

POLÍTICA MONETARIA, POLÍTICA FISCAL E INFLACIÓN EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DEL COVID-19

ÓSCAR ARCE

Director General de Economía y Estadística

**WORKSHOP “INFLACIÓN, DEUDA Y NEGOCIO FINANCIERO:
¿CAMBIO DE PARADIGMA?”**

FUNCAS

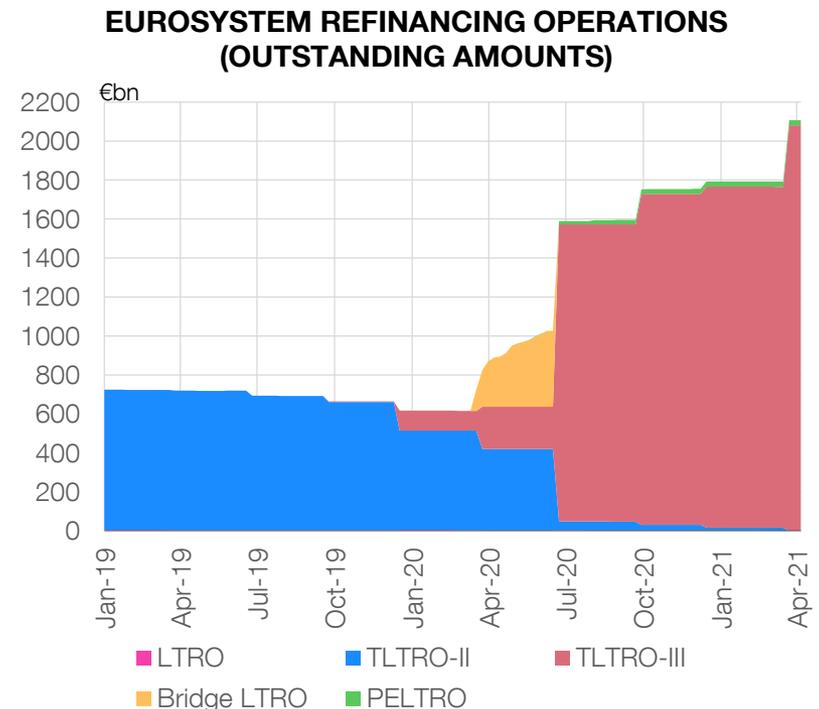
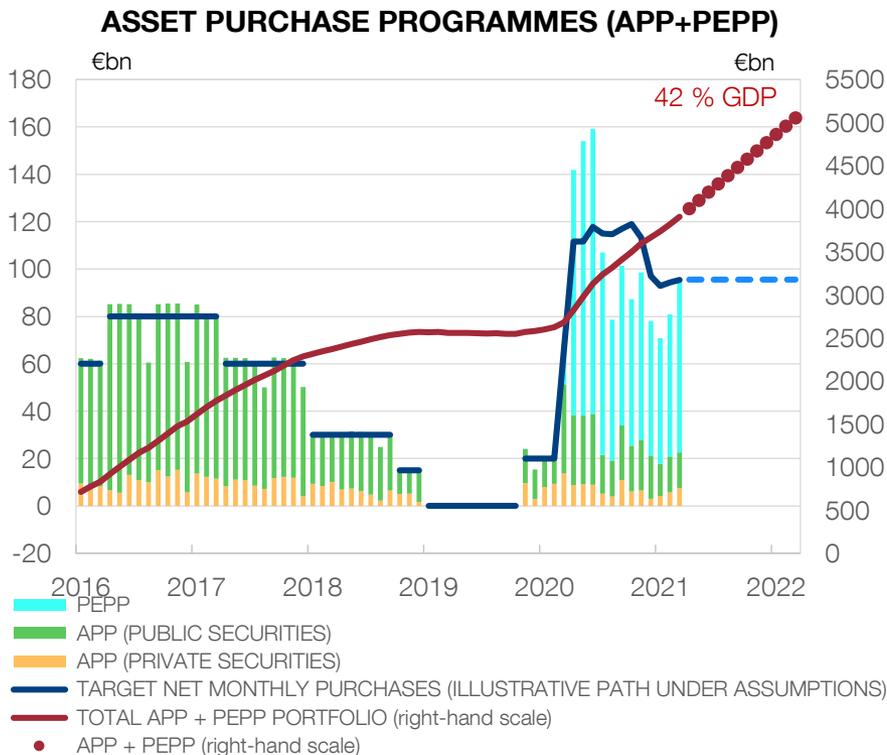
Madrid

