

Carta de la Redacción

La inflación ha vuelto a escena. A lo largo de 2021, el índice de precios de consumo (IPC) de España presenta una trayectoria ascendente hasta alcanzar el 4 % interanual en el indicador adelantado de septiembre. Las previsiones de Funcas apuntan también a cifras en torno al 4 % en los restantes meses del año, cifras que no se veían desde el año 2008. No obstante, la media anual se situaría en el 2,7 % en 2021 y la previsión para 2022 estaría en línea con el nuevo objetivo a medio plazo, al colocarse solo ligeramente por encima del 2 %. Los datos medios de la eurozona son similares a los de España, pero los de Estados Unidos están por encima del 5 % interanual desde el mes de mayo. Sea como fuere, en algunos ámbitos académicos y de *policy makers* parecen haber saltado las alarmas advirtiendo del retorno de la inflación como uno de los principales desafíos de la política económica.

Las tensiones inflacionistas actuales tienen su explicación en factores asociados a un ciclo de encarecimiento de materias primas, suministros y componentes tecnológicos, tras la contracción de la oferta durante la pandemia y los estrangulamientos que se producen con el vuelco de la demanda mundial durante la recuperación. Sin embargo, a pesar de su impacto sobre los costes de producción de las empresas, la repercusión en el IPC ha sido limitada. De hecho, excluyendo los productos energéticos, el IPC se mantiene por debajo del 1 % interanual. En línea con numerosos analistas, el artículo de RAYMOND TORRES sostiene que estamos ante un *shock* de oferta externo, muy probablemente de carácter transitorio. Solo factores como la duración del *shock* de costes externos y de los cuellos de botella en semiconductores, así como el riesgo de que las expectativas se desanclen, generando revisiones de precios y salarios, podrían alterar las

perspectivas actuales sobre la evolución de la inflación. No parece que ese sea el escenario más probable. Los principales bancos centrales del mundo interpretan que las actuales alzas de precios no exigen un cambio de rumbo de su política monetaria. La salida de las medidas monetarias ultraexpansivas debe vincularse a la consolidación del proceso de recuperación económica, de modo que se evite una percepción de elevada dependencia de los bancos centrales con relación a la política fiscal de los gobiernos.

Tanto el Banco Central Europeo (BCE) como la Reserva Federal (Fed) han iniciado un proceso de revisión de su estrategia de política monetaria tratando de ajustar el objetivo y los instrumentos a las previsiones de evolución de la economía a medio plazo y a la implementación de las medidas de normalización progresiva de la política monetaria conforme se supere la excepcionalidad de la crisis pandémica. El artículo de ERIK JONES realiza un examen detallado de los principales factores que configuran la nueva estrategia monetaria del BCE, así como de los retos que todavía se tienen que afrontar. La nueva definición del objetivo en términos simétricos respecto a la cifra del 2 % de inflación proporciona una mayor flexibilidad, al tiempo que denota una mayor tolerancia cuando se supera dicha cifra: cambian, pues, tanto el objetivo como el enfoque, pero probablemente también se entra en un terreno de mayor ambigüedad. En todo caso, siguen abiertas las dos cuestiones principales que deberán abordarse en los próximos meses: el aumento de los tipos oficiales y la recalibración de las compras de activos y de los demás instrumentos no convencionales, conforme se consolide la recuperación y la inflación esperada —más allá de los episodios recientes— se sitúe en cifras por encima del 2 % de forma suficientemente

constante. Por el momento, el mensaje sobre los tipos de interés oficiales es que no se prevén cambios que pudieran frenar el proceso de recuperación económica. Sin embargo, los programas de compra de activos parecen caminar lentamente hacia su desactivación y no es descartable que un giro de expectativas pudiese abrir la puerta a una normalización gradual de los tipos de interés. De este modo, la comunicación de los bancos centrales con los mercados (*forward guidance*) adquiere una importancia si cabe todavía mayor en la gestión del canal de expectativas dentro del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

El hecho es que, desde que la Fed anunció su nueva estrategia en 2020 –mayor flexibilidad pero también mayor incertidumbre–, han aumentado las expectativas de inflación de los agentes económicos y ello ha repercutido decisivamente en la subida de la rentabilidad del bono a diez años de Estados Unidos. El efecto de este cambio de estrategia de la política monetaria sobre las rentabilidades en el mercado de bonos se analiza en el artículo de JOSÉ RAMÓN DÍEZ GUIJARRO, a partir de tres factores: las previsiones de inflación, la prima por plazo y los tipos de interés reales. Bajo una serie de supuestos, basados en la capitalización de expectativas para los tipos de interés a corto de los próximos diez años, a la que se suma el nivel esperado de la prima por plazo, se puede evaluar el “nivel de llegada” del bono a diez años. Sus estimaciones sitúan la tasa interna de rendimiento de este bono en un valor de equilibrio entre el 2,25 % y el 2,60 %, claramente por encima de los valores actuales, pero lejos de una zona que pudiera generar perturbaciones sobre la estabilidad financiera. En suma, el cambio de estrategia de la Fed ya está teniendo efectos sobre las expectativas de inflación y sobre la prima por plazo, lo que unido al aumento de los tipos de interés reales estaría explicando el movimiento alcista de las rentabilidades de la deuda pública de Estados Unidos. Ello vendría a demostrar que la mayor flexibilidad de la política monetaria estaría facilitando el cumplimiento del objetivo de inflación sin afectar negativamente a la estabilidad financiera.

