

06.10.2021

Primera sesión plenaria: De la revisión de la estrategia del BCE en 2021 al posible retorno de la inflación, ¿qué perspectivas macroeconómicas tienen ante sí los inversores europeos? Notas para la intervención

Global Investment Forum, encuentro organizado por L'AGEFI

Margarita Delgado

Subgobernadora

Perspectivas para la economía del área del euro tras el COVID

- Estamos asistiendo a una **intensa recuperación de la actividad económica** del área del euro, dado que la reapertura de la economía continúa tras los avances de las campañas de vacunación. Según las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, se espera que el PIB real del área del euro supere el nivel registrado antes de la pandemia para finales de este año. En adelante, se prevé un fuerte crecimiento también para el próximo año, del 4,6 %, y después una caída hasta cotas ligeramente superiores al 2 % en 2023.

- Asimismo, se aprecia un **aumento acusado de la inflación del área del euro**, que alcanzó el 3,4 % en septiembre, a tenor de la estimación de avance. Hay que remontarse al año 2008 para encontrar niveles como estos. Se ha abierto un debate sobre si esta elevada inflación es o no transitoria, y, de hecho, es muy probable que nos ocupemos de esta cuestión más adelante, pero permítanme avanzarles ahora lo que pienso al respecto. Mi opinión personal coincide con la postura del BCE, que considera que el alto nivel de inflación obedece, en gran medida, a **factores transitorios**, como los cuellos de botella en la oferta, las subidas de los precios de la energía y la reversión de la bajada del IVA en Alemania. Así pues, parte de esta inflación debería reabsorberse a medio plazo. Esta opinión también la comparten los expertos del BCE, que prevén que la tasa de inflación supere el 2 %, en promedio, este año y que descienda después hasta el 1,7 % en 2022 y el 1,5 % en 2023, un nivel claramente inferior a nuestro objetivo del 2 %.

- Con todo, no cabe duda de que este escenario central **está sujeto a riesgos**. Un empeoramiento de la pandemia debido, por ejemplo, a la aparición de nuevas variantes del virus, podría ralentizar la recuperación económica. En el frente de la inflación, si los cuellos de botella en la oferta resultan ser más persistentes de lo esperado, la alta inflación podría terminar trasladándose a los nuevos convenios colectivos y reforzarse así mediante **efectos de segunda vuelta**. Y, por supuesto, aún tenemos que ver cómo evoluciona la crisis de Evergrande, ya que un hipotético colapso desordenado podría tener un impacto adverso en los mercados financieros mundiales.

- Por último, desde una perspectiva de más largo plazo, creo que el éxito en la ejecución del fondo NGEU será esencial para que la economía del área del euro crezca de forma sustancial en los próximos años. Para ello, obviamente, es necesario que los Estados miembros utilicen adecuadamente estos fondos, seleccionando proyectos de inversión que favorezcan el crecimiento con el máximo aprovechamiento de las tecnologías digitales y que también sean respetuosos con el medio ambiente.

Efectos de la crisis del COVID y de la combinación de políticas aplicada durante la pandemia en el crecimiento potencial y la inflación.

- En mi opinión, la cuestión de cómo afectará la pandemia al crecimiento potencial es muy compleja, ya que aún se han de despejar muchas incógnitas. Veo todo tipo de efectos en distintas direcciones. Algunos de los sectores que se han visto más afectados por la pandemia podrían no recuperar jamás el dinamismo previo a la crisis pandémica. Me estoy refiriendo al sector minorista, ya que las compras por internet se han disparado durante la pandemia, y a los viajes de trabajo, debido al uso más intensivo de tecnología para

organizar reuniones. No creo que vayan a desaparecer por completo, pero nuestro estilo de vida cambia y la pandemia ha acelerado este proceso de alguna manera. Por otra parte, considero que el NGEU —una iniciativa de actuación pública que no habría existido sin la pandemia— constituye una excelente oportunidad para elevar el potencial de crecimiento de la UE. En última instancia, todo dependerá de cómo se materialicen estas fuerzas opuestas.

- Otra cuestión es cómo evolucionará la inflación tras la pandemia. Aquí, lo relevante no es el crecimiento potencial, sino el crecimiento real con respecto al potencial, o más concretamente, el nivel del PIB real con respecto al potencial —lo que denominamos *brecha de producción*. En un contexto de reapertura económica y rápido crecimiento de la demanda como el actual, y dado que la oferta no puede ajustarse al mismo ritmo, es normal que la brecha de producción se amplíe y, por tanto, que la inflación también aumente. Esta es, básicamente, la situación en la que nos encontramos ahora mismo. Sin embargo, en último término, este intenso crecimiento de la demanda se estabilizará y la oferta también se ajustará, por lo que el incremento de la brecha de producción debería reducirse en cierta medida. En principio, esta evolución debería hacer que la inflación vuelva a descender a medio plazo.

- Esto no quiere decir, por supuesto, que las cosas no puedan suceder de otra manera. Si los cuellos de botella en la oferta se prolongan más de lo anticipado, la alta inflación podría terminar trasladándose a los nuevos convenios salariales, lo que incrementaría los costes de producción de las empresas y podría traducirse finalmente en un aumento de los precios. A través de estos **efectos de segunda vuelta**, la elevada inflación actual podría adquirir un carácter muy persistente. Este es un escenario que no podemos descartar en absoluto.

