, de una mayor seguridad en los suministros.

En conjunto, la expectativa de que la elevada inflación actual tenga una naturaleza transitoria se está viendo ampliamente plasmada en las previsiones de los analistas, que, en promedio, apuntan a unas previsiones de inflación para el conjunto del área del euro en 2023 y 2024 por debajo de la referencia de estabilidad de precios del BCE, del 2 %. Por ejemplo, las proyecciones macroeconómicas más recientes de la Comisión Europea (que datan de principios del mes de noviembre) contemplan que el IAPC del área del euro alcance un máximo del 3,7 % en el cuarto trimestre de 2021, antes de desacelerarse hasta el 1,4 % en la segunda mitad de 2022, nivel desde el que repuntaría ligeramente hasta cerrar 2023 en el 1,5 %.

En el mismo sentido, de acuerdo con la última de las encuestas que realiza regularmente el BCE entre los analistas de política monetaria (correspondiente a octubre), la inflación caería por debajo del 2 % a partir de mediados de 2022 y se mantendría por debajo de dicho nivel durante el resto del horizonte de proyección actual.



Y en la misma dirección apunta la información proveniente de los mercados financieros, como las tasas de los contratos *swap* ligados a la inflación. Y, además, conviene recordar que las tasas implícitas en estos contratos proporcionan una medida imperfecta de las expectativas genuinas de inflación de los inversores, ya que incorporan primas de riesgo de tamaño incierto y que pueden ser muy cambiantes en el tiempo. Con esta cautela en mente, según los *swaps*, las expectativas de inflación a medio y a largo plazo aumentaron desde agosto, pero permanecen por debajo del 2 %. En particular, la curva *forward* implícita en estos contratos muestra una trayectoria descendente de la inflación del conjunto de la UEM a partir del próximo año, hasta registrar valores por debajo del objetivo del 2 % a partir de 2023. Por tanto, las expectativas basadas en precios de mercado apuntan también a una reabsorción de las presiones inflacionistas actuales a medio y a largo plazo.

En comparación, las previsiones de inflación a medio plazo del consenso de los analistas para Estados Unidos son claramente más elevadas que las del área del euro, del 2,4 % en 2023 y del 2,3 % en 2024. En el mismo sentido, la curva *forward* implícita en los contratos *swap* ligados a la inflación muestra unas expectativas de inflación a cuatro años del 2,6 % y a diez años del 2,5 %, muy por encima de las observadas en el caso del área del euro.

Las implicaciones para la política monetaria

A la hora de analizar las implicaciones sobre la política monetaria de estas perspectivas de inflación, conviene recordar primero el nuevo marco estratégico que, desde su introducción el pasado mes de julio, guía la política monetaria del BCE.

La nueva estrategia de política monetaria establece un objetivo de inflación del 2 % a *medio plazo* en el conjunto del área del euro. La orientación de medio plazo de este objetivo

permite tener en cuenta una consideración importante, como es el hecho de que el efecto de las decisiones de política monetaria sobre la inflación no es inmediato, sino muy gradual, hasta el punto de que el efecto máximo suele tener lugar con bastante retardo. Por ello, la inflación relevante para las decisiones de política monetaria no es la última tasa observada, ni siquiera la prevista durante el próximo año, sino la que esperamos que prevalezca a medio plazo, lo que, en la práctica habitual, normalmente supone un período en torno a dos o tres años. Añadiría también que la duración del *medio plazo* depende del estado de la economía y de las perturbaciones a las que está sometida en cada momento. En una situación en la que prevalecen las perturbaciones de demanda, el medio plazo se acorta y se sitúa en alrededor de los dos años, que es el desfase habitual en la transmisión de la política monetaria. Si, por el contrario, prevalecen las perturbaciones de oferta, y no existen riesgos significativos de que las expectativas de inflación acaben contaminadas por el efecto que esas perturbaciones generan sobre la inflación observada, el medio plazo tiende a ser de una duración mayor.

