

# LOS ELEMENTOS DE UNA DESINFLACIÓN INMACULADA\*

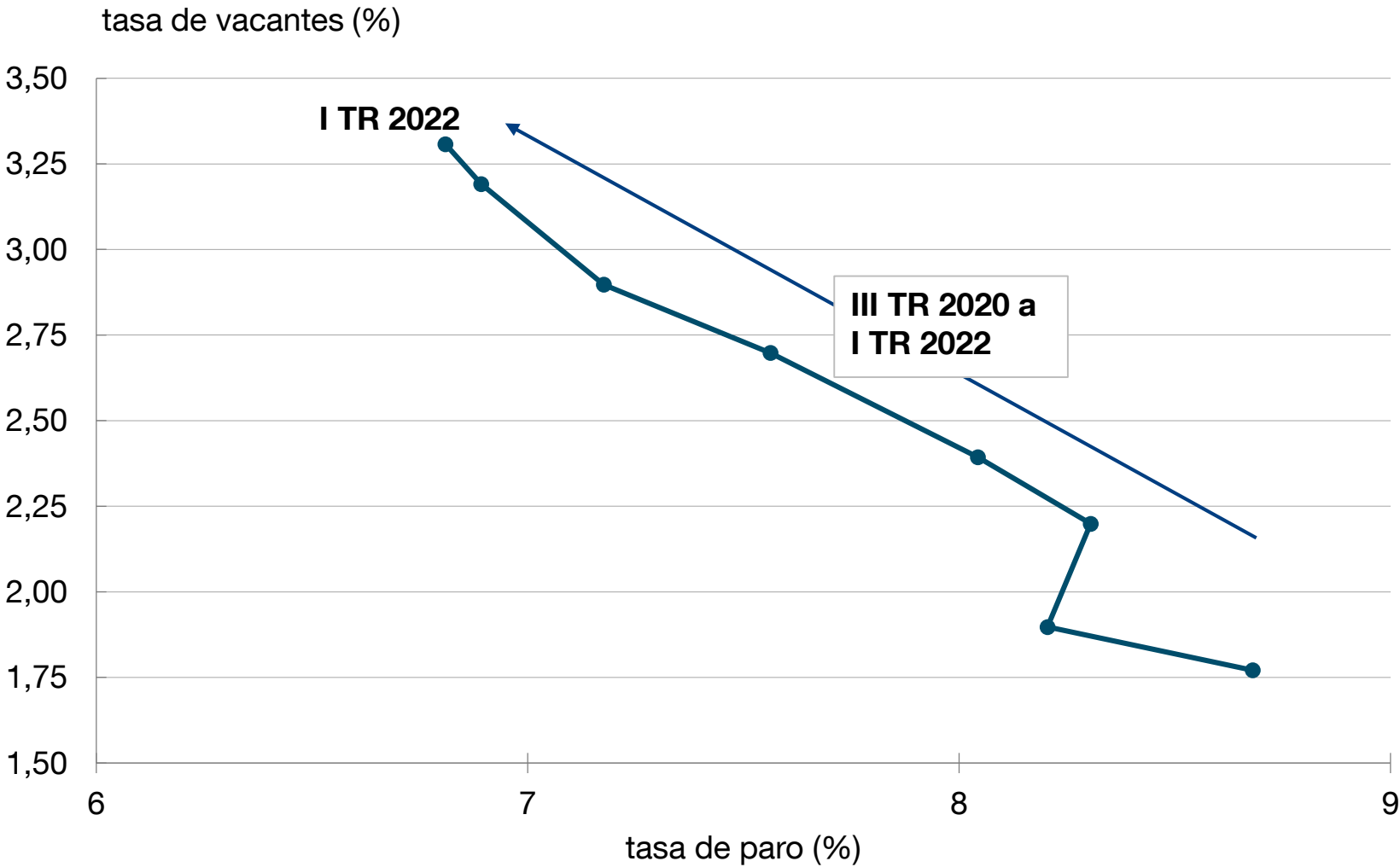
**José Luis Escrivá**  
Gobernador

\* Traducción al español del original en inglés

Hydra Conference  
Mallorca  
27 de septiembre de 2024

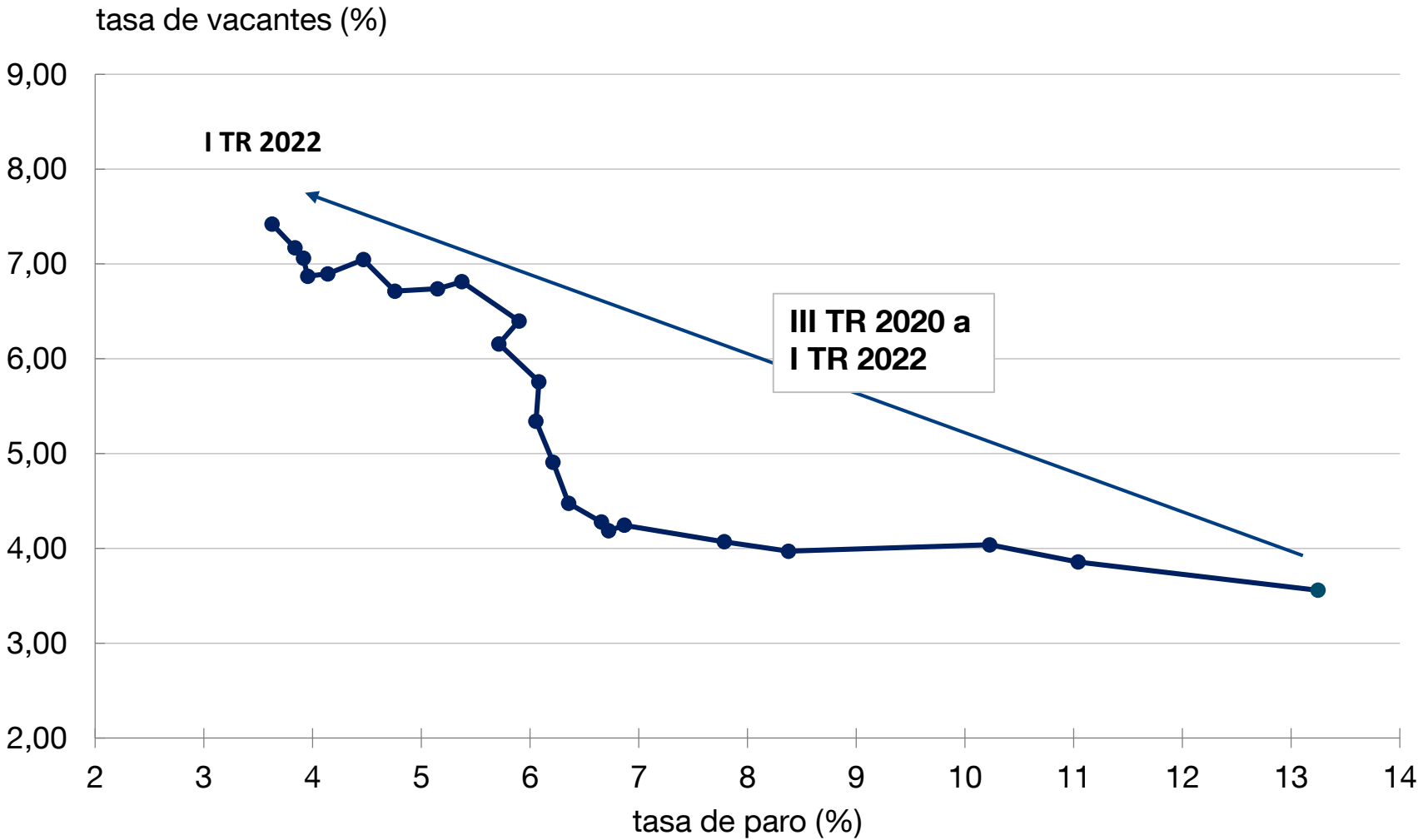
# CLARA RELACIÓN NEGATIVA ENTRE EL PARO Y LA DEMANDA ANTES DE 2022

CURVA DE BEVERIDGE  
ÁREA DEL EURO



Fuente: Eurostat. Observaciones trimestrales. Última observación: I TR 2022.

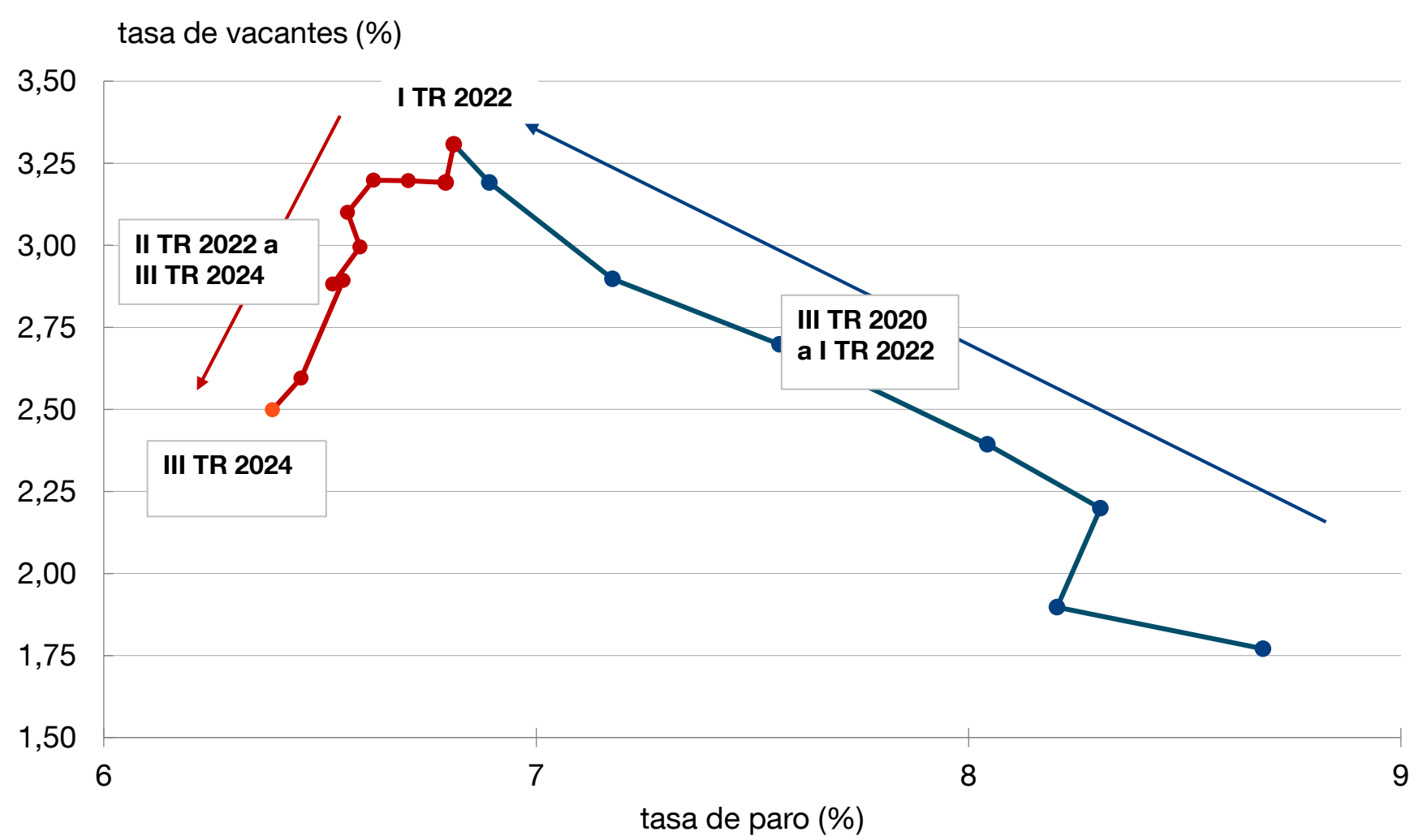
CURVA DE BEVERIDGE  
EE.UU.



