

1 de abril de 2022

La política monetaria del Banco Central Europeo en su nuevo marco estratégico*

Publicado en la Revista Economistas. España 2021. Un balance

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España**

**Las opiniones expresadas en este artículo reflejan las del autor y no necesariamente representan las opiniones del Banco Central Europeo y del Eurosistema.

*El artículo está cerrado con información a 6 de febrero de 2022 y no incorpora, por tanto, hechos posteriores a dicha fecha.

Resumen

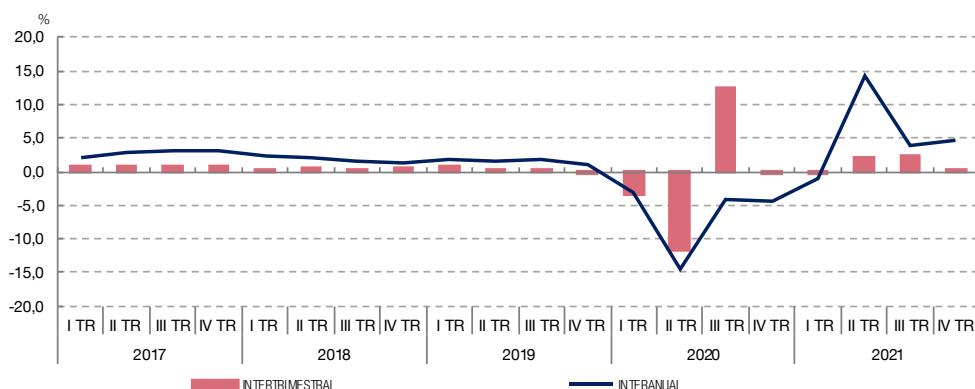
En materia de política monetaria, en el área del euro el año 2021 será recordado, en primer lugar, por la revisión de la estrategia del Banco Central Europeo (BCE), motivada por los cambios estructurales acaecidos en las últimas décadas. En el nuevo marco destacan la fijación de un objetivo de inflación a medio plazo del 2 %, entendido de manera simétrica, y el reconocimiento de las implicaciones del límite inferior efectivo de los tipos de interés para la conducción de la política monetaria. Sobre esta base, el BCE adaptó la orientación sobre la evolución futura de sus tipos de interés, o *forward guidance*, vinculando la futura primera subida de tipos de interés a las proyecciones de inflación y a la evolución observada de la inflación subyacente. En segundo lugar, 2021 destaca por la recuperación progresiva de la actividad tras la fuerte crisis generada por la pandemia y, sobre todo, por el intenso repunte de la inflación, muy superior y más persistente de lo inicialmente esperado. La política monetaria se adaptó progresivamente a este escenario. En este artículo se describen tanto la nueva estrategia de política monetaria del BCE como sus decisiones más recientes.

Introducción

A lo largo de 2021, tanto la actividad económica global como la del área del euro continuaron su recuperación, tras la severa contracción generada por la crisis pandémica. Sin embargo, la incertidumbre se mantuvo elevada. Así, a finales de 2021 fuimos testigos de una cierta ralentización económica, debido, entre otros factores, al alza de los precios de la energía, a la escasez de materiales y de mano de obra en determinadas industrias y a las nuevas restricciones por la aparición de otras variantes del COVID-19 (véase gráfico 1).

Gráfico 1

TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB. UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (UEM).



FUENTE: Eurostat. Nota: El dato del cuarto trimestre de 2021 es estimación "flash" preliminar.

En el terreno de los precios, 2021 destaca por el considerable repunte de la inflación, de carácter global, que está siendo más intenso y duradero de lo esperado inicialmente. Desde febrero hasta diciembre de 2021, la inflación general repuntó en el área del euro desde el 0,9 % hasta el 5 %, mientras que el aumento en España entre esas dos fechas fue aún más pronunciado: del -0,1 % al 6,5 %, tasas no vistas desde la entrada del euro y desde 1992, respectivamente (véase gráfico 2)¹.

¹ Para más detalles, véase Hernández de Cos, P. (2022), "El repunte de la inflación: un fenómeno más intenso y persistente de lo inicialmente previsto", Informe Económico y Financiero de ESADE Business School, de 23 de febrero de 2022.

Gráfico 2

CONTRIBUCIÓN DE LA ENERGÍA AL IAPC. UEM.



FUENTE: Eurostat.

