

## Cambio de rumbo en la política monetaria: el coste de la inflación

- Una subida de los tipos de interés podría aumentar las primas de riesgo y encarecer el coste de la deuda pública, mientras que la posible aparición de efectos de segunda ronda deterioraría la competitividad de la economía española

**Madrid, 27 de enero de 2022.**— El rebrote de inflación iniciado a mediados del año pasado constituye uno de los principales riesgos que se ciernen sobre el proceso de recuperación de la economía española. 2021 finalizó con una tasa de crecimiento del IPC del 6,5% interanual y las previsiones del primer semestre de 2022 están en una media superior al 5%. Como se advierte en el último número de [Cuadernos de Información Económica](#), publicación editada por **Funcas**, el diagnóstico sobre el alcance y duración de la inflación ha empeorado en los últimos meses y viene a sumarse a algunas voces que ya venían reclamando pasos más firmes en la “normalización” de la política monetaria; es decir, retirada progresiva de los programas de compra de activos y retoques al alza de los tipos de interés. Los mercados ya descuentan subidas de tipos en 2022, a pesar de que el Banco Central Europeo (BCE) haya confirmado el mantenimiento de los mismos a lo largo de todo el año.

Como señalan **Raymond Torres y María Jesús Fernández** en su artículo, el endurecimiento de la política monetaria podría aumentar las primas de riesgo y encarecer el coste de la deuda pública, mientras que la aparición de efectos de segunda ronda (espiral de precios internos-salarios), que si bien no parece probable tampoco es descartable, supondría un deterioro de la competitividad de la economía española. Aunque la recomposición de las cadenas de suministro debería atenuar la escalada de costes, otros factores de inflación podrían perdurar durante este año e incluso el siguiente, especialmente en lo que atañe a los mercados energéticos, sujetos además a factores geopolíticos como el conflicto con Ucrania y un posible desbordamiento en el mercado del gas.

La intensidad del cambio de rumbo hacia la “normalización” de la política monetaria no parece, sin embargo, que vaya a ser igual a ambos lados del Atlántico, tal como explican **Santiago Carbó y Francisco Rodríguez**. Mientras la Reserva Federal anunciaba la retirada definitiva de la compra de activos en marzo de este año y abría la posibilidad de subir los tipos de interés en 2022 –confirmada en la reunión del Comité de Mercado Abierto de ayer mismo-, el BCE, si bien anunciaba en diciembre pasado el final del programa de emergencia pandémica PEPP –aunque con la reinversión del principal hasta finales de 2024-, mantenía sus compras de activos del programa extraordinario APP y dejaba estables los tipos de interés de referencia. Todo ello genera un problema de desacoplamiento de las políticas

monetarias con efectos diferenciales sobre la economía y sobre la actividad financiera. En todo caso, la expectativa es que, en 2023, la eurozona pueda ver finalmente ese giro en la política monetaria tras casi quince años de expansión cuantitativa.

El desacoplamiento entre la política monetaria de EE.UU. y de la eurozona es un signo más de las diferencias que se están abriendo sobre cómo gestionar el escenario posterior a la recuperación, pero no es el único. Hasta el momento, la interacción de una política monetaria expansiva y de políticas fiscales nacionales también expansivas ha desempeñado un papel esencial en promover la recuperación de Europa, reforzado por el Plan Europeo de Recuperación *Next Generation EU*. **Erik Jones** señala cómo ese consenso entre las políticas de los distintos países no ha sobrevivido a la recuperación, quizás también porque nunca se había vivido una situación económica como la generada por las medidas restrictivas asociadas a la pandemia. La incertidumbre dificulta un diagnóstico compartido y más aún las políticas a llevar a cabo de ahora en adelante. Dos ejemplos: las conversaciones en el Consejo de Gobierno del BCE ya generan divisiones sobre cómo abordar las altas tasas de inflación; y debates similares existen en el Eurogrupo sobre la reforma de las reglas fiscales.

En este número de Cuadernos de Información Económica se abordan también otras cuestiones que tienen que ver con el sector financiero español. **Santiago Carbó y Francisco Rodríguez** analizan las perspectivas de las entidades financieras españolas ante 2022. Para los autores, el desacople monetario entre EEUU y Europa afectará de forma diferencial a múltiples aspectos de la actividad financiera. Entre otros, a la generación de márgenes de intereses bancarios, a la remuneración de la deuda, al atractivo de cada zona monetaria como destino de inversión y a los tipos de cambio. En este contexto, la banca española ha sido capaz de aumentar su capacidad de financiación y ha reforzado su solvencia. Sin embargo, la retirada progresiva de los estímulos financieros (préstamos con avales públicos, moratorias, etc.) y otras medidas de apoyo al sector empresarial (como los ERTE), abrirá paso en algunas empresas a posibles situaciones de morosidad que obligan a las entidades financieras a una gestión proactiva de su cartera de crédito.

En relación con el reto de la rentabilidad de la banca española, el margen de intermediación presenta una evolución poco favorable y con una acusada volatilidad. **Marta Alberni, Ángel Berges y María Rodríguez** explican que los buenos resultados de 2021 se han debido principalmente a factores que no son repetibles, como la menor necesidad de provisiones y los ingresos extraordinarios asociados a los procesos de integración bancaria. El artículo parte del escenario actual de presión a la baja sobre los ingresos financieros y cuantifica el impacto de las ventajosas condiciones que presentan las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), al permitir a las entidades financieras tomar financiación a tipos negativos, del -0,5 % o del -1,0 %. La diferencia entre el cumplimiento o no de las condiciones establecidas para beneficiarse de la financiación al -1% podría alcanzar un valor de hasta el 6% del margen de intereses.

Este Cuadernos de Información Económica 286 también incluye los artículos:

**Empresas zombis: análisis de las vulnerabilidades del sector empresarial en el contexto pos-COVID-19**

Fernando Rojas, Francisco del Olmo y Diego Aires

**Empresa y desigualdad: ¿hay que revisar la gobernanza de las empresas?**

Emilio Huerta

**Pandemia y comportamiento del seguro en España**

Ignacio Blasco, Daniel Manzano y Aitor Milner

**Evaluación para la mejora de la formación en educación financiera para universitarios**

Inmaculada Domínguez, Enrique Devesa, Robert Meneu, Borja Encinas y Beatriz Rosado