Fuente: JOLTS, Bureau of Labor Statistics. Observaciones mensuales. Última observación: I TR 2022.

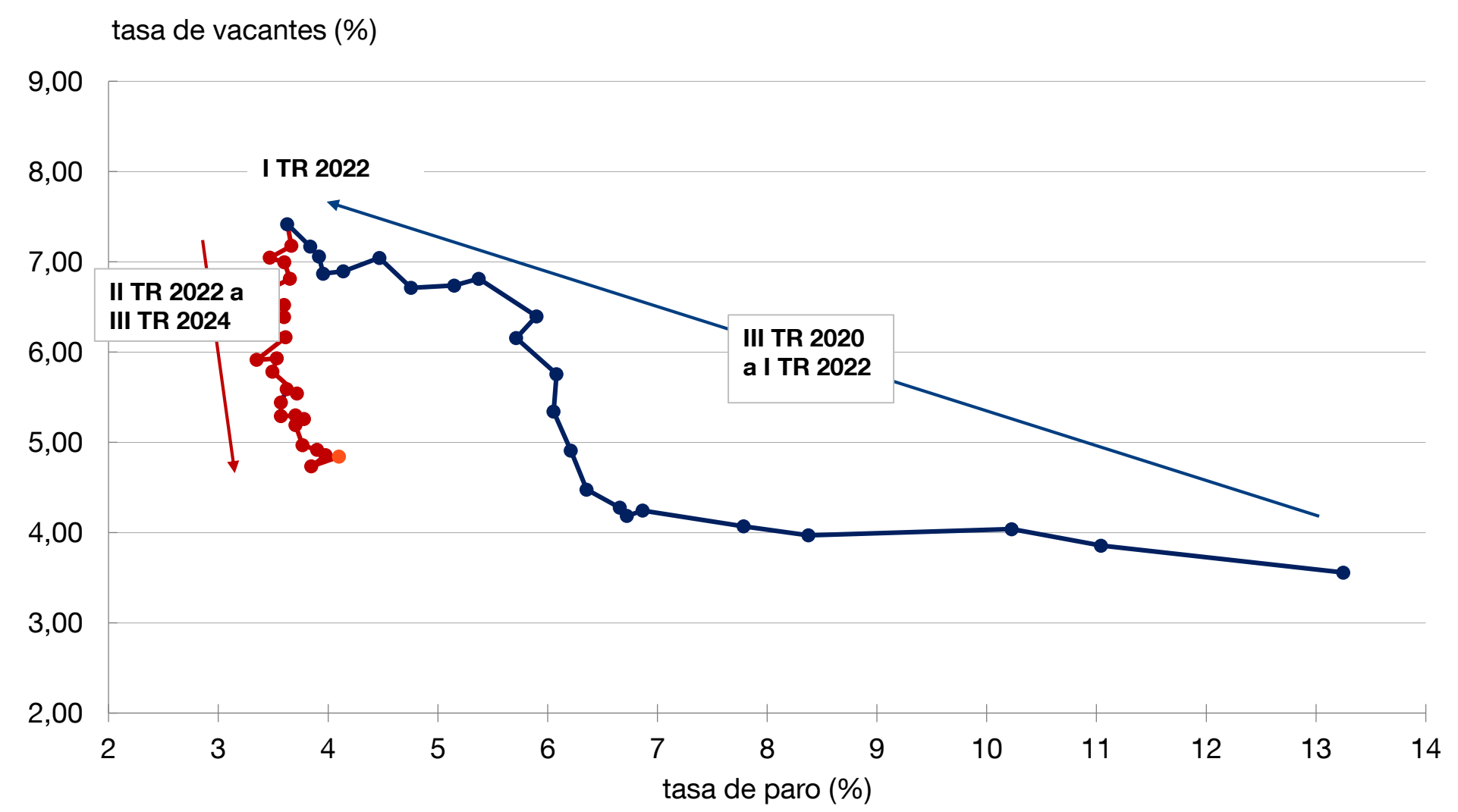
# CUESTIÓN: ¿CÓMO HEMOS EVITADO UN AUMENTO DEL PARO EN EL RETORNO A BAJAS TASAS DE INFLACIÓN?

CURVA DE BEVERIDGE  
ÁREA DEL EURO



Fuente: Eurostat. Observaciones trimestrales. Última observación: III TR 2024

CURVA DE BEVERIDGE  
EE.UU.



Fuente: JOLTS, Bureau of Labor Statistics. Observaciones mensuales. Última observación: III TR 2024 (predicción)

# DESINFLACIÓN SIN PARO SUGIERE UNA CURVA DE PHILLIPS NO LINEAL: ¿QUÉ MECANISMOS EXPLICAN LA NO LINEALIDAD?

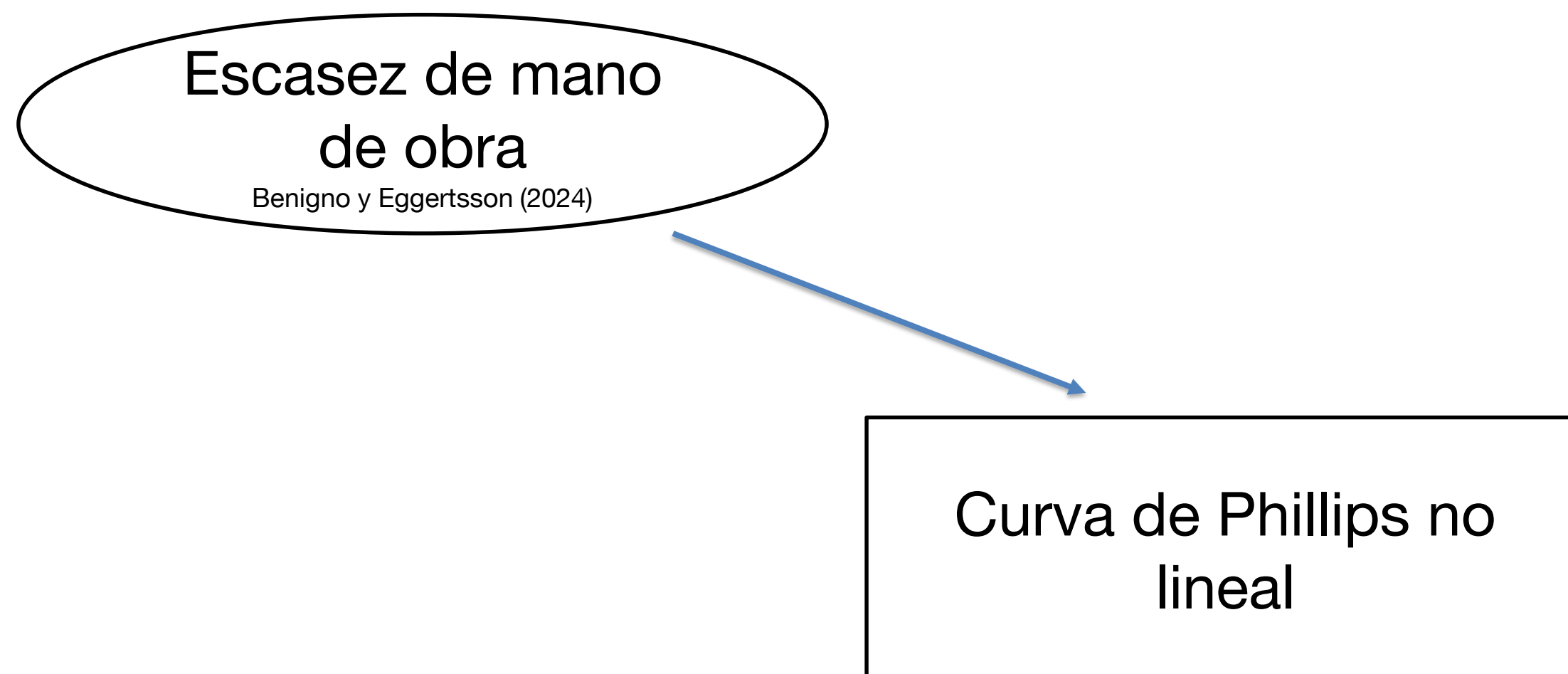
---

?