El año 2021 destaca también por la finalización de la revisión de la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Una revisión que se inició a principios de 2020 para hacer frente a los desafíos generados por los cambios estructurales observados en las últimas décadas.

En este artículo, en primer lugar, se resume brevemente la nueva estrategia² y se explica la adaptación a esta de una de las principales herramientas, como es la orientación sobre la evolución futura de los tipos de interés, o *forward guidance*. En segundo lugar, se exponen las decisiones de política monetaria aprobadas durante 2021 y se discuten las perspectivas de futuro.

La nueva estrategia de política monetaria y la adaptación de la *forward guidance*

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) asigna al BCE el mandato primario de mantener la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro. Sin embargo, deja al criterio del BCE tanto la definición exacta de “estabilidad de precios” como la manera de conseguirla, lo que se conoce como la “estrategia de política monetaria”.

En 1998, el BCE definió la estabilidad de precios como un aumento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) del área del euro inferior al 2 %. Con posterioridad, clarificó en 2003 que, en búsqueda de la estabilidad de precios, se fijaba como objetivo una inflación inferior, aunque cercana, al 2 % en el medio plazo.

¿Por qué el BCE fijó un objetivo de inflación positivo y no cero, si su mandato es la estabilidad de precios? Principalmente, por tres motivos. En primer lugar, porque mantener una tasa de inflación positiva reduce la probabilidad de que los tipos de interés nominales se acerquen a su límite inferior como consecuencia de una perturbación desinflacionaria.

² Para más detalles sobre la revisión de la estrategia, véase el discurso de P. Hernández de Cos «[La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo](#)», del 17 de septiembre de 2021, IESE Business School, Barcelona.

Una segunda razón es que la inflación del IAPC puede estar sujeta a un sesgo positivo a la hora de medir el incremento real del coste de la cesta de consumo, por ejemplo, debido a mejoras en la calidad de los productos. Esto implica que una inflación cero en el IAPC significaría *de facto* una caída del nivel de precios.

Como tercer motivo, una tasa de inflación positiva en el área del euro en su conjunto deja margen para posibles diferencias entre las tasas de inflación de sus distintos países. Si la inflación objetivo del área del euro fuese cero, esto implicaría que, para compensar una inflación positiva en unos países, el resto de países se enfrentarían a tasas de inflación negativas, es decir, a una situación de deflación. Dado que, en entornos con rigideces a la baja en precios y salarios, la deflación suele llevar acarreados efectos negativos sobre la actividad económica y el empleo, el mantenimiento de una inflación positiva en el área del euro reduce el riesgo de deflación en una parte de la misma.

Para alcanzar este objetivo, el BCE utiliza como principal instrumento los tipos de interés oficiales a los que presta y toma depósitos de los bancos comerciales.

En la primera década del euro, y en un contexto de shocks principalmente inflacionarios, la inflación se mantuvo en niveles cercanos al objetivo. Esto ayudó a mantener bien ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos, y por tanto a establecer la credibilidad del BCE a la hora de cumplir con su mandato.

Con la llegada de la crisis financiera global en 2008, se inició una segunda fase dominada por presiones desinflacionarias que, con el tiempo, terminaron generando una tendencia a la baja en la inflación. Durante esta fase, el BCE mantuvo una política de bajos tipos de interés en un intento de estimular la economía y la inflación. Sin embargo, la existencia del límite inferior de los tipos de interés, al que me referiré más adelante, ha restringido la capacidad del BCE para actuar. Esta limitación, junto con la caída persistente en la inflación y los signos incipientes de desanclaje en las expectativas de inflación a largo plazo, llevaron al BCE a implementar a partir de 2014 medidas no convencionales de política monetaria, como las compras de activos a gran escala o las operaciones de refinanciación a más largo plazo. Pese a la implementación decidida de todas estas medidas, la inflación se mantuvo, no obstante, por debajo de su objetivo de forma persistente.

¿Por qué los tipos de interés históricamente bajos de la última década no han sido suficientes para situar la inflación en torno a su objetivo? Para responder esta pregunta, es necesario entender los conceptos de tipo de interés natural y límite inferior.

En primer lugar, para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, el banco central influye sobre el nivel de los tipos de interés a los que se financian los distintos agentes económicos. Si bien el banco central controla el tipo de interés nominal, el tipo de interés relevante para las decisiones de gasto de familias y empresas es el tipo de interés “real” —es decir, el nominal menos la inflación esperada.