- Pero me gustaría finalizar con un mensaje positivo. Durante la última década ha quedado patente que a los bancos centrales de las economías avanzadas les resulta muy difícil luchar contra la baja inflación, puesto que la política monetaria se ve restringida por el **límite inferior** de los tipos de interés nominales. Pero esta limitación no afecta a la batalla contra la inflación *alta*, ya que, en principio, los bancos centrales pueden **subir sus tipos de interés tanto como sea necesario** para frenar el ascenso de los precios. Por ello, y porque el BCE tiene un claro objetivo de inflación del 2 %, estoy convencida de que las elevadas cifras de inflación que experimentamos actualmente no se convertirán en un fenómeno persistente en el futuro.

- Soy consciente de que los altos niveles de deuda pública suscitan dudas sobre una posible **dominancia fiscal**, como consecuencia de la cual los bancos centrales podrían no subir los tipos de interés tanto como haga falta para controlar la inflación. Pero, sinceramente, no creo que esta sea una cuestión relevante para el BCE. El Banco Central Europeo cuenta con un amplio conjunto de herramientas que pueden combinarse de forma óptima y utilizarse con flexibilidad para que los tipos de interés se eleven tanto como sea necesario sin causar turbulencias en los mercados de deuda soberana.

La combinación óptima de políticas económicas de cara al futuro. ¿Podrán los bancos centrales volver a subir los tipos de interés alguna vez?

- En cuanto a la primera pregunta, considero que la política monetaria y la política fiscal deben continuar **colaborando mientras dure la pandemia**. Esto significa que la política monetaria ha de seguir manteniendo las condiciones de financiación favorables y que las autoridades fiscales tienen que continuar apoyando a las empresas y a los hogares, aunque, a medida que la economía se reabra, este respaldo debe estar cada vez más focalizado.
- Un aspecto mucho más complejo es cómo **reducir** el apoyo monetario y fiscal una vez termine la crisis de la pandemia. A mi juicio, una de las pocas cosas que están claras es la necesidad de **evitar efectos «acantilado»** (*cliff effects*). Cuando llegue el momento de retirar el apoyo de las políticas, deberá hacerse de manera **gradual y predecible**. Las autoridades monetarias deberán **comunicar** sus decisiones con claridad, explicando a los inversores y al público en general que la supresión del respaldo de las políticas responde a la mejora de las condiciones económicas o de las perspectivas de inflación.
- En cuanto a la segunda pregunta («¿Podrán los bancos centrales volver a subir los tipos de interés alguna vez?»), mi respuesta es un rotundo «sí». En el largo plazo, los tipos de interés nominales deberían converger hasta un nivel que es la suma del **tipo de interés real natural** y el objetivo de inflación del banco central. Como saben, el tipo de interés natural no es observable y solo puede estimarse con un elevado grado de incertidumbre. Aun así, la mayoría de las estimaciones del tipo de interés natural del área del euro se sitúan en un intervalo entre el 0 % y el -2%. Dado que el objetivo de inflación es del 2 %, esto significa que, en el largo plazo, los tipos de interés nominales deberían converger hasta un nivel comprendido entre el 0 % y el 2 %. Teniendo en cuenta que el tipo de interés oficial se sitúa actualmente en el -0,5 %, los tipos de interés oficiales podrían dejar atrás sus cotas actuales y converger hacia niveles que, muy probablemente, serán bajos pero *positivos*.

El impacto en los mercados financieros de una política monetaria más ecológica

- Estoy totalmente convencida de que, al incorporar criterios medioambientales a sus marcos de política monetaria, los bancos centrales pueden actuar como **catalizadores de una transformación verde de los mercados financieros**.
- Pensemos por ejemplo en el **plan de actuación del BCE** para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria, anunciado el pasado mes de julio junto con su estrategia de política monetaria revisada. El plan comprende diversas medidas, todas las cuales permitirán al BCE desempeñar ese papel incentivador. Permítanme que mencione tan solo dos de ellas.
- Uno de los elementos fundamentales del plan es el compromiso de introducir **requisitos de divulgación de información** sobre los activos del sector privado como nuevo criterio de admisión o como base para un tratamiento diferenciado a efectos de su presentación como activos de garantía y de las compras de activos. Esto quiere decir que los emisores corporativos tendrán que publicar información medioambiental para que sus instrumentos de renta fija sean adquiridos por el programa de compras de bonos corporativos del BCE o se acepten como activos de garantía en operaciones de financiación del Eurosistema, o

al menos para recibir un trato más favorable en ambos ámbitos. Este requisito debería ser un punto de inflexión en las prácticas de divulgación de información medioambiental de los emisores del sector empresarial.

Además, el BCE adaptará el marco de **asignación de compras de bonos corporativos** incorporando criterios climáticos. Se promoverá así el alineamiento de los emisores con, como mínimo, la legislación de la UE que implementa el Acuerdo de París a través de métricas relacionadas con el cambio climático. Esta modificación también debería generar poderosos incentivos para que los emisores corporativos adopten prácticas y políticas respetuosas con el medio ambiente.