La publicación por parte de la Autoridad Bancaria Europea de los resultados de los test de estrés del sector bancario, todavía bajo los efectos económicos de la pandemia de COVID-19, pone de relieve que la banca europea presenta suficiente resiliencia para afrontar escenarios tan adversos e improbables como los contemplados en los ejercicios realizados. Precisamente, como señalan SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ en su artículo, ese es el objetivo de los test de estrés: contemplar cómo se

reaccionaría ante lo inesperado para anticipar si alguna entidad debe reforzar sus niveles de solvencia. Los escenarios dibujados para España son especialmente duros, pero aunque las ratios de recursos propios de las entidades de mayor tamaño son algo más bajas que la media europea, factores como la fortaleza del modelo minorista de negocio y la diversificación geográfica sustentan una menor pérdida de capital en el escenario adverso. Igual que sucede en el entorno europeo, el impacto sobre la banca mediana podría ser algo mayor, pero como los niveles de capitalización son, en general, más elevados, la solvencia final también sería mayor. En todo caso, la banca española debe culminar el refuerzo de su solvencia para llegar con más holgura a 2022. Si bien la recuperación puede favorecer un crecimiento del crédito, la retirada de los mecanismos de protección adoptados para mitigar los efectos de la pandemia es muy posible que genere aumentos de la morosidad que habrá que saber gestionar.

También en 2022 el Banco Central Europeo (BCE) liderará las primeras pruebas de resistencia orientadas a la evaluación de los riesgos relacionados con el cambio climático. Dichos riesgos –tanto los físicos asociados a fenómenos climáticos adversos, como los derivados de la transición hacia una economía baja en carbono– pueden tener un impacto tanto en el rendimiento financiero como en la solvencia de las entidades bancarias, de modo que resulta necesario evaluar su capacidad de resistencia en el caso de que los riesgos se materialicen. Aunque no está previsto, de momento, que los test de riesgo climático tengan implicaciones sobre los requerimientos de capital, su implementación servirá para aproximar la capacidad de resistencia del sector bancario para enfrentar escenarios de tensión climática. El ejercicio piloto *top-down* realizado por el BCE revela que el riesgo climático es también un riesgo sistémico, especialmente en aquellos bancos que concentran mayores exposiciones a sectores y territorios más vulnerables. El artículo de ÁNGEL BERGES y JESÚS MORALES se muestra partidario de este tipo de pruebas y propone su integración junto con los test de estrés convencionales, de modo que se puedan contemplar en un mismo ejercicio todas las vulnerabilidades relevantes, así como sus interrelaciones.

Una de las novedades principales de Basilea III, tras las graves secuelas de la crisis financiera iniciada en 2008, fue el establecimiento de un sistema de colchones de capital sobre los requisitos mínimos de solvencia de los bancos, con los que poder hacer frente a distintos tipos de riesgo. En una situación de crisis como la derivada de la pandemia de COVID-19,

los reguladores han permitido a los bancos operar temporalmente por debajo del nivel de capital establecido en colchones como el de conservación de capital o el contracíclico. Incluso les han animado a utilizar dichos colchones. Sin embargo, los bancos se han mostrado reacios a dejar caer sus colchones de capital. El artículo de JAVIER RESTOY y ÁNGEL BERGES presenta un modelo en el que se formulan algunas hipótesis que explicarían ese comportamiento de las entidades bancarias. Los resultados muestran que la principal razón es el denominado efecto estigma: una señal negativa que podría dar lugar a una penalización en su valoración de mercado. Ahora bien, si la reducción de la ratio de capital fuese en paralelo con una reducción, a su vez, del requisito regulatorio correspondiente y se mantuviese por tanto el margen sobre este, la penalización se vería en gran parte neutralizada. En consecuencia, una posible reforma del sistema actual podría ir encaminada a requerimientos ajustables ante situaciones o perturbaciones determinadas. En tales casos, exigir menores niveles de capital tendría mayor efecto que animar a las entidades a su utilización.

El artículo que cierra este número de *Cuadernos de Información Económica* analiza la trayectoria de las exportaciones y las importaciones españolas de bienes tras la crisis de la COVID-19. Su rápida y vigorosa recuperación abre el interrogante de si estamos únicamente ante un simple efecto de compensación, tras la interrupción de los flujos comerciales en 2020, o si, por el contrario, se están produciendo cambios significativos en el patrón de comercio exterior español. El trabajo de RAMON XIFRÉ detecta la estabilidad de los superávits comerciales con los demás países de la Unión Europea que contrasta con el creciente deterioro de los déficits con el resto del mundo. Sin embargo, al desagregar por tipos de producto e indagar en los cambios que se han producido, se observa que la mayor contribución a la mejora del saldo no energético corresponde, en primer lugar, al capítulo de alimentación, y especialmente en los flujos con los países de fuera de la Unión Europea, y en segundo lugar, a determinadas manufacturas que en algunos casos aumentan su superávit y en otros reducen su déficit. Son indicios de cambio estructural, pero habrá que esperar a los próximos meses, cuando la recuperación se consolide, para ver si se confirma la tendencia que marcan los datos actuales.