Dado que los precios de bienes y servicios son parcialmente rígidos, el banco central puede afectar al tipo de interés real ajustando los tipos nominales. El manual del banquero central prescribe que, en un entorno de sobrecaleamiento de la economía y presiones al alza en precios y salarios, el banco central debe elevar los tipos nominales por encima de las expectativas de inflación, endureciendo los tipos reales y enfriando la economía. Y a la inversa durante una recesión.

Pues bien, el modelo básico de política monetaria establece que, para cumplir con su objetivo de inflación, el banco central ha de mantener los tipos de interés reales en un nivel conocido como “tipo de interés natural”, definido como el tipo de interés real que mantiene el PIB en su nivel potencial y la inflación estable en su nivel objetivo. Por tanto, el banco central tenderá a ajustar en el tiempo su tipo de interés nominal en línea con las variaciones en el tipo natural.

Aunque no se puede observar directamente, las estimaciones disponibles muestran que, en las últimas décadas, se ha producido una progresiva caída del tipo de interés natural en las economías avanzadas. Esta caída se atribuye principalmente a factores estructurales que han modificado el equilibrio entre oferta de ahorro y demanda de inversión, empujando así a la baja los tipos de interés de equilibrio. Entre estos factores cabe destacar los desarrollos demográficos (como el aumento en la esperanza de vida, que incentiva el ahorro de los trabajadores de cara a la jubilación), la caída en el crecimiento tendencial de la productividad (que reduce la demanda de crédito para financiar proyectos de inversión) o el aumento de la desigualdad (en tanto las rentas más altas suelen tener una mayor propensión al ahorro). Dado que estas tendencias son en principio de largo plazo, lo esperable es que el tipo de interés natural se mantenga en niveles bajos durante los próximos años.

La consecuencia de este fenómeno es que, para estabilizar la inflación, los tipos de interés reales, y por tanto también los nominales, deben ser ahora más bajos que hace dos o tres décadas.

El problema reside en que los tipos de interés nominales no pueden descender en terreno negativo todo lo que sería deseable, debido a la existencia de un «límite inferior» a ellos³, que introduce una asimetría en la conducción de la política monetaria. Esta asimetría hace que la política monetaria sea potencialmente muy efectiva en su lucha contra la inflación, pero no tanto en su lucha contra la deflación o incluso contra una inflación persistentemente baja.

Las medidas “no convencionales” intentan precisamente minimizar el problema del límite inferior incidiendo en los tramos medios y largos de la curva de tipo de interés, o incentivando la oferta de crédito bancario a la economía real. Estas medidas han sido eficaces a la hora de apoyar la inflación del área del euro, pero no lo han sido lo suficiente para evitar que esta se haya mantenido persistentemente por debajo del objetivo del BCE en los últimos años.

La definición del objetivo de inflación en la anterior estrategia amplificaba los problemas asociados con este límite inferior, dado que el concepto de “inferior, pero cercano, al 2 %” era susceptible de ser interpretado como un límite superior, de forma que la respuesta de la política monetaria fuera más contundente ante desviaciones de la inflación por encima del objetivo que por debajo. Esta posible percepción, junto con la indefinición acerca del valor exacto del objetivo, no favoreció el anclaje de las expectativas de inflación en niveles cercanos al 2 % una vez los tipos se situaron cercanos al límite inferior.

³ El límite inferior de los tipos de interés se entiende como aquel por debajo del cual un banco central no puede reducir sus tipos de interés sin causar distorsiones potencialmente significativas en el funcionamiento del sistema financiero, lo cual tendría efectos perjudiciales sobre el conjunto de la economía.

Esta motivación, junto con los desafíos asociados a otras transformaciones estructurales acaecidas en las últimas décadas (tales como la globalización, la digitalización o el cambio climático), llevaron al BCE a iniciar en enero de 2020 una revisión exhaustiva de su estrategia de política monetaria. El 8 de julio de 2021, el BCE presentó los resultados de esta revisión.