Por otro lado, la nueva estrategia establece que el objetivo de inflación es *simétrico*, en el sentido de que las desviaciones positivas y negativas de la inflación respecto de este se consideran igualmente indeseables. Lograr esta simetría en la propia evolución de la inflación (es decir, alcanzar una situación en la que la inflación fluctúa de manera equilibrada alrededor de nuestro objetivo) no siempre es sencillo, debido a lo que se conoce como «límite inferior» de los tipos de interés. Por ello, la nueva estrategia también tiene en cuenta las implicaciones de este límite inferior. Primero, estableciendo la necesidad de medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes cuando la economía se encuentra cerca de dicho límite (como ha sido el caso de los últimos años). Y, segundo, recalcando que estas medidas pueden implicar un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo.

¿Cómo ha trasladado el BCE su nuevo marco estratégico a sus instrumentos de política monetaria?

Un primer elemento particularmente visible es la modificación, el pasado mes de julio, de nuestras indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, también conocida como *forward guidance*, para alinearla con la nueva estrategia. La actual *forward guidance* establece tres condiciones que han de cumplirse antes de una subida de tipos de interés. En primer lugar, el Consejo de Gobierno del BCE ha de observar «que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección». Como explicó la presidenta Lagarde, la expresión «bastante antes» puede interpretarse como el punto medio de nuestro horizonte de proyección. En segundo lugar, la inflación debe situarse en el 2 % «[...] de forma duradera en el resto de dicho horizonte». En tercer lugar, el Consejo de Gobierno ha de considerar «que el progreso realizado de la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo».

Con estas condiciones, buscamos evitar un endurecimiento prematuro de la política monetaria en respuesta a desviaciones de la inflación por encima del objetivo que se consideren transitorias o se deban a sus componentes más exógenos y volátiles, como los precios de la energía.

De hecho, la estrategia de política monetaria que adoptamos en julio es particularmente útil para afrontar situaciones como la actual. Confrontados a una perturbación exógena de precios, y en un contexto todavía de holgura cíclica negativa, un endurecimiento de la política monetaria solo añadiría un efecto negativo sobre la demanda y, por tanto, sobre la inflación a medio plazo, adicional al de la perturbación original. Asimismo, en el contexto del desequilibrio actual entre oferta y demanda generado por la concentración del consumo en determinados bienes frente a los servicios, la respuesta adecuada para reducir la inflación es facilitar el incremento de la oferta. Este es un argumento para mantener unas condiciones de financiación favorables.

Sobre la base, por un lado, de la nueva estrategia de política monetaria y la actual *forward guidance* y, por otro, de las perspectivas de inflación que he descrito antes, se puede concluir que es improbable que veamos subidas de tipos durante el próximo año, incluso por algún tiempo con posterioridad, puesto que, según la información y al análisis de los que disponemos, no parece que vayan a cumplirse los requisitos que acabo de describir para una subida de tipos en ese horizonte⁵.

En todo caso, es preciso reconocer que los responsables de la política monetaria debemos tomar decisiones en un contexto de notable incertidumbre sobre la senda de inflación y, por tanto, que estamos inevitablemente expuestos a cometer errores. Estos errores pueden ser básicamente de dos tipos. Por un lado, cabría la posibilidad de que decidiéramos posponer en exceso un eventual endurecimiento de nuestra política monetaria, basándonos en un diagnóstico erróneo de que la alta inflación actual es mayormente transitoria y que desaparecerá a medio plazo. En sentido opuesto, podría darse el caso de que endureciéramos prematuramente las condiciones monetarias, basándonos en una valoración incorrecta de que la desviación de la inflación por encima de su objetivo no solo no es transitoria, sino que persistirá a medio plazo.

Pues bien, en este contexto, en mi opinión, es preferible pecar de prudentes a la hora de ajustar nuestra política monetaria y, por tanto, adoptar un enfoque paciente. Ello es así porque los costes de incurrir en un endurecimiento excesivamente prematuro serían probablemente mayores, ya que podría inducir a una desviación de la inflación a medio plazo por *debajo* del objetivo mayor aún de lo previsto actualmente, acercándonos a un escenario posiblemente no muy diferente del que vivimos durante buena parte del período transcurrido entre el final de la crisis financiera y el comienzo de la pandemia. Todo ello en un contexto como el actual, en el que nuestra capacidad para añadir estímulo monetario mediante recortes adicionales en nuestros tipos de interés se ve dificultado por el límite inferior. En sentido opuesto, no existe una limitación equivalente de cara a elevar nuestros tipos de interés cuanto fuera necesario para anclar las perspectivas de inflación en su objetivo de medio plazo. En otras palabras, conviene tener presente que nuestro conjunto de herramientas monetarias disponibles está *a priori* mejor equipado para afrontar posibles escenarios de inflación elevada que, como ha quedado patente durante buena parte de la última década, reflotar las expectativas de inflación cuando estas se han situado en cotas demasiado bajas durante mucho tiempo.