Curva de Phillips no  
lineal

## UNA POSIBILIDAD ES UNA CURVA DE PHILLIPS CON FORMA DE “L” DEBIDO A LA ESCASEZ DE MANO DE OBRA [Benigno y Eggertsson (2024)]

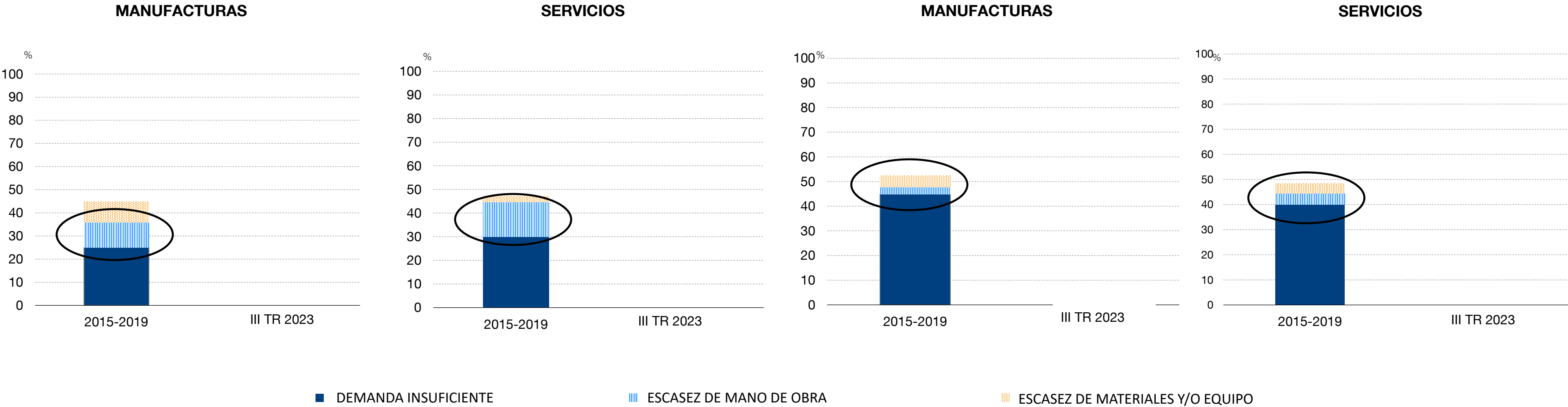
---



# CANAL DE LA ESCASEZ DE MANO DE OBRA: DATOS DE ENCUESTAS SOBRE LOS LÍMITES A LA PRODUCCIÓN EN EL ÁREA DEL EURO

## ÁREA DEL EURO

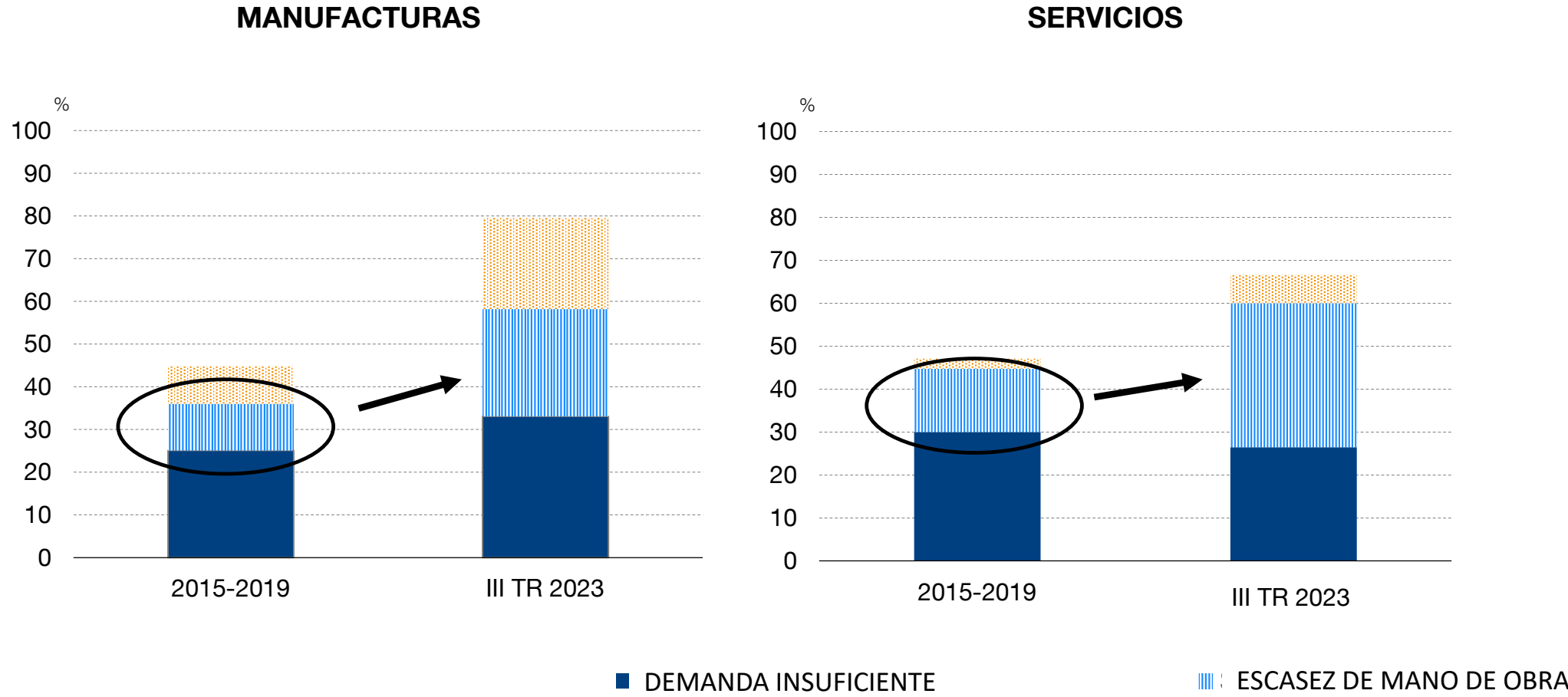
## ESPAÑA



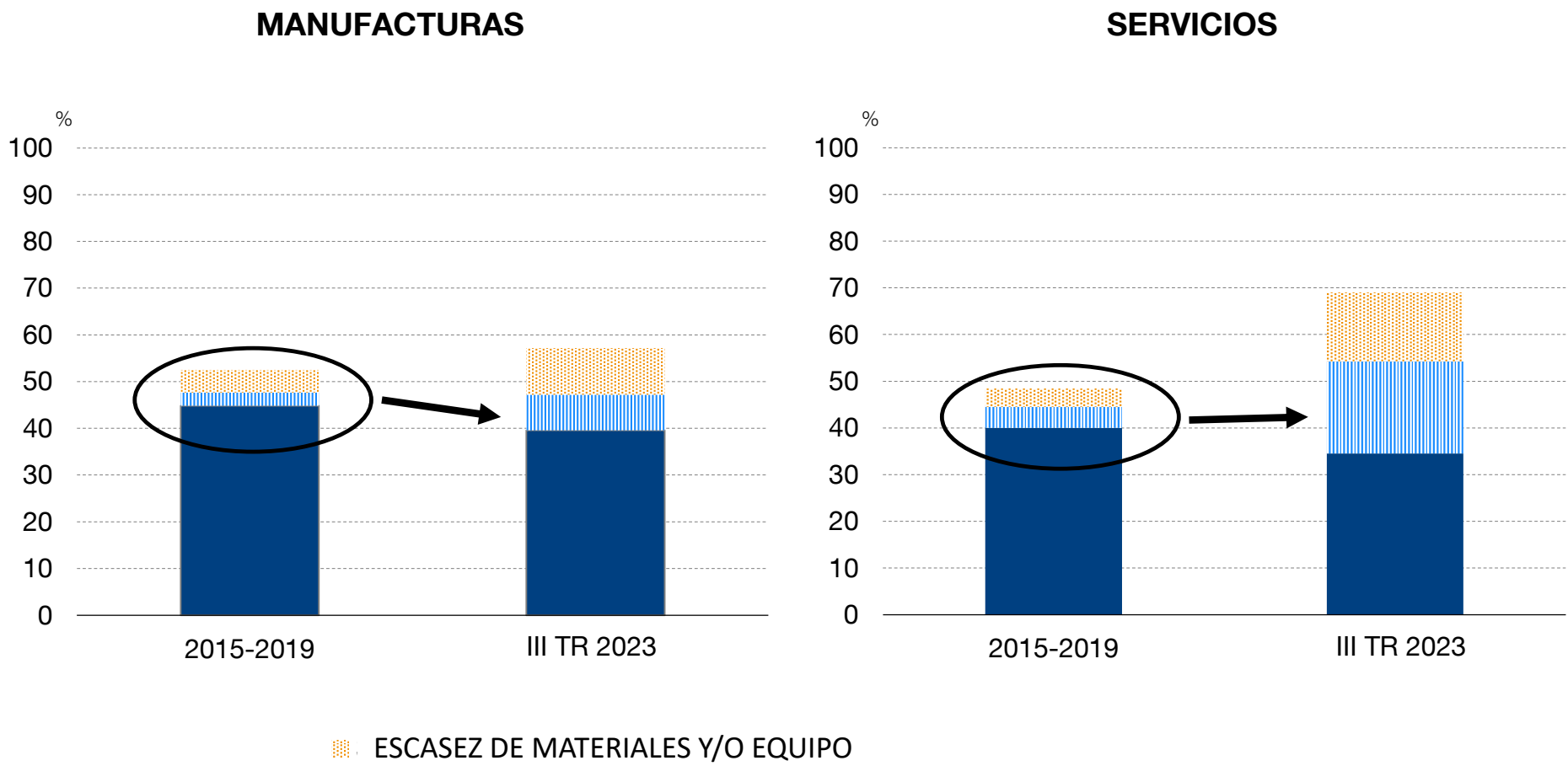
Fuente: Comisión Europea. Encuestas de opinión de consumidores y empresas. Solo se presentan tres factores y los demás se omiten, por lo que las barras pueden no sumar el 100%.

# CANAL DE LA ESCASEZ DE MANO DE OBRA: DATOS DE ENCUESTAS SOBRE LOS LÍMITES A LA PRODUCCIÓN EN EL ÁREA DEL EURO

## ÁREA DEL EURO



## ESPAÑA



Fuente: Comisión Europea. Encuestas de opinión de consumidores y empresas. Solo se presentan tres factores y los demás se omiten, por lo que las barras pueden no sumar el 100%.