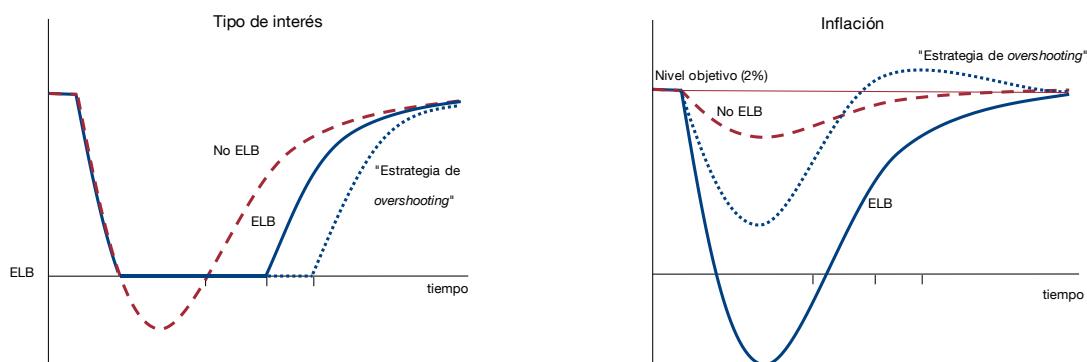
Entre las principales novedades destaca la adopción de un nuevo objetivo de inflación del 2 % a medio plazo, de carácter simétrico, en el sentido de que desviaciones positivas o negativas de la inflación con respecto al objetivo se consideran igualmente indeseables. De esta forma, se elimina cualquier posible indefinición y la posible percepción de asimetría del anterior objetivo. Además, la sustitución de un objetivo que, pese a su indefinición, era en cualquier caso inferior al 2 % por uno de exactamente el 2 % supone elevar *de facto* dicho objetivo, lo cual debería contribuir a elevar el nivel medio de la inflación y de los tipos de interés nominales, y por tanto a reducir la frecuencia con la que el límite inferior restrinja la actuación del BCE en el futuro.

En segundo lugar, para mantener esa simetría, y en reconocimiento de la importancia del límite inferior de los tipos de interés, la nueva estrategia establece que, cuando la economía se aproxima a dicho límite, son necesarias medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes para evitar que se afiancen las desviaciones negativas respecto al objetivo de inflación. Se indica asimismo que esto podría implicar un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo a medio plazo del 2 % (*overshooting*) (véase gráfico 3). En cuanto a los instrumentos de política monetaria, la nueva estrategia confirma los tipos de interés oficiales del BCE como el principal instrumento para la conducción de su política monetaria, si bien establece que se continuarán utilizando, según proceda, la *forward guidance*, las compras de activos y las operaciones de financiación a más largo plazo, y deja abierta la posibilidad de introducir nuevos instrumentos si fuera necesario para la consecución de su objetivo.

Gráfico 3

FUNCIONAMIENTO DE LA ESTRATEGIA DE OVERSHOOTING

Un banco central, al señalar su disposición a permitir desviaciones temporales de la inflación por encima de su objetivo (*overshooting*) puede generar expectativas de aumento de inflación en un futuro, reduciendo con ello los tipos de interés reales en un contexto de tipos restringidos por su límite inferior (ELB).



FUENTE: Elaboración propia. Nota: ELB (Effective Lower Bound) se refiere al límite inferior efectivo de los tipos de interés.

La nueva estrategia confirmó la orientación a medio plazo del objetivo de inflación, la cual ofrece flexibilidad para responder de forma adecuada ante las desviaciones de la inflación respecto a su objetivo en cada contexto específico, en función de cuáles sean el origen, la magnitud y la persistencia de dicha desviación. La orientación a medio plazo permite

también tener en cuenta el hecho de que el efecto de las decisiones de política monetaria sobre la inflación no es inmediato, sino muy gradual.

En cuanto a la medición de la inflación, se confirma que el IAPC es el indicador más apropiado para evaluar la estabilidad de precios, pero se reconoce la conveniencia de incorporar algunos de los costes relacionados con la vivienda en régimen de propiedad. No obstante, debido a su dificultad técnica, este proceso podría demorarse varios años. Mientras tanto, el BCE tendrá en cuenta en sus evaluaciones de política monetaria, además del IAPC, otras medidas de inflación que estimen el coste de la vivienda en régimen de propiedad.

La revisión también incluye un plan para seguir incorporando consideraciones climáticas en el marco de la política monetaria⁴. Dicho plan incluye el desarrollo de modelos macroeconómicos para evaluar las implicaciones del cambio climático, así como de nuevos indicadores para el análisis de riesgos climáticos; la adaptación de su marco operativo en lo referente a la divulgación de información sobre sostenibilidad medioambiental como requisito para la admisión de activos de garantía y para las compras de bonos corporativos; la adopción de otros criterios de cambio climático en estos dos últimos ámbitos, y la evaluación de los riesgos asociados al cambio climático en el balance del Eurosistema.