⁵ Como ilustración, si tomáramos como válida y se mantuviera en el tiempo la mediana de las expectativas de inflación de nuestra encuesta a los analistas monetarios del pasado mes de octubre, las expectativas para 2023, y de ahí en adelante, no permitirían concluir que se cumplen las condiciones de nuestra orientación de política monetaria que justificaran un incremento de los tipos de interés en 2023.

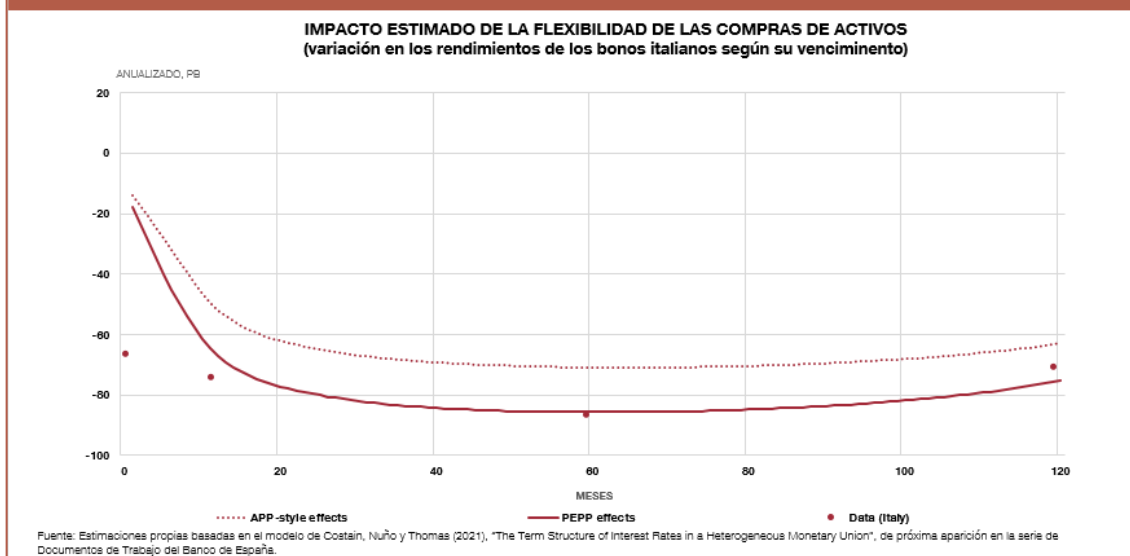
Con todo, debemos prestar atención a la posibilidad de aparición de indicios de desanclaje de expectativas, puesto que este sería el principal factor que conferiría persistencia a este episodio de inflación elevada. Para ello, habremos de vigilar las señales procedentes de un conjunto amplio de información, que incluye los precios en los mercados financieros o las respuestas en las encuestas realizadas a los distintos agentes económicos, incluidos hogares, empresas y profesionales de la previsión económica. Todo ello sin olvidar que el anclaje de las expectativas requiere no solo de acciones de política monetaria adecuadas, sino también de una comunicación efectiva y creíble.

Permítanme introducir a continuación algunas reflexiones sobre nuestros programas de compra de activos.

Como saben, el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) ha sido una parte fundamental en nuestra respuesta de política monetaria frente a la crisis pandémica. En efecto, el PEPP ha permitido mantener unas condiciones de financiación favorables para el conjunto de todos los agentes y los países del área del euro durante la crisis pandémica. La duración de las compras netas del PEPP está ligada a la duración de la crisis pandémica y su efecto sobre la inflación. En nuestra reunión de diciembre, decidiremos si se dan las condiciones para la eventual finalización de las compras netas bajo este programa. Y, en todo caso, una vez que finalicen las compras netas del PEPP, continuaremos reinvertiendo los vencimientos de los bonos del programa al menos hasta finales de 2023.