## OTRA ES UN AUMENTO DE LA FRECUENCIA DE AJUSTE DE LOS PRECIOS

---

Escasez de mano  
de obra

Benigno y Eggertsson (2024)

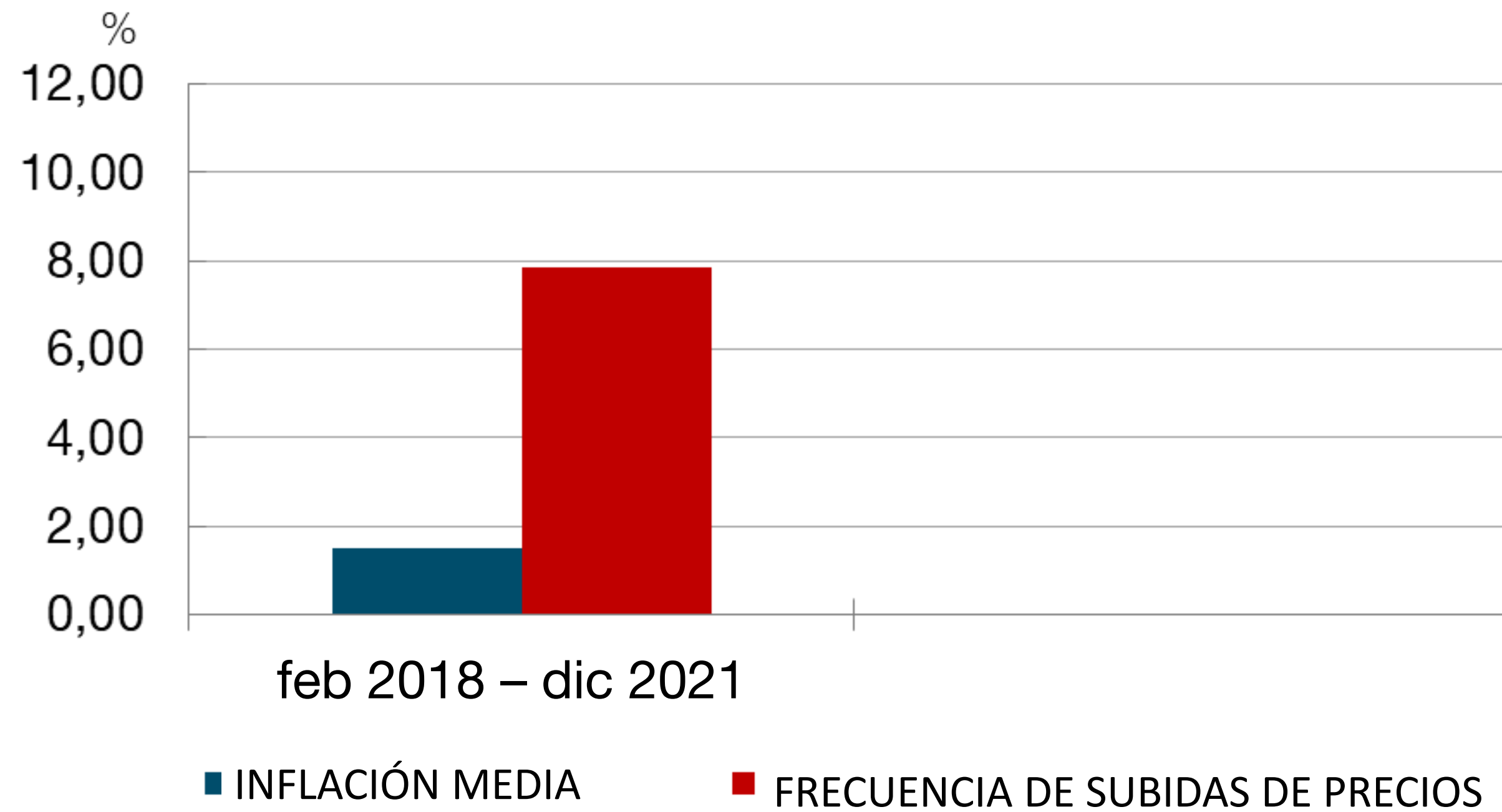
Mayor frecuencia de  
ajuste de los precios

Blanco, Boar, Jones y Midrigan (2024)

Cavallo, Lippi, Miyahara (2024)

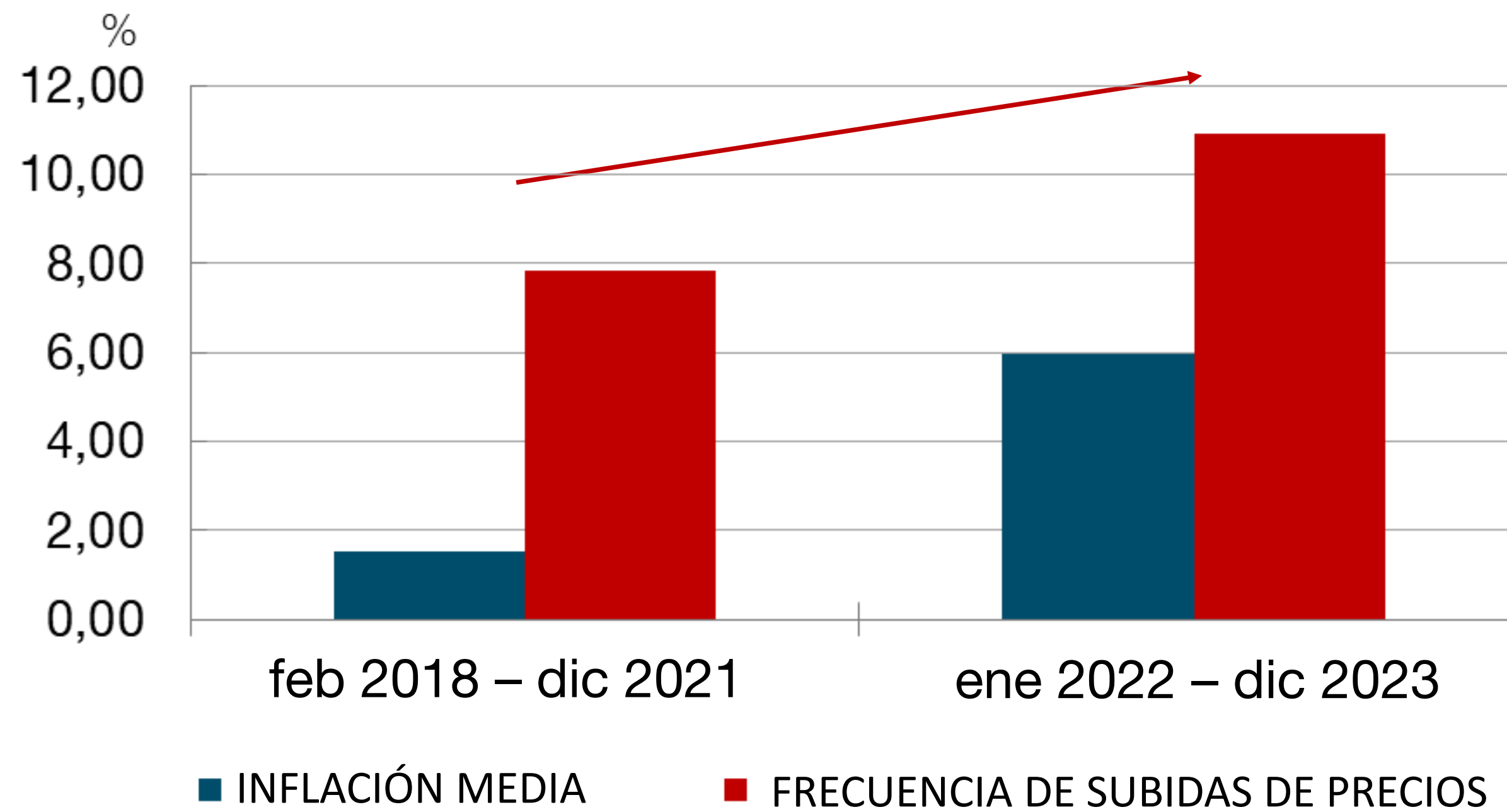
Curva de Phillips no lineal

## EL CANAL DE LA FRECUENCIA DE AJUSTE DE LOS PRECIOS: Una condición esencial de este canal es que las expectativas de inflación se mantengan ancladas



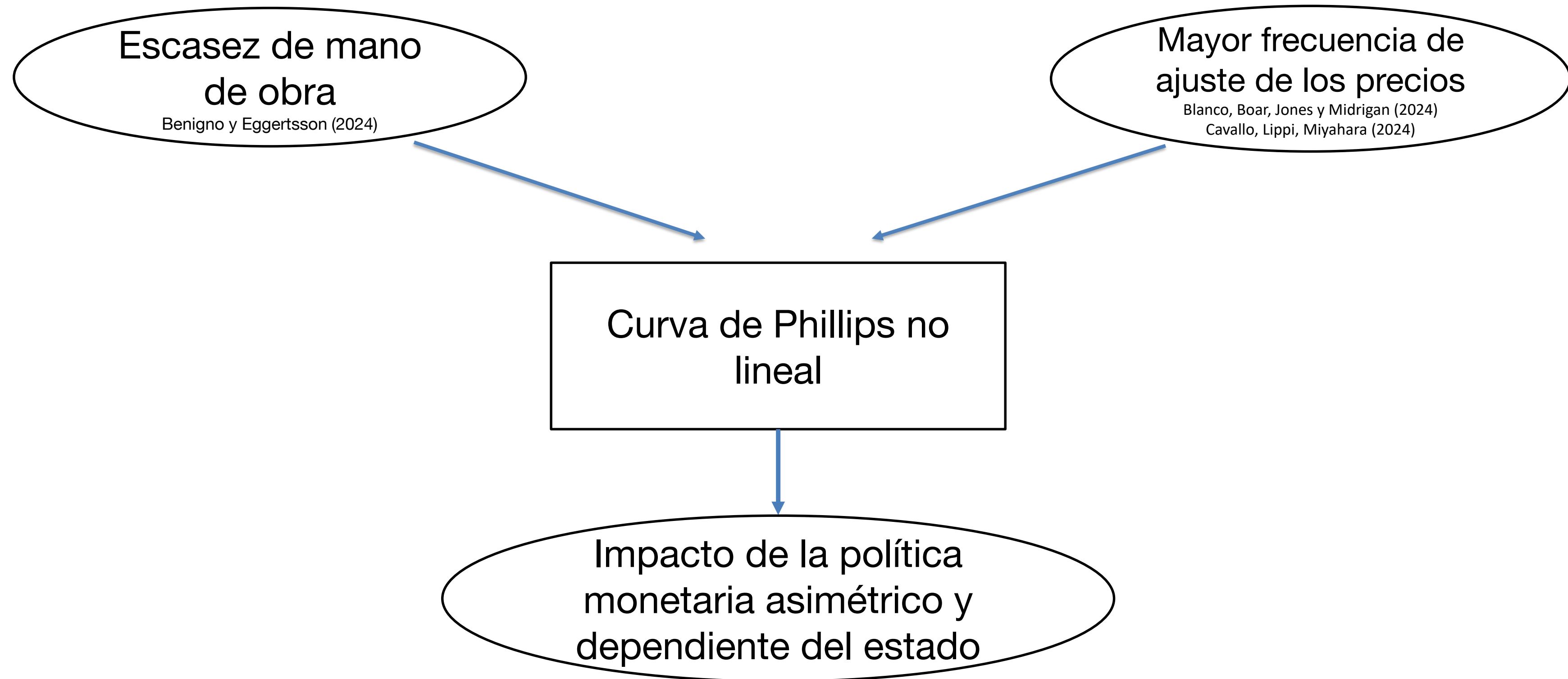
Nota: Frecuencia de cambios de precio de los productos. Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de España. Véase Gutiérrez y Roldan (2024), artículo del Boletín del BdE. Se halla evidencia similar para EE.UU. [Montag y Villar (2023)] y Francia [Gautier, Le Bihan y Lippi (2023)].

