

La política monetaria, en la encrucijada

- Los bancos centrales deben subir los tipos a un ritmo suficiente para hacer frente a una inflación desbocada, sin provocar una fragmentación de los mercados financieros con la ampliación de los diferenciales de la deuda soberana
- El tensionamiento de la curva de tipos no sería solo dañino para la sostenibilidad de la deuda pública de algunos países, sino para la financiación, pública y privada

Madrid, 14 de julio de 2022.– La política monetaria se encuentra en una encrucijada. Ante una inflación que no podrá frenarse fácilmente, las acciones de los bancos centrales están siendo más agresivas de lo esperado con el potencial impacto en la economía, el sistema financiero, las cotizaciones de la deuda soberana y las relaciones entre estos últimos. [Cuadernos de Información Económica](#), publicación editada por **Funcas**, aborda este dilema, en particular el del Banco Central Europeo (BCE), desde diferentes ángulos.

Santiago Carbó y Francisco Rodríguez explican que las decisiones de los bancos centrales han sido más drásticas conforme se ha observado el carácter estructural de la inflación y la falta de confianza de consumidores y mercados sobre el tiempo que puede necesitarse para que la subida de precios remita. Para los autores, el ritmo de subida de los tipos de interés puede causar algunas dificultades por lo que debe llevarse a cabo con prudencia ya que los efectos sobre las curvas de rendimiento de los bonos públicos de la eurozona pueden ser especialmente dañinos no solo para la sostenibilidad de la deuda pública de algunos países, sino para las condiciones generales de financiación, pública y privada, porque pueda generarse una fragmentación de los mercados financieros. Los efectos sobre las entidades financieras actúan en una doble dirección. Por una parte, la subida de tipos podría mejorar el margen de intermediación, pero por otra, una inflación elevada y un entorno de incertidumbre abren incógnitas sobre la evolución de las tasas de crecimiento futuras que tendrían también un impacto en el negocio bancario.

En relación al BCE, **Erik Jones** señala que el reto llegará si el Consejo de Gobierno necesita pisar el acelerador en el proceso de normalización de la política monetaria. Para el autor, el problema de crear algún tipo de instrumento anti-fragmentación será cómo abordar sus implicaciones distributivas entre países y gobiernos y cuál será el grado de condicionalidad que podría comportar su aplicación para evitar situaciones de riesgo moral. Como posibles soluciones cita la redistribución de la reinversión del principal del Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) desde bonos con elevadas cotizaciones hacia bonos que sufren presiones en los mercados y la posibilidad de reforzar las compras de activos que sufren la especulación en los mercados, anticipando la venta

de posiciones de los que no la sufren. Jones apunta que las dos próximas reuniones del BCE van a ser cruciales para calibrar cuánto de lo prometido va a poder cumplirse.

El tensionamiento de las curvas de tipos de interés tiene importantes implicaciones para la banca. **Marta Alborni, Ángel Berges y María Rodríguez** explican que, por el lado positivo, el tensionamiento de los tramos largos de la curva anticipa un horizonte de subidas de tipos cortos que permite superar la "travesía por el desierto" de más de un lustro con los tipos en terreno negativo y con la consiguiente presión a la baja sobre los márgenes bancarios. En el otro lado de la balanza, ante una de subida de tipos, cabe anticipar dos efectos adversos: por un lado, su potencial impacto negativo sobre la capacidad de pago de hogares y empresas y, por tanto, sobre su morosidad futura y, por otro, las potenciales pérdidas de valor en las tenencias de deuda pública, si bien este tipo de impactos está muy lejos de asemejarse en los países avanzados a los que se produjeron durante la crisis financiera internacional. En términos de su peso sobre activos o del sesgo doméstico de la deuda soberana, la posición de la banca española es muy similar a la de la banca europea y se encuentra mitigada por una menor sensibilidad a la curva, así como en términos de menor afluencia contable en resultados.

También en el sector financiero se centra el artículo de **Joaquín Maudos**, que profundiza en la estructura de ingresos de la banca española y analiza los cambios de la misma en el contexto de tipos cero o negativos que han afectado a toda la banca europea. A tal efecto, cabe advertir sobre la baja rentabilidad de la banca en su negocio doméstico en España, situada, en lo que se refiere a la rentabilidad sobre recursos propios (ROE), incluso por debajo del coste de capital en los últimos años. Un factor clave ha sido el reducido margen de intereses, insuficiente incluso para cubrir los gastos de explotación, como consecuencia de los tipos de interés oficiales cero o negativos. Dicho margen alcanzó un mínimo histórico del 0,8% del activo en 2021. Ese contexto ha obligado a la banca a buscar fuentes alternativas de ingresos, como el aumento de la aportación de las comisiones, hasta representar el 31% del total de ingresos. También ha cambiado la composición de los ingresos por intereses, perdiendo relevancia los que aportan los préstamos y aumentando los de la renta fija; y de las comisiones bancarias, con pérdida de importancia de las que se generan por servicios de cobro-pago y aumento de las que aportan la comercialización de activos de terceros, como fondos y seguros. En comparación con la banca europea e incluyendo el negocio de las filiales en el exterior, España se caracteriza por un mayor peso de los intereses en su estructura de ingresos y un menor peso de las comisiones.

Eduardo Bandrés realiza una aproximación preliminar al conocimiento de los efectos de crisis en la desigualdad de rentas en España durante 2020, primer año de pandemia. Tomando los datos recientes de la *Encuesta de Condiciones de Vida*, el artículo pone de relieve el carácter determinante de las transferencias públicas (desempleo, ayudas a autónomos, incapacidad temporal) para corregir la mayor parte de la desigualdad asociada a la paralización de la actividad económica y a sus efectos sobre el empleo y los ingresos de los hogares. Con todo, la desigualdad de la renta disponible aumentó ligeramente en

GABINETE DE COMUNICACIÓN

Patricia Carmona

comunicacion@funcas.es

619 329 695

www.funcas.es

@FUNCASES

2020, especialmente por la caída de ingresos entre el 10% más pobre de la población, de la que forman parte principalmente trabajadores con bajos ingresos salariales, parados y población inactiva, entre los que predominan los jóvenes. El autor concluye que no puede atribuirse a la crisis pandémica la persistencia de situaciones de pobreza en España, sino a factores de carácter más estructural relacionados con bajos niveles educativos y de empleabilidad de una parte de la población, insuficiencia del sistema de rentas mínimas, escasez de ayudas a la familia y limitado importe de las pensiones no contributivas.

Este *Cuadernos de Información Económica* también incluye los artículos:

Las manufacturas españolas recuperan los ingresos y el empleo de prepandemia

María José Moral

El seguro español ante el cambio de entorno económico y financiero

Daniel Manzano y Aitor Milner