Tras el anuncio de la revisión de la estrategia, el BCE modificó su política de *forward guidance* para adaptarla a esta, en un contexto en el que se consideraba que el BCE se encontraba precisamente muy cerca del límite inferior del tipo de interés⁵ y la inflación se había mantenido por debajo del objetivo durante un período prolongado.

Así, según la nueva formulación, el Consejo de Gobierno del BCE prevé subir sus tipos de interés solo cuando se hayan cumplido tres condiciones. En primer lugar, ha de observar «que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección»⁶. En segundo lugar, la inflación debe situarse en el 2 % «[...] de forma duradera en el resto de dicho horizonte». En tercer lugar, ha de considerar «que el progreso realizado de la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo». Estos tres requisitos buscan evitar un endurecimiento prematuro de la política monetaria en respuesta a un aumento de la inflación por encima del objetivo que se considere transitorio o que se deba a sus componentes más exógenos y volátiles, como los precios de la energía⁷.

⁴ Véase la nota de prensa del BCE «[El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria](#)», del 8 de julio de 2021.

⁵ Los tipos de interés del BCE se situaban en el -0,5 % en el caso del tipo de la facilidad de depósito, y en el 0 % y el 0,25 % en el caso del tipo de interés de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito, respectivamente.

⁶ Como ha explicado la presidenta del BCE, Christine Lagarde, la expresión «bastante antes» puede interpretarse como el punto medio de nuestro horizonte de proyección.

⁷ Además, la nueva *forward guidance* indica que el cumplimiento de estas tres condiciones «también podría implicar un período transitorio en el que la inflación sea moderadamente superior al objetivo», reiterando así lo establecido en la nueva estrategia.

En definitiva, la nueva *forward guidance* sobre los tipos de interés del BCE está intrínsecamente ligada a las perspectivas de la inflación del área del euro y a su dinámica subyacente⁸.

Asimismo, la *forward guidance* también vincula el horizonte de las compras netas de activos al de la subida de tipos de interés. En particular, se establece que las compras netas finalizarán poco antes de que comiencen a subir los tipos de interés oficiales.

Decisiones recientes de política monetaria: ajuste del estímulo monetario y mantenimiento de la flexibilidad

Tras la reacción extraordinaria de la política monetaria desde el inicio de la crisis de la pandemia —que, entre otras medidas, implicó el lanzamiento de distintas operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y la creación y posterior ampliación del denominado «programa de compras de emergencia frente a la pandemia» (PEPP, por sus siglas en inglés)—, su desarrollo en 2021 se ajustó a lo anunciado en 2020, que establecía que la duración del PEPP se extendería hasta marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que se considerara contrarrestado el efecto de la pandemia sobre la tendencia de la inflación, y que las compras mensuales se ajustarían de forma flexible para mantener unas condiciones de financiación favorables, de acuerdo con un análisis conjunto en cada momento de la evolución de estas y de las perspectivas de inflación.

Así, en marzo de 2021 se decidió aumentar los volúmenes de compras mensuales del PEPP de manera significativa, mientras que, en septiembre, se redujo ligeramente el ritmo de compras netas.

Con todo, el reto más relevante ha surgido del fuerte repunte de la inflación en la segunda parte del año, que está mostrando, además, una intensidad y persistencia mayor de lo esperado.

Detrás del incremento generalizado del ritmo de variación de los precios se pueden identificar, fundamentalmente, tres factores. En primer lugar, la tasa de variación interanual de los precios de consumo estuvo empujada al alza por un efecto base positivo a partir de marzo de 2021 derivado de la dinámica moderada, o incluso caída, de los precios durante las primeras olas de la pandemia. Parte de este efecto vino también inducido por cambios en la imposición indirecta, particularmente la reducción del IVA alemán durante la segunda mitad de 2020. En conjunto, estos factores explicarían algo más de la cuarta parte del incremento de la inflación durante 2021, mientras que su contribución habría desaparecido a principios de 2022.