## EVIDENCIA SOBRE LA FRECUENCIA DE AJUSTE DE LOS PRECIOS: Cuando la inflación aumenta, las empresas actualizan los precios con mayor frecuencia, reduciendo los efectos reales de la política monetaria



Nota: Frecuencia de cambios de precio de los productos. Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de España. Véase Gutiérrez y Roldan (2024), artículo del Boletín del BdE. Se halla evidencia similar para EE.UU. (Montag y Villar, 2023) y Francia (Gautier, Le Bihan y Lippi 2023).

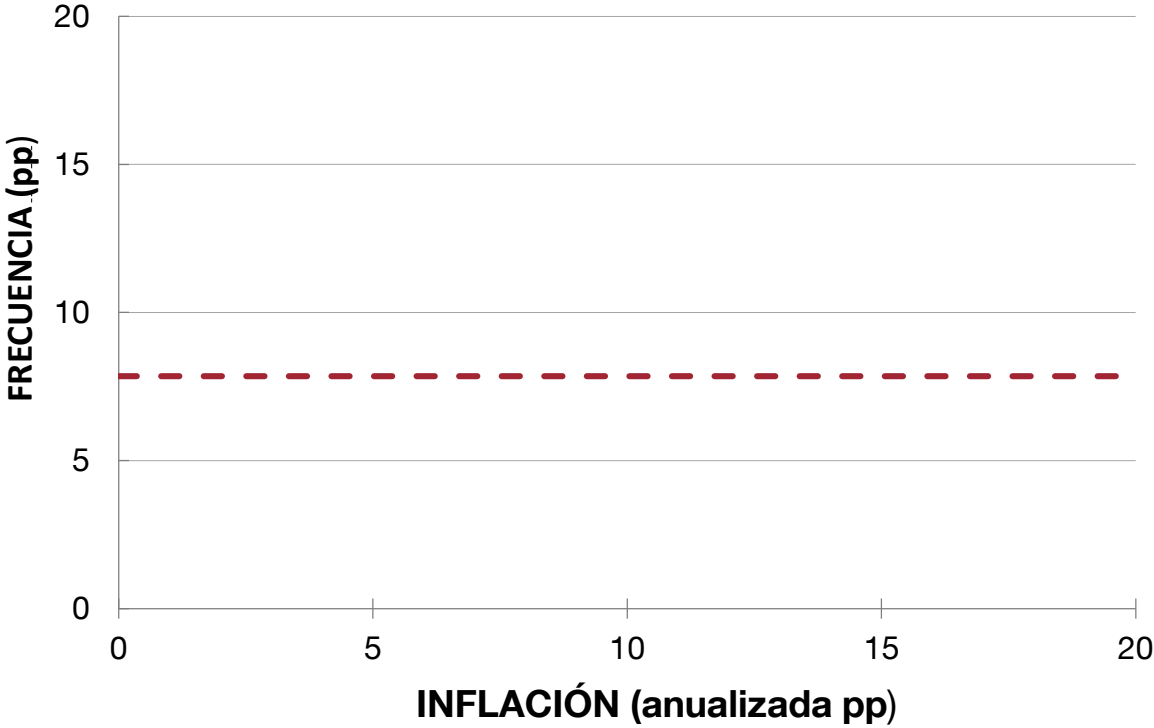
## UNA CURVA DE PHILLIPS NO LINEAL IMPLICA QUE EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA DEPENDE DEL PUNTO DE PARTIDA Y DE LA DIRECCIÓN DEL CAMBIO



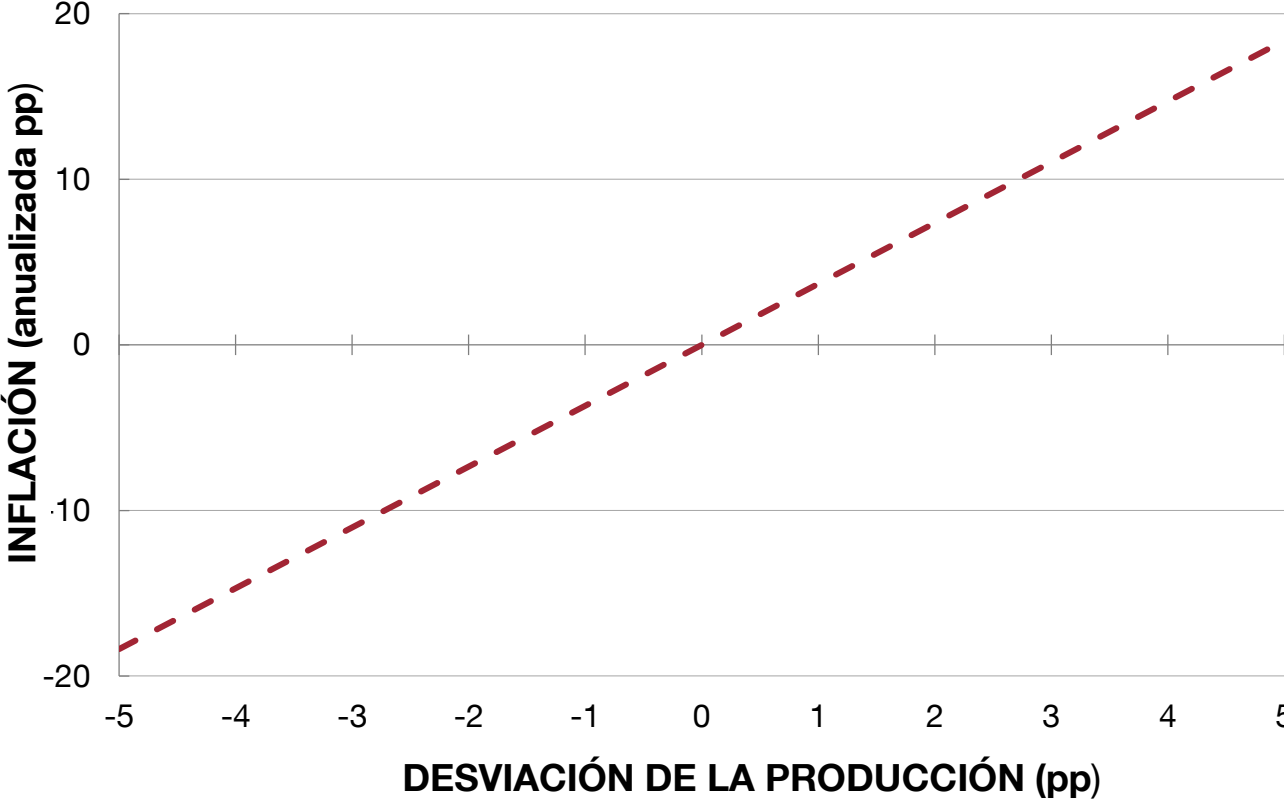
# IMPLICACIONES DE POLÍTICA MONETARIA: APROVECHAR EL MOMENTO;

Con un ajuste de precios constante, la respuesta del tipo óptimo a la inflación es lineal