En relación con nuestro programa regular de compra de activos, conocido como APP (por sus siglas en inglés), nuestra *forward guidance* establece que las compras netas continuarán hasta «poco antes» de la primera subida de nuestros tipos de interés. Esto quiere decir que las condiciones que determinan el momento adecuado para la próxima subida de tipos de interés, descritas anteriormente, también determinan, de manera indirecta, el horizonte de nuestras compras netas de activos. Conviene recordar que, en todo caso, tanto la duración como el ritmo de las compras netas bajo este programa tendrán que calibrarse según sea necesario para facilitar unas condiciones de financiación coherentes con la consecución de nuestro objetivo de inflación del 2 % a medio plazo.

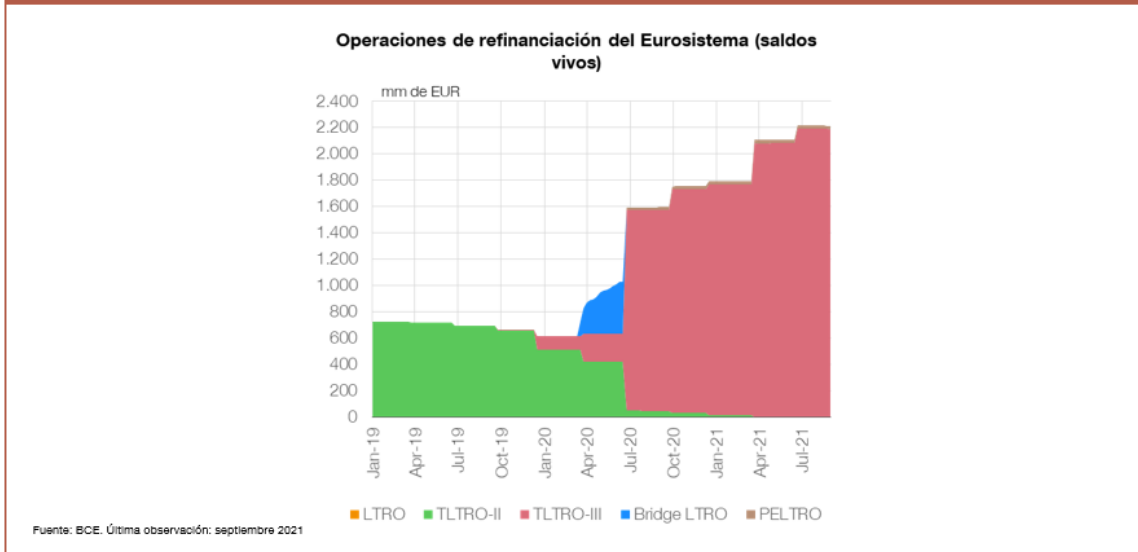
LA FLEXIBILIDAD DEL PEPP HA SIDO PARTE FUNDAMENTAL DE SU ÉXITO



Esto último me lleva a un aspecto importante en relación con nuestros programas de compras en el futuro, que es el relativo a la *flexibilidad* respecto a la distribución de las compras no solo a lo largo del tiempo, sino también por tipos de activos (públicos y privados) y por jurisdicciones. Es evidente que la flexibilidad del PEPP, que fue una de sus novedades principales frente a programas previos, ha sido parte fundamental de la eficacia de este programa. Así se desprende del análisis realizado en el Banco de España, según el cual la flexibilidad del PEPP logró aumentar considerablemente la efectividad de las compras de bonos públicos a la hora de relajar las condiciones de financiación de los Gobiernos del área del euro, en especial en aquellos países que sufrieron un aumento súbito de sus primas de riesgo en los primeros compases de la pandemia. También ha resultado muy útil en términos de eficiencia: por ejemplo, solo en los primeros momentos de la crisis ha sido necesario hacer un uso intenso de la flexibilidad en su ejecución entre jurisdicciones.

En vista de esta importante lección, pienso que sería conveniente mantener esta flexibilidad en el futuro, con vistas a favorecer la eficiencia y la efectividad de nuestros programas de compras y poder afrontar con suficiente agilidad situaciones en que la correcta transmisión de la política monetaria común a todos los países del área del euro se vea comprometida, como ocurrió al comienzo de esta crisis.