El segundo factor que explica el repunte de la inflación observado en 2021 está relacionado con la intensa recuperación de la demanda global tras los peores momentos de la pandemia. Dado que numerosos procesos productivos no han sido capaces de proporcionar con prontitud la oferta que equilibre ese fuerte aumento de la demanda, han

⁸ Esta orientación evita, por tanto, compromisos incondicionales de cambios de tipos en fechas concretas, como prescribiría la variante de *forward guidance* «basada en un calendario concreto». Para mayor detalle de la nueva *forward guidance* anunciada por el Consejo de Gobierno en julio de 2021, véase, por ejemplo, el discurso de Philip R. Lane «*The new monetary policy strategy: implications for rate forward guidance*», del 19 de agosto de 2021.

surgido lo que llamamos “cuellos de botella”, lo que ha redundado en un encarecimiento significativo de un conjunto amplio de bienes intermedios.

El tercer factor es el aumento, de una magnitud sin precedentes, de los precios de la electricidad en los mercados mayoristas europeos, que se explica, principalmente, por el fuerte incremento del precio del gas desde comienzos de 2021 y, en menor medida, por el de los precios de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero. Más recientemente se ha producido también un incremento de los precios del petróleo.

La naturaleza de los tres factores mencionados sugiere que, en ausencia de perturbaciones adicionales, el repunte de la inflación debería perder intensidad a lo largo del tiempo. En primer lugar, los efectos base relacionados con la pandemia dejarán de ser relevantes a partir de la primavera de este año. En segundo lugar, a medida que la oferta global se vaya adaptando a la demanda existente, cabe esperar que se produzca una corrección de los aumentos de costes relacionados con los cuellos de botella. Por último, en cuanto a la energía, quizá sea este el ámbito en el que las incertidumbres sean más notables, dada la elevada intensidad de las tensiones geopolíticas globales, que podrían resultar en un mantenimiento de precios altos de esa fuente de energía.

Así, la mayoría de las previsiones de los analistas y de los indicadores de opinión apuntan a tasas de variación de los precios de consumo del conjunto del área del euro que se mantendrían elevadas en 2022 pero que se situarían cercanas al 2% en 2024. Por su parte, los indicadores de mercado relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles cercanos al 2 %.

En todo caso, sobre este escenario de normalización gradual de la inflación planean algunas incertidumbres no desdeñables que podrían hacer que las presiones alcistas se prolongaran durante un período temporal mayor.

La primera de ellas surgiría de una eventual prolongación del encarecimiento de costes — por ejemplo, por la demora en la resolución de los cuellos de botella o porque se alarguen las dificultades para el normal aprovisionamiento de gas en Europa como consecuencia de esas tensiones geopolíticas. Ello reduciría las posibilidades de que los márgenes empresariales puedan seguir absorbiendo estos aumentos de costes de los inputs intermedios y se produzca una mayor filtración a los precios finales de consumo. Esta traslación ha sido claramente creciente entre las diferentes partidas del IAPC en el último año.

Un segundo foco de incertidumbre surge de una eventual realimentación entre los aumentos de los precios y los de los salarios (lo que se conoce como «efectos de segunda vuelta»). Una prolongación de la etapa de elevada inflación podría acabar reflejándose en las demandas retributivas. Es decir, ha aumentado la probabilidad de que estos efectos se produzcan, sobre todo, porque la media de la inflación será también elevada este año y, por tanto, será también muy relevante la negociación colectiva no solo este año sino también el siguiente. Además, están apareciendo algunos indicios de escasez de mano de obra que estarían afectando a un número creciente de ramas productivas, lo que podría reforzar mayores exigencias salariales en el futuro.

En este sentido, todo esto nos hace pensar que los riesgos para nuestro escenario para la inflación están sesgados al alza, sobre todo en el corto plazo.

De hecho, es altamente probable que se produzca una nueva revisión significativa del escenario de inflación para 2022, como resultado de las sorpresas en diciembre y enero, muy significativas, y una evolución de los precios energéticos muy superior a la observada entonces. Esto aumenta también la probabilidad de efectos de segunda ronda y, por tanto, tampoco cabe descartar un incremento de la inflación esperada a medio plazo. En todo caso, el escenario central es uno en el que la probabilidad de que la inflación se estabilice en el entorno del 2% en el medio plazo es hoy mayor.

Desde una perspectiva más estructural, no es evidente que se haya truncado la tendencia desinflacionista observada con anterioridad a la pandemia. Esta tendencia se asoció, frecuentemente, a fenómenos tales como los desarrollos demográficos, la globalización, la automatización de procesos productivos o la expansión del comercio electrónico, procesos que habrían contribuido durante la década previa a esta crisis a moderar las demandas salariales de los trabajadores y la capacidad de las empresas de expandir sus márgenes. Algunos de esos procesos se han visto incluso reforzados por las consecuencias de la pandemia, como la automatización y digitalización de tareas, en tanto que otros, como el envejecimiento poblacional, no se habrían visto afectados ni en uno ni en otro sentido.