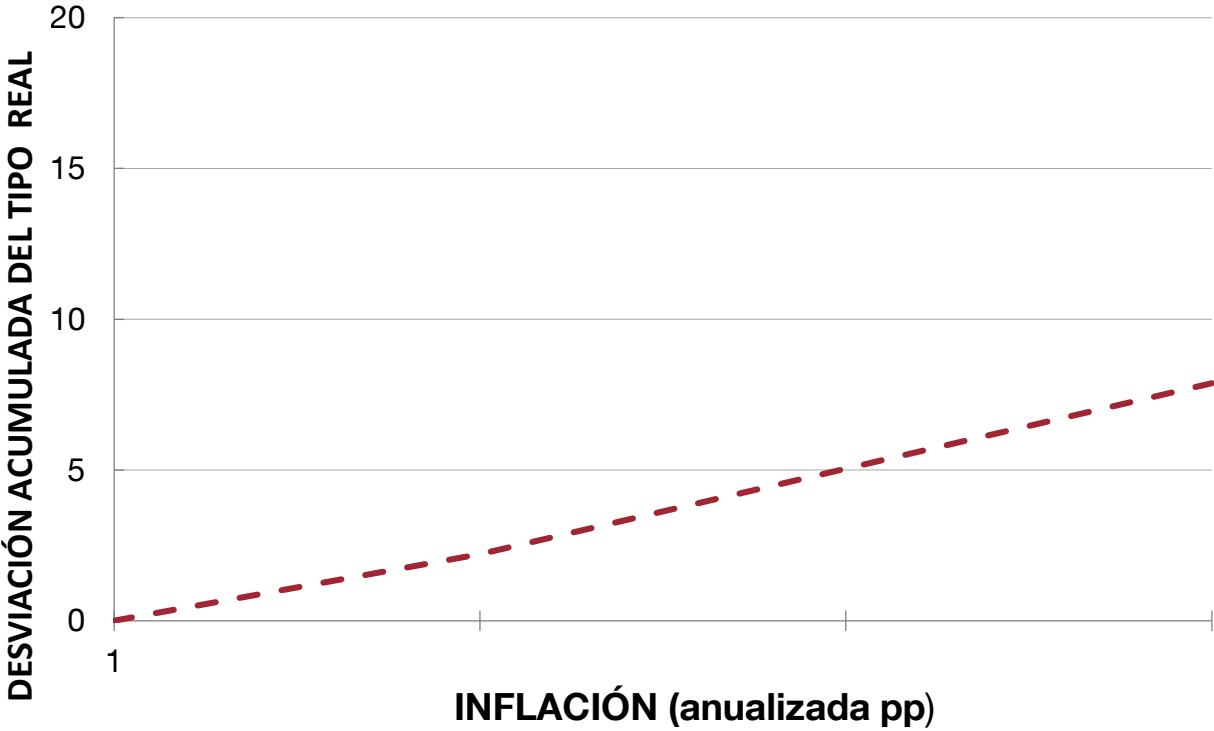
FREC. DE AJUSTE DE PRECIOS



CURVA DE PHILLIPS



TIPO ÓPTIMO



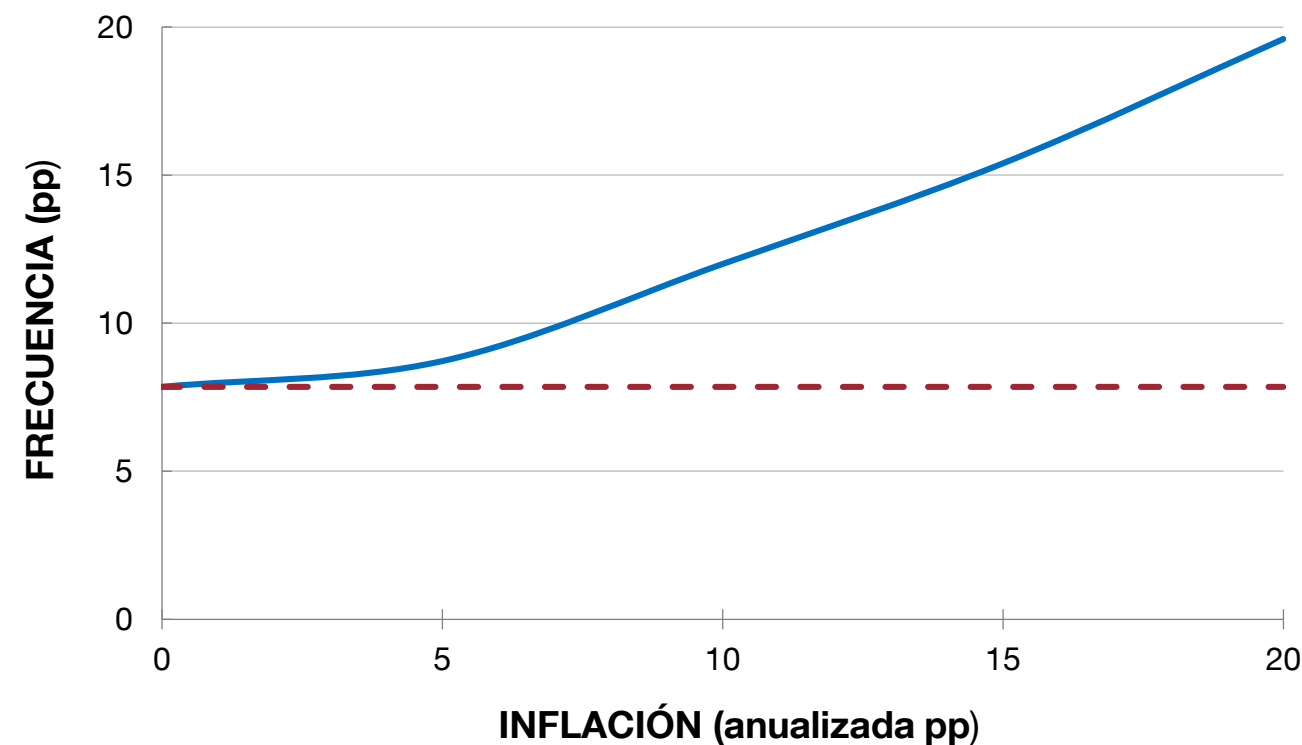
— — AJUSTE DE PRECIOS CONSTANTE

Fuente: Karadi, Nakov, Nuño, Pasten y Thaler (2024). El esquema muestra la regla de la política óptima cuando la frecuencia de ajuste es variable (ajuste de precios endógeno, modelo de costes de menu) en comparación con cuando es fija (ajuste de precios constante, Modelo de Calvo). En los gráficos de «Curva de Phillips» y «Tipo óptimo», la línea discontinua roja se construye utilizando una frecuencia de ajuste calibrada que hace que el modelo de Calvo sea localmente análogo al modelo de costes de menu, siguiendo la metodología de Auclert, Rigato, Rognlie y Straub (2023).

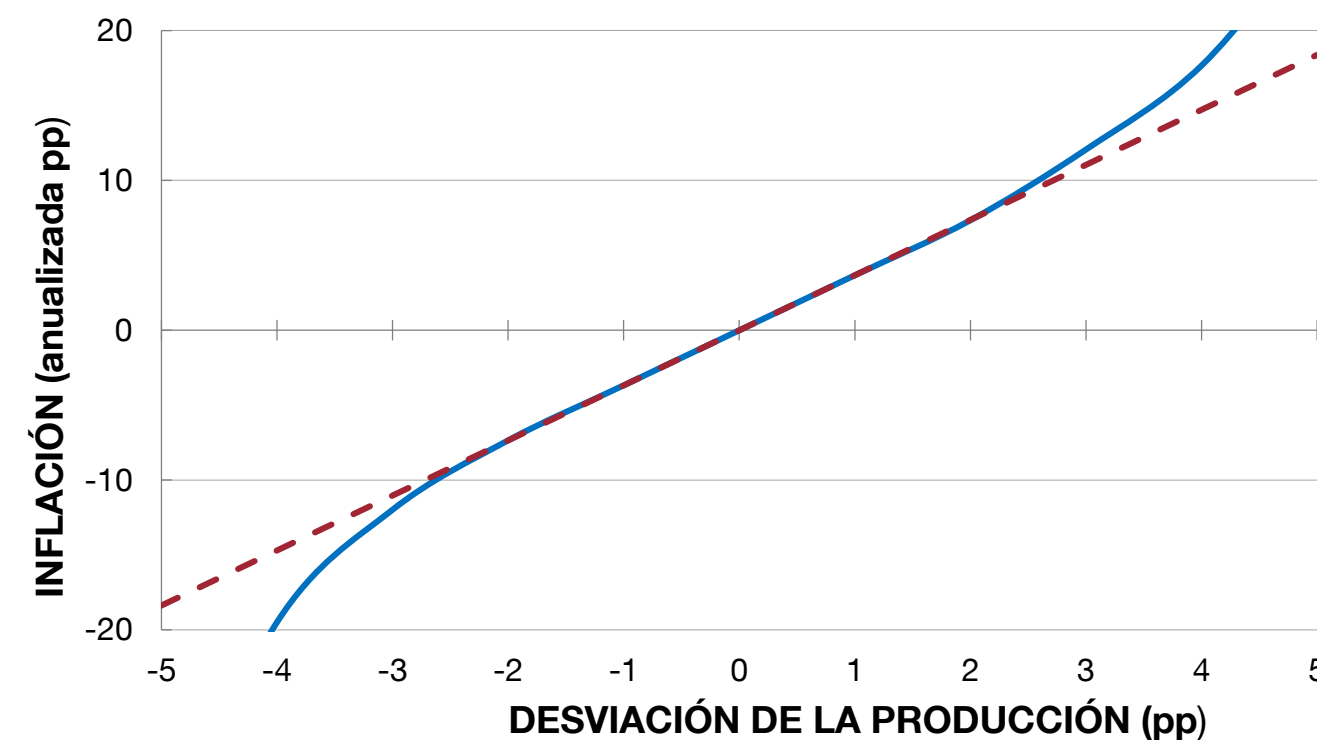
# IMPLICACIONES DE POLÍTICA MONETARIA: APROVECHAR EL MOMENTO;

Con un ajuste de precios endógeno, el tipo óptimo reacciona con fuerza cuando la inflación está en su máximo, pues es cuando las empresas ajustan sus precios con mayor frecuencia

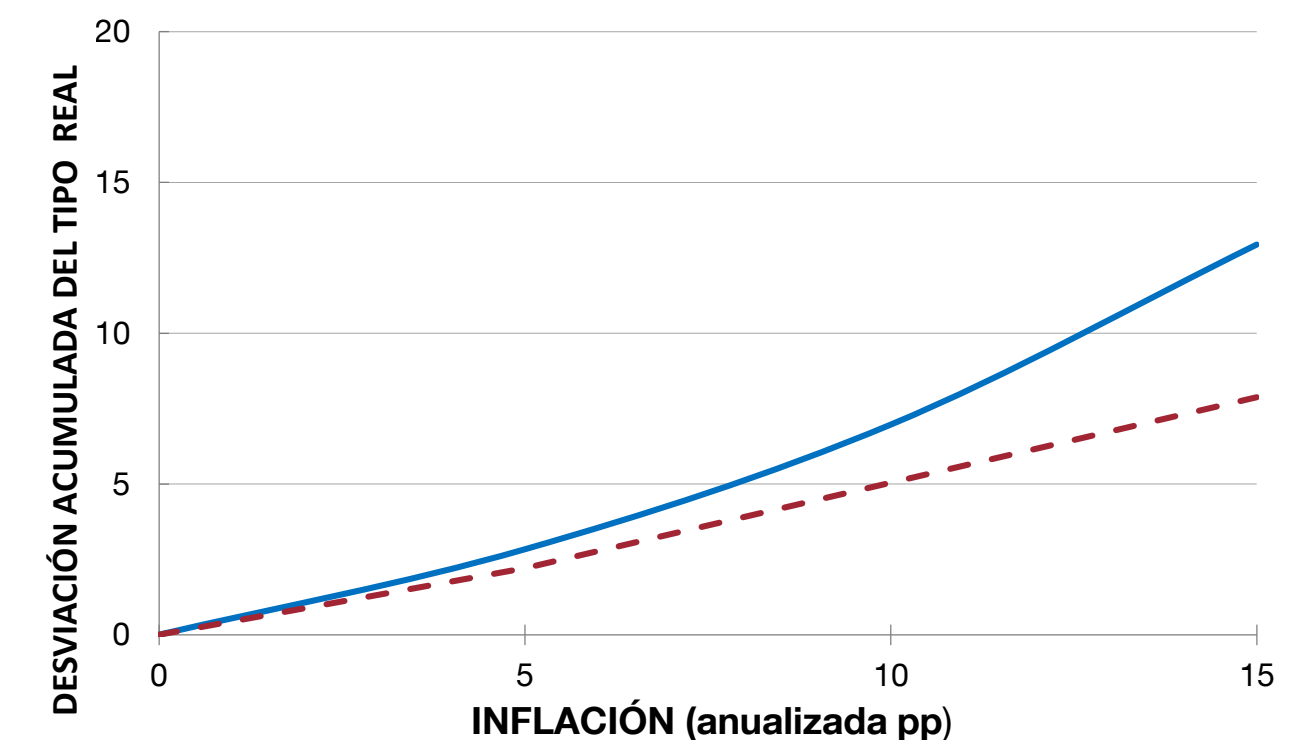
## FREC. DE AJUSTE DE PRECIOS



## CURVA DE PHILLIPS



## TIPO ÓPTIMO



— AJUSTE ENDÓGENO      - - - AJUSTE CONSTANTE

Fuente: Karadi, Nakov, Nuño, Pasten y Thaler (2024). El esquema muestra la regla de la política óptima cuando la frecuencia de ajuste es variable (ajuste de precios endógeno, modelo de costes de menu) en comparación con cuando es fija (ajuste de precios constante, Modelo de Calvo). En los gráficos de «Curva de Phillips» y «Tipo óptimo», la línea discontinua roja se construye utilizando una frecuencia de ajuste calibrada que hace que el modelo de Calvo sea localmente análogo al modelo de costes de menu, siguiendo la metodología de Auclert, Rigato, Rognlie y Straub (2023).