10 de mayo de 2021



Las políticas fiscal (PF) y monetaria (PM) durante la crisis: Un contexto de “intereses alineados”

- Las dos políticas han reforzado mutuamente su necesario tono expansivo en la crisis:
 - En la UEM, en 2020, el déficit público ha aumentado en más de 6 pp.
 - El BCE ha reforzado significativamente el tono expansivo de su PM.
- En un contexto de inflación persistentemente baja, la PF expansiva no solo ayuda a mitigar la crisis sino también al objetivo de estabilidad de precios, y la PM expansiva no solo favorece la estabilidad de precios, sino que también facilita la expansión fiscal



SOURCES: ECB and Refinitiv Datastream

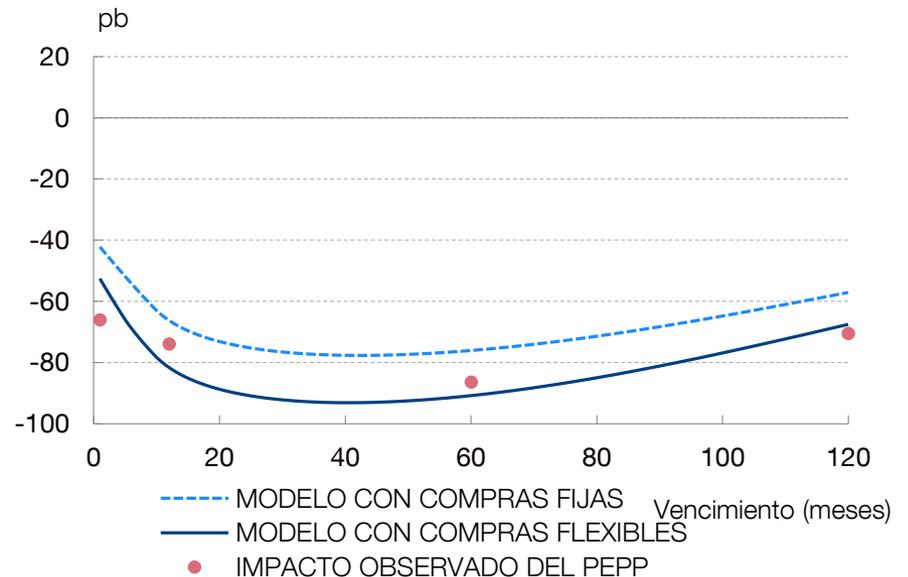
El programa de compras de emergencia para la pandemia (PEPP) del BCE ha sido crucial para mantener unas condiciones de financiación holgadas

- **El PEPP atajó los riesgos de fragmentación financiera de la UEM y generó un margen considerable para una PF expansiva:**
 - Las compras netas en 2020 equivalen a más del 90 % de las necesidades netas de financiación pública de los países del euro (casi el 30 % de las necesidades brutas).
- **La flexibilidad del PEPP ha resultado clave para favorecer su efectividad**

10-YEAR OIS AND SOVEREIGN YIELDS. EMU



ITALIA: DESPLAZAMIENTO DE LA CURVA DE TIPOS (a)



Fuentes: Refinitiv Datastream, BCE y Banco de España.