TLTRO-III: RIESGO DE “CLIFF EFFECTS” AL VENCIMIENTO DE LAS OPERACIONES REALIZADAS DURANTE LA PANDEMIA



Por lo que respecta a nuestras operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), no cabe duda de que han desempeñado también un papel esencial en nuestra acción de política monetaria frente a la crisis del COVID-19, ya que han contribuido decisivamente a facilitar el acceso al crédito bancario por parte de empresas y hogares durante esta. Una cuestión relevante de cara al futuro es si debería haber nuevas operaciones TLTRO. Aquí hay dos elementos a tener en cuenta. En primer lugar, las TLTRO forman parte de nuestro instrumental de política monetaria, como establece nuestro nuevo marco estratégico. A través de su efecto sobre las condiciones de la financiación bancaria a empresas y hogares, las TLTRO contribuyen a una intermediación bancaria activa e, indirectamente, al tono adecuado de nuestra política monetaria y a lograr nuestro objetivo de inflación. Por tanto, la futura decisión sobre nuevas operaciones TLTRO se basará, como no puede ser de otro modo, en si continúan siendo necesarias para mantener unas condiciones crediticias coherentes con el objetivo de inflación. En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, el altísimo volumen de fondos obtenidos en las TLTRO durante la pandemia implica la posibilidad de que se produzcan «efectos precipicio» (*cliff effects*) ligados al vencimiento de dichas operaciones, con especial atención a los vencimientos en junio de 2023. A medida que se aproxime el momento de tomar la decisión, estaremos en mejor situación de evaluar las implicaciones de dichos *cliff effects* para la oferta de crédito bancario y la consiguiente necesidad o no de introducir nuevas operaciones.

Conclusión

Me gustaría concluir resumiendo los principales mensajes que he querido transmitir a lo largo de mi intervención. Hemos asistido a un repunte inflacionista notable en términos de su magnitud y de la velocidad con la que se ha desarrollado. Sin embargo, este incremento de la inflación observada está, a grandes rasgos, motivado por factores específicos, en su mayoría ligados a la pandemia, cuya incidencia cabe esperar que se reduzca (o, en algunos casos, incluso desaparezca) a lo largo del año que viene.

Y, aunque es cierto que el repunte inflacionista está siendo más intenso y duradero de lo que preveíamos hace algunos meses, por el momento los desarrollos observados siguen

siendo coherentes con un retorno a la situación de presiones inflacionistas moderadas a medio plazo que caracterizó la etapa previa a la pandemia. De ahí la conveniencia de que la política monetaria mantenga un enfoque paciente a la hora de valorar una eventual revisión de su actual tono acomodaticio, con el fin de estabilizar la tasa de inflación a medio plazo en el entorno del 2 %, que constituye el nuevo objetivo de la política monetaria.

No obstante, el grado de preocupación en torno a este episodio de aumento de la inflación, que ya es considerable, se elevaría más si los fuertes incrementos de costes y de los precios de determinados bienes y servicios de consumo observados hasta la fecha fueran incorporados de forma generalizada y en una magnitud elevada en los precios finales y en los salarios negociados, dando lugar a una hipotética espiral inflacionista. Hasta el momento, no se observan indicios claros de que esto esté ocurriendo a una escala apreciable, desde el punto de vista del conjunto de la economía del área del euro.

Al mismo tiempo, la política monetaria, como el resto de las políticas económicas, debe permanecer especialmente vigilante ante los eventuales desarrollos futuros. Aunque la situación actual dista enormemente de la que caracterizó a la crisis de precios del petróleo de la década de los años setenta del siglo pasado, las enseñanzas adquiridas entonces, cuando los daños que se derivaron de la tolerancia hacia tasas de inflación elevadas fueron grandes y duraderos, no deben ignorarse. La probabilidad de un escenario mínimamente parecido al de entonces es enormemente reducida, pero aquel episodio ha de servir de recordatorio de que las autoridades económicas deben ser cuidadosas a la hora de trazar el necesario equilibrio entre proporcionar un apoyo paciente a la recuperación y, al mismo tiempo, preservar la capacidad de actuar con rapidez si ello se revelara necesario.

Muchas gracias por su atención.