# LA POLÍTICA ECONÓMICA FUTURA: ¿NOS ENCONTRAMOS EN EL ÚLTIMO KILÓMETRO O EN EL ÚLTIMO METRO?

---

El último kilómetro podría ser difícil de recorrer...

---

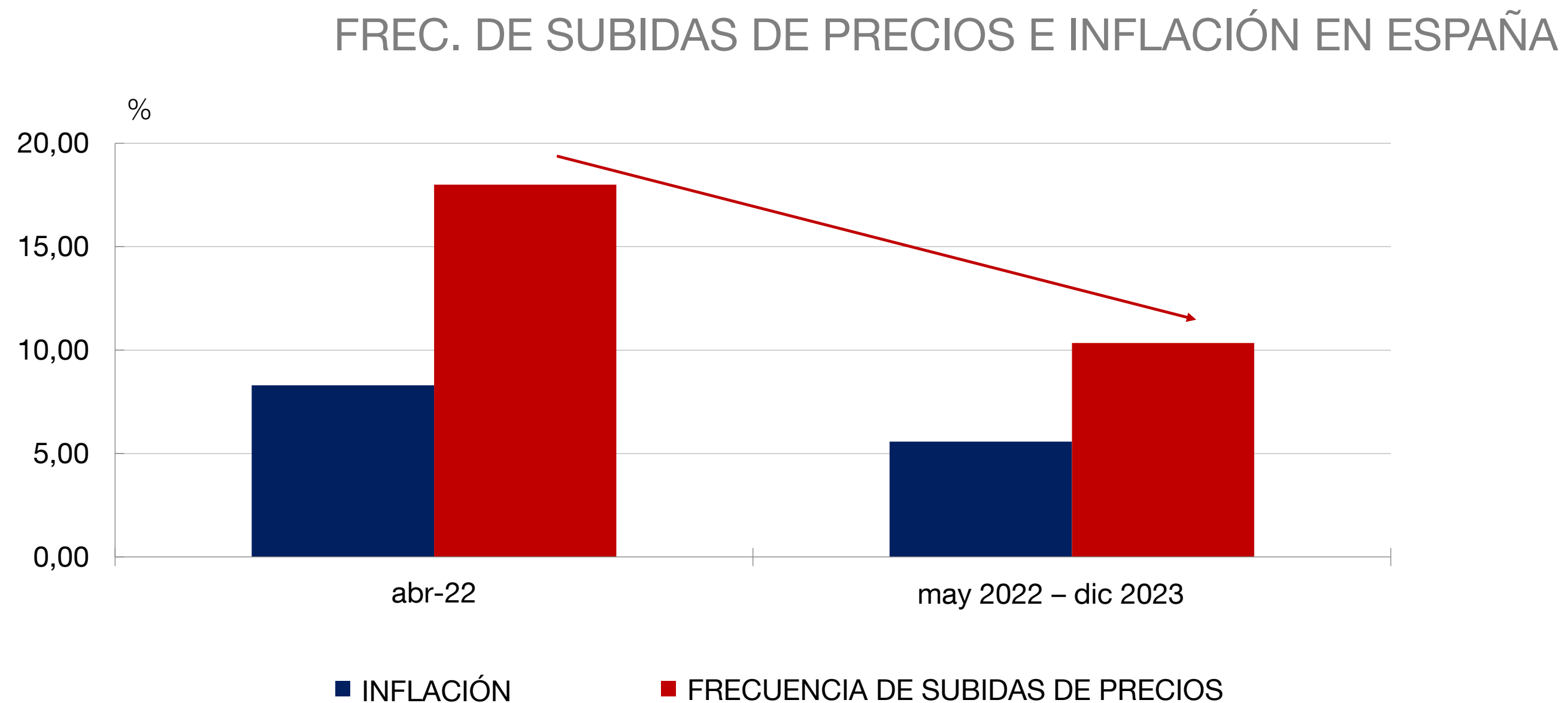
- La **frecuencia de ajuste de los precios ya ha caído**, aplanando la curva de Phillips
- La **escasez de mano de obra continúa**

... pero podríamos estar ya en el último metro

---

- Los **tipos de interés reales han subido** con la disminución de la inflación, lo que aumenta el grado de endurecimiento de la política monetaria
- El cierre de la **brecha de política monetaria con EE.UU.** puede afectar a los **tipos de cambio** a través de presiones apreciatorias
- En un entorno con **expectativas de inflación ancladas** y un **deterioro de las perspectivas económicas**, podemos recorrer «el último metro» más despacio

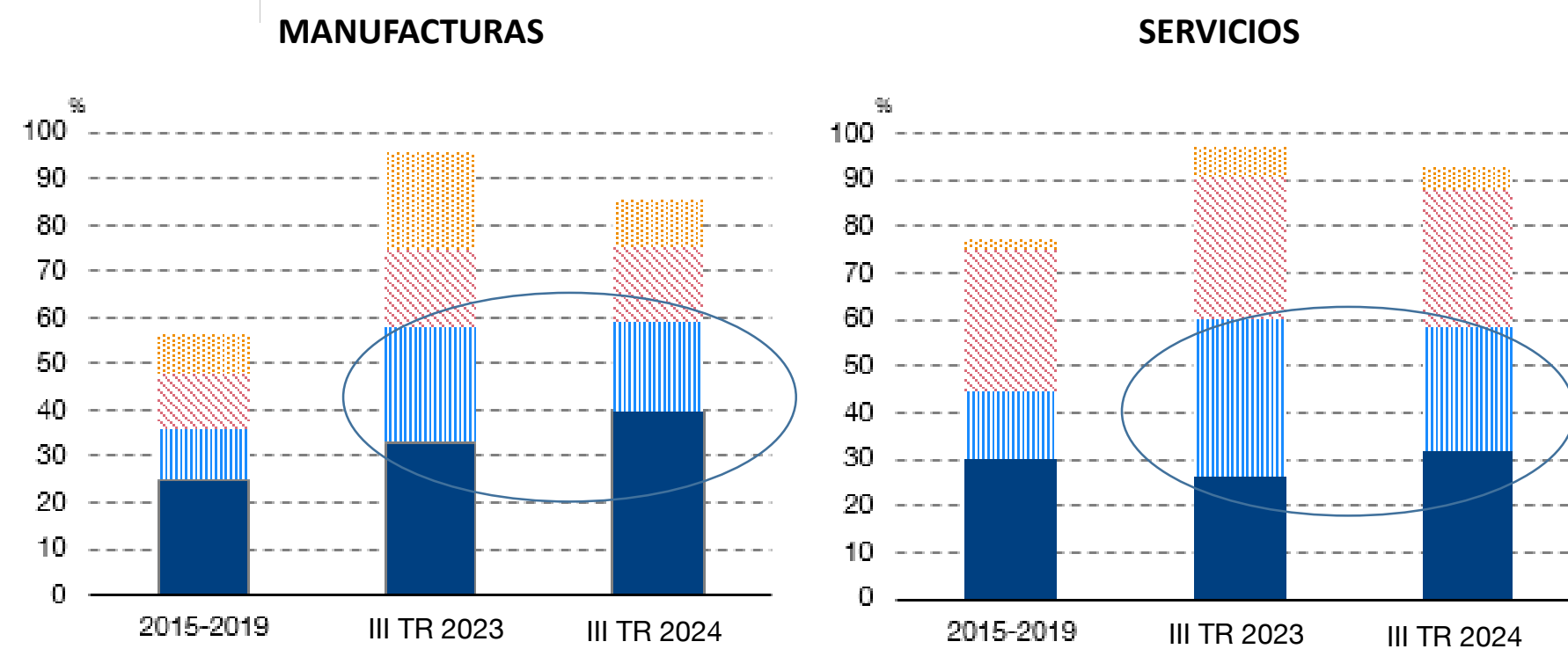
La contrapartida de una desinflación immaculada es que cuando se retorna a una inflación baja, la ratio de sacrificio sube de nuevo