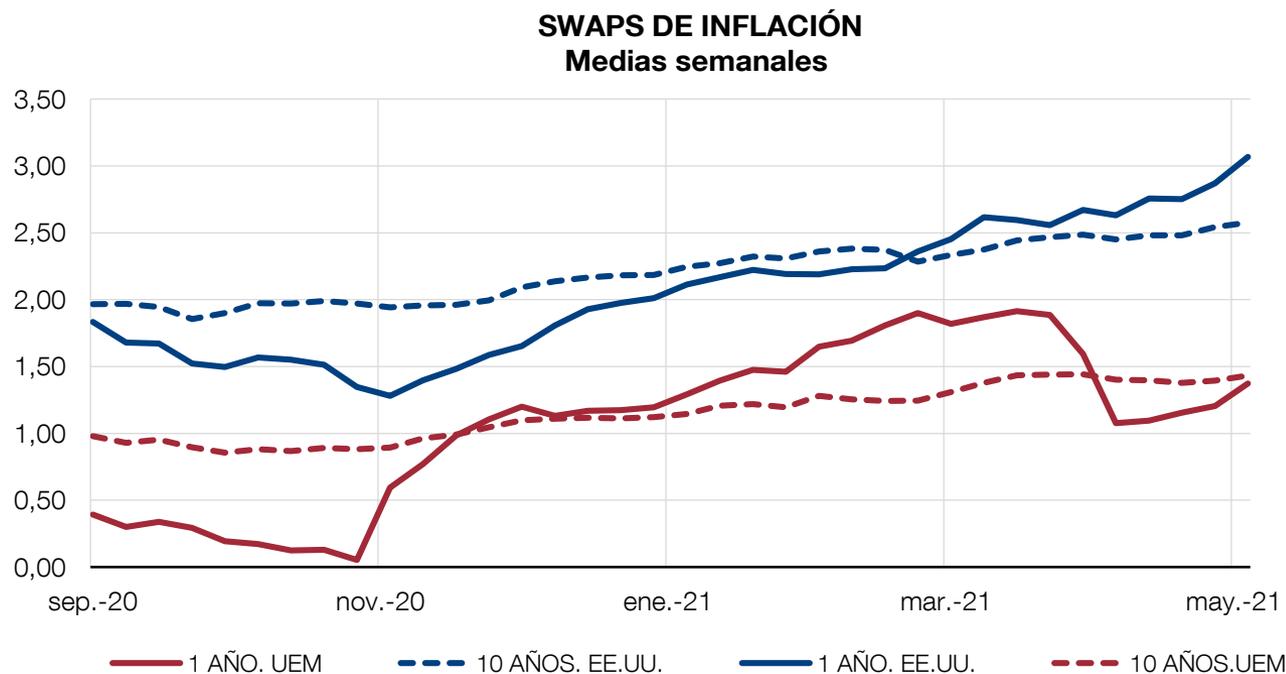
a. El impacto en los datos se calcula como la diferencia entre las curvas de tipos cupón cero al cierre del 20 de marzo y del 18 de marzo. El impacto teórico se calcula mediante el modelo de Costain, Nuño y Thomas (2021).

- En el corto plazo, parece necesario mantener un tono expansivo en ambas políticas, con un carácter crecientemente focalizado de la PF:
 - Foco en sectores/agentes más afectados y peso creciente en consideraciones de crecimiento a medio y largo plazo
- El coste de una retirada prematura de estímulos parece mayor que...
 - Costes: pérdidas adicionales de empleos, cierre de empresas, dinámicas real-financieras adversas -> recuperación más débil...
- ... el coste de una retirada más tardía:
 - Repunte de la inflación: no necesariamente negativo *per se*, si es moderado y temporal y ayuda a re-anclar las expectativas en valores más elevados y coherentes con el objetivo
 - Ajuste en los mercados financieros: no sería descartable, si bien, en estos momentos, en la UEM, no se aprecian grandes desequilibrios.

El reciente repunte de la inflación y sus determinantes de medio plazo

- El reciente repunte de la inflación presenta, a priori, un carácter transitorio:

- El repunte de las expectativas de inflación ha sido modesto (y circunscrito al corto plazo y, sobre todo, en EE.UU.)
- Brecha de producción negativa (aunque de magnitud incierta tras la crisis)
- Algunos factores desinflacionistas persistentes seguirán operando tras el Covid-19: globalización, cambio tecnológico, envejecimiento,...
- Los bancos centrales tienen (mucho) más capacidad para combatir la alta inflación que la baja

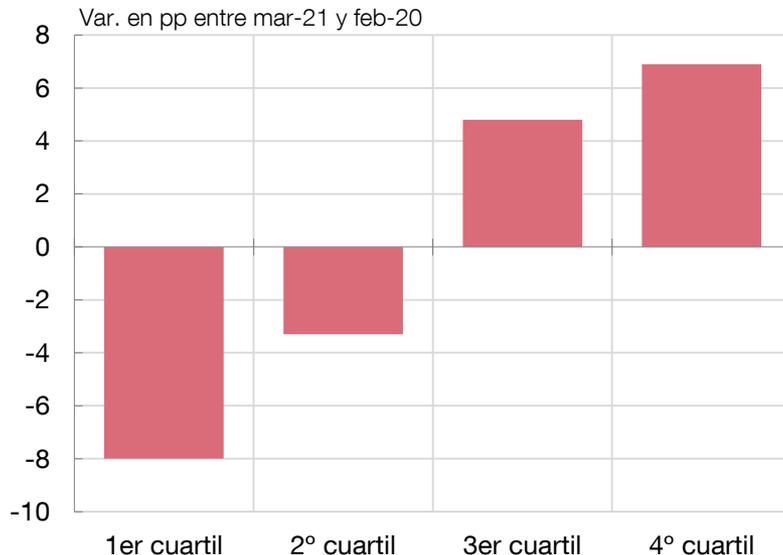


Fuente: Bloomberg.