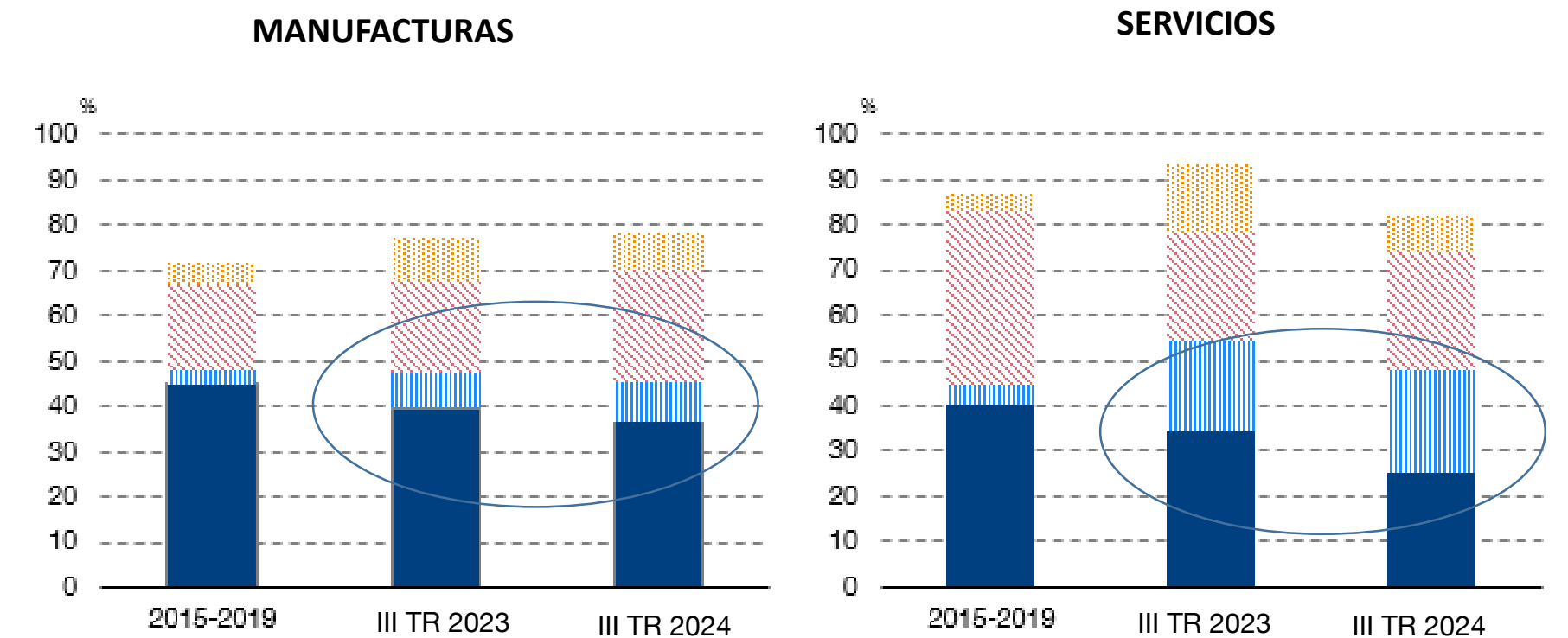
Nota: Frecuencia de cambios de precio de los productos. Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de España. Véase Gutiérrez y Roldan (2024), artículo del Boletín del BdE.

# LA ESCASEZ DE MANO DE OBRA CONTINÚA

## ÁREA DEL EURO



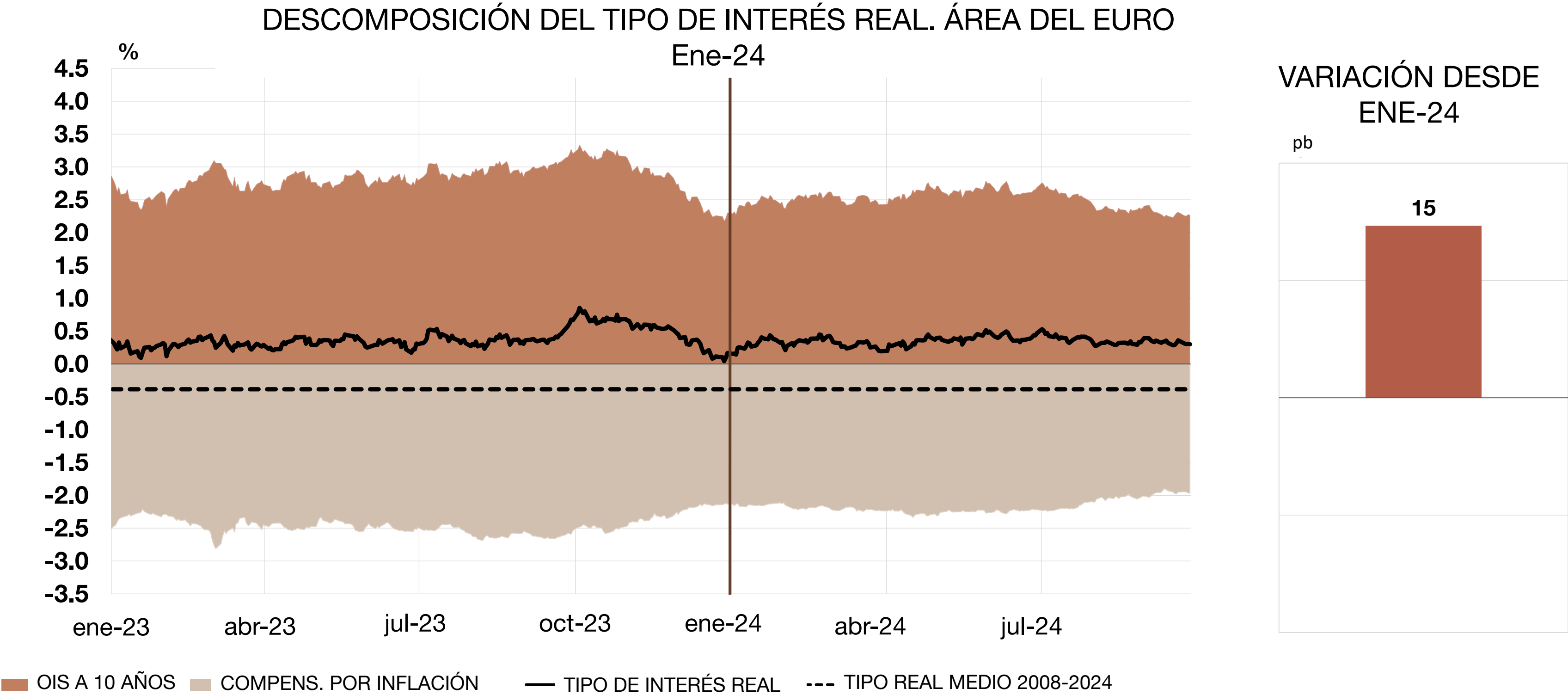
## ESPAÑA



■ DEMANDA INSUFICIENTE    ▨ OTROS    ▤ ESCASEZ DE MANO DE OBRA    ▧ ESCASEZ DE MATERIALES Y/O EQUIPO

Fuente: Comisión Europea. Encuestas de opinión de consumidores y empresas. Solo se presentan tres factores y los demás se omiten, por lo que las barras pueden no sumar el 100%.

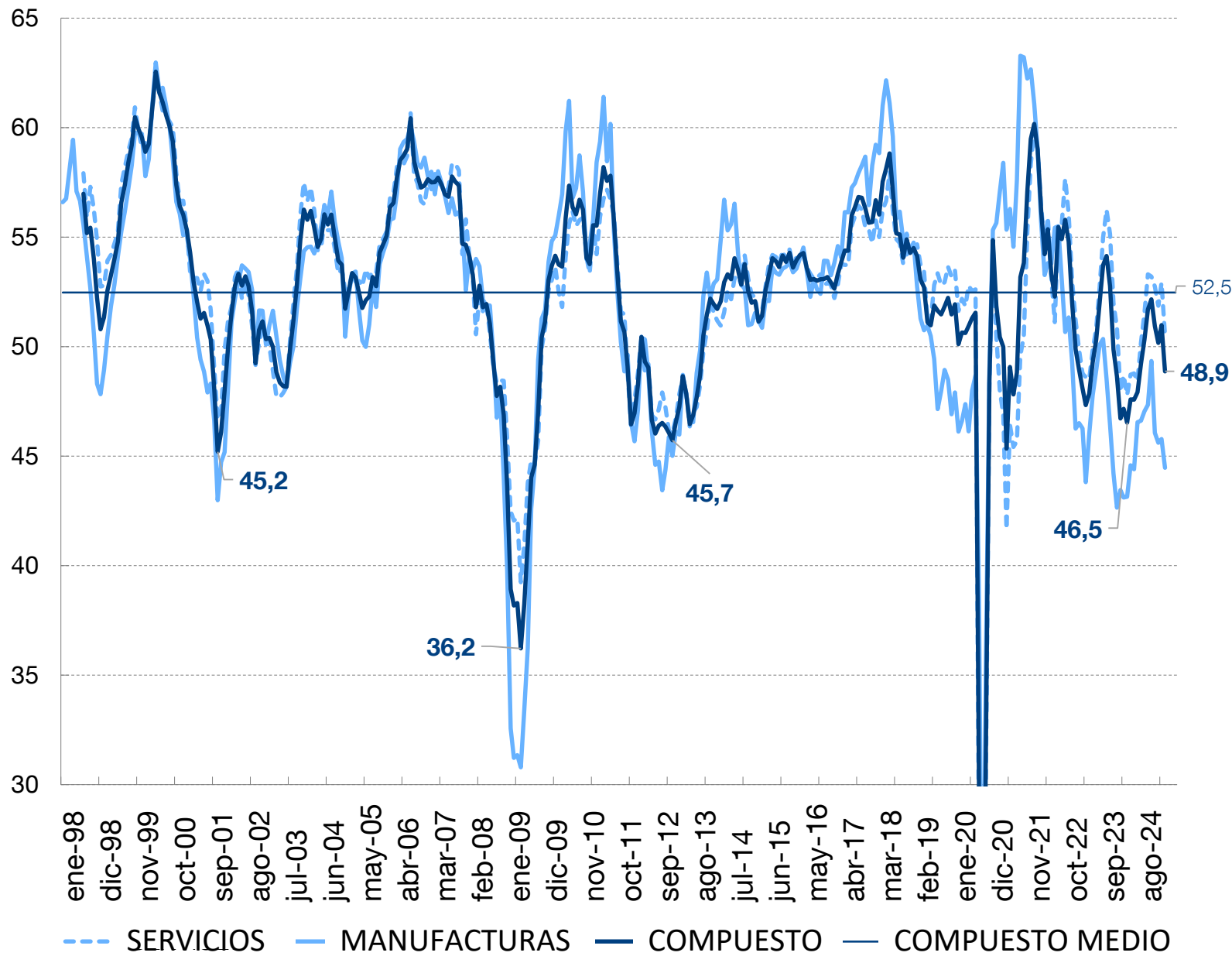
# LOS TIPOS DE INTERÉS REALES HAN AUMENTADO CON EL DESCENSO DE LA INFLACIÓN



Fuentes: Refinitiv Datastream y Bloomberg Data License. Última observación: 26/09/2024.

# LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS ESTÁN EMPEORANDO

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA



## ALGUNOS HECHOS ESTILIZADOS

ÍNDICE DE ACTIVIDAD PMI. ÁREA DEL EURO			
	SERVICIOS	MANUFACTURAS	COMPUESTO
MÁS BAJO	12.0	18.1	13.7
MÁS BAJO EXCL. PERÍODO COVID	39.2	30.8	36.2
MEDIO	52.6	52.3	52.5
MEDIO (PMI < 50)	46.1	45.4	46.0
AGO 24	52.9	45.8	51.0
SEP 24	50.5	44.5	48.9

Notas: Índice de Gestores de Compras (PMI): actividad. Índice de difusión. Fuente: S&P Global.



---

GRACIAS POR SU ATENCIÓN