La inflación en el medio plazo: Algunos factores y elementos de riesgo a considerar

- El ritmo y alcance de liberación de la bolsa de ahorro : ¿gradual y parcial?
 - servicios que se dejaron de consumir, equivalencia ricardiana, distribución del ahorro por edades y situación laboral?
- La posible presencia de no linealidades en la curva de Philips: una curva o una “L”?
- La incierta persistencia de algunos cuellos de botella en la producción de algunas manufacturas (semiconductores, materias primas,...)

ESPAÑA: AHORRO PRESENTE SEGÚN LA ENCUESTA DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES



Fuentes: Comisión Europea e IHS Markit.

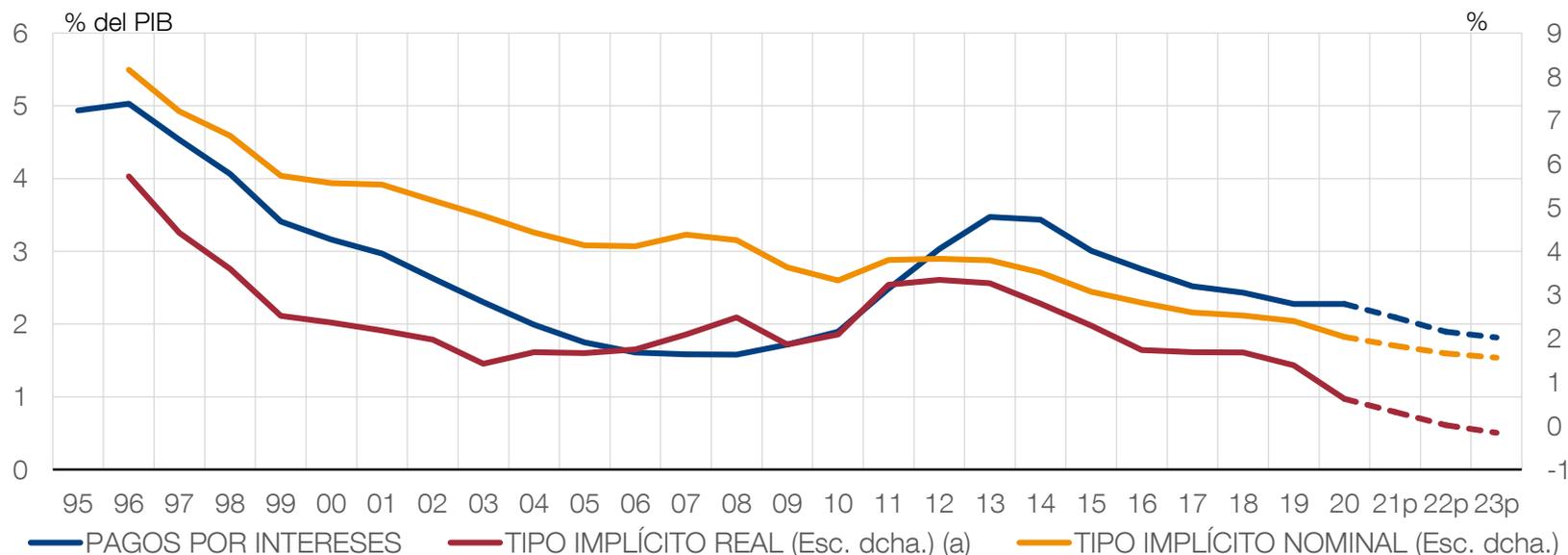
ESPAÑA. INDICADOR PMI DE MANUFACTURAS: PRECIOS PAGADOS Y PRECIOS COBRADOS



Las deudas y los bajos tipos de interés

- España tenía una ratio de deuda pública alta antes de la crisis y la pandemia la ha incrementado en más de 20 pp de PIB.
- Pero los gastos por intereses en proporción del PIB no son mucho mayores que antes de la crisis financiera, cuando la deuda era mucho menor, gracias a los bajos tipos de interés (nominales y reales).

EVOLUCIÓN DEL COSTE DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA



Fuentes: IGAE, INE, Consensus Forecasts y Banco de España.

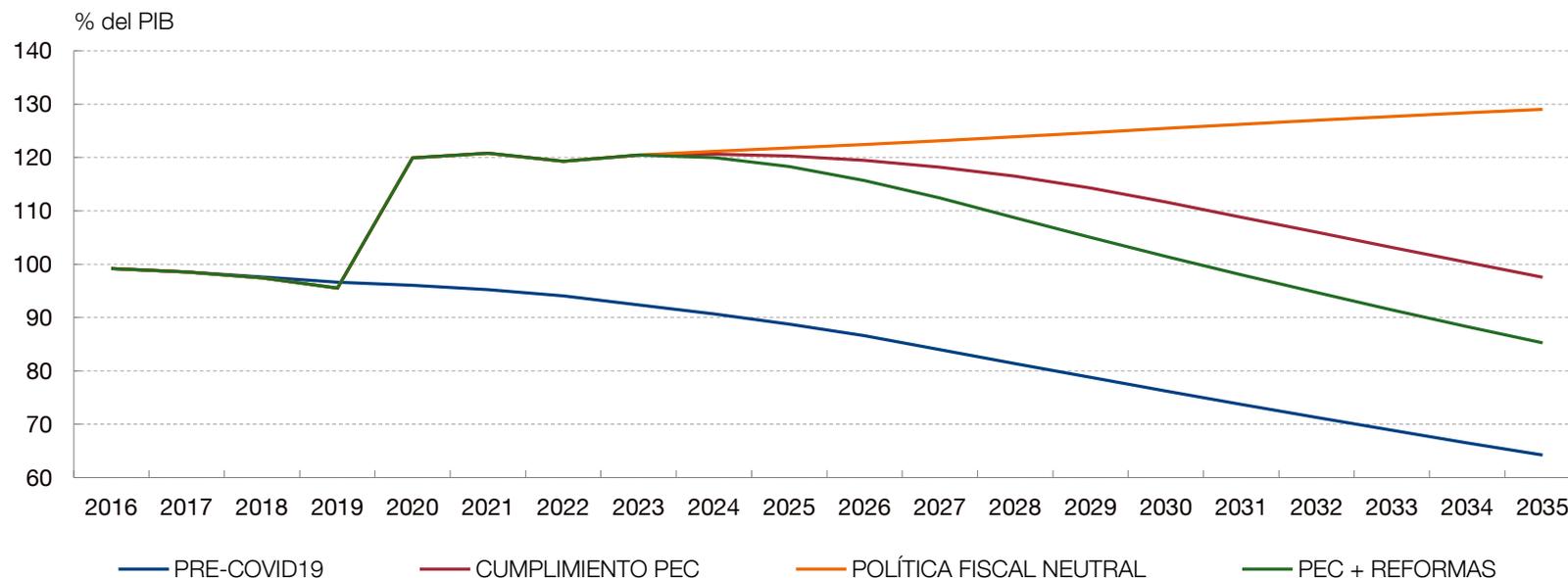
a. Aproximado por la diferencia entre el tipo nominal implícito (cociente entre pagos por intereses y stock de deuda) y la tasa media de variación del IAPC de ese año y los cuatro siguientes.

- **La conjunción de varios factores podría propiciar un aumento en los tipos de interés reales:**
 - **Mejora en las perspectivas de crecimiento global post-Covid, implementación de grandes paquetes fiscales (EE.UU. y UE), necesidad de acometer cuantiosas inversiones para frenar el cambio climático, eventual alteración de algunas tendencias demográficas, etc.,**
 - **Ello provocaría un empeoramiento de la dinámica de la deuda pública (posibles no linealidades) y reducción adicional del margen de maniobra de la política fiscal**
- **Palancas para la contención y reducción sostenida de la deuda:**
 - **Superávits presupuestarios primarios recurrentes, mediante planes de consolidación fiscal a medio-largo plazo**
 - **Mantenimiento de un nivel bajo de la brecha entre tipo de interés real y crecimiento económico ($r - g$):**
 - **Moderar r : inflación estable y moderada y expectativas ancladas en el objetivo de medio plazo del BC; credibilidad de las políticas nacionales**
 - **Elevar g : políticas que aumenten el crecimiento potencial: reformas estructurales, inversión pública productiva - > el papel del NGEU**

Algunos escenarios hipotéticos para la deuda pública

- En ausencia de ajustes, la ratio de deuda seguiría aumentando
- Una estrategia que cumpla las reglas del PEC (ahora en revisión) permitiría una reducción gradual de la deuda, hasta alcanzar hacia 2035 los niveles pre-crisis
- El refuerzo con reformas que incrementen el potencial de crecimiento aceleraría ese proceso y lo haría menos costoso
- Los beneficios de preanunciar la estrategia decidida pueden ser sustanciales, en términos de credibilidad (ejemplo reciente del Reino Unido)

SENDAS SIMULADAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL ESCENARIO CENTRAL Y BAJO CIERTOS SUPUESTOS



Fuente: Banco de España, con datos del INE y de la IGAE.

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