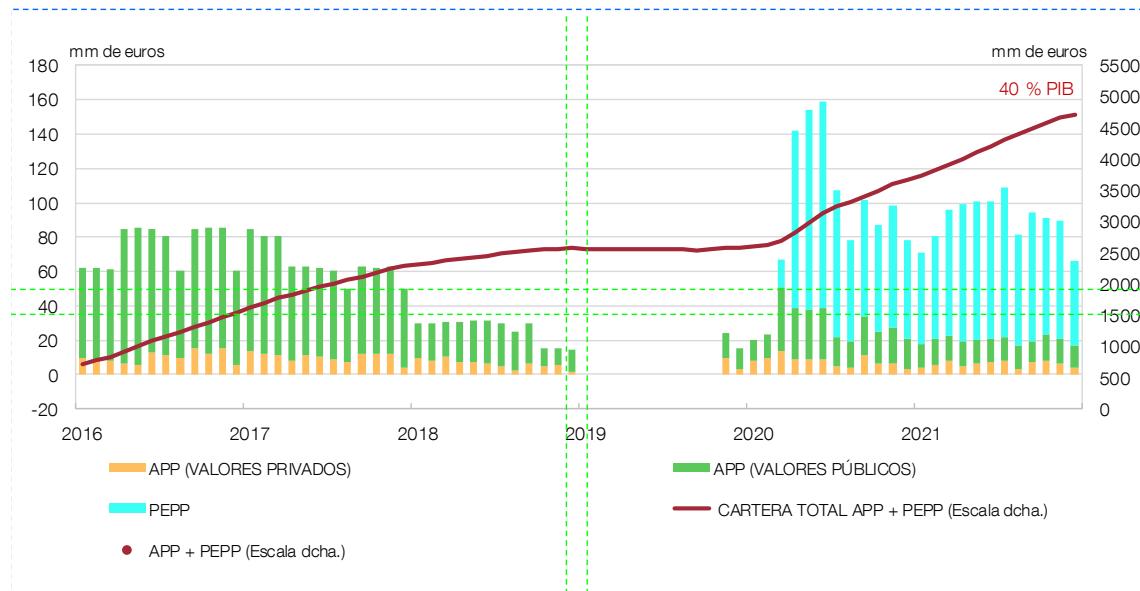
Con respecto al papel de la política fiscal, es concebible que las inversiones asociadas al NGEU puedan ejercer un impulso adicional sobre la actividad, y en concreto sobre la demanda de determinados bienes y perfiles profesionales, con el consiguiente efecto positivo sobre algunos precios y salarios. Pero, no obstante, lo más probable es que prevalezcan los efectos desinflacionistas derivados del proceso de consolidación fiscal gradual al que casi de forma inevitable obligará el deterioro del déficit de las Administraciones Públicas observado durante la pandemia, lo que tendrá un impacto de signo negativo sobre el crecimiento económico y la inflación.

Si bien hay dos aspectos que podría ir en la dirección contraria. En primer lugar, la globalización de los intercambios comerciales podría quizás sufrir una ralentización, o incluso un retroceso, a raíz de esta crisis. No es descartable que, tras la pandemia, la preferencia por el ahorro de costes inducido por la deslocalización de la producción disminuya en favor de una mayor seguridad en los suministros.

En segundo lugar, está cobrando creciente importancia una fuerza que podría ejercer presiones inflacionistas de naturaleza estructural. Se trata de las consecuencias de la lucha contra el cambio climático, que desincentiva las inversiones en las ramas productoras de energías fósiles y presiona al alza el coste de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero, lo que, previsiblemente, encarecerá, durante un período de transición, los costes de generación de energía.

En este contexto, en diciembre de 2021, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que reduciría escalonadamente el ritmo de nuestras compras de activos durante los siguientes trimestres y pondría fin a las compras netas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) a final de marzo (véase gráfico 4), al considerarse que el programa ya había logrado el objetivo de contrarrestar el impacto de la pandemia sobre la inflación a medio plazo.

Gráfico 4
PROGRAMA DE COMPRA DE VALORES (APP+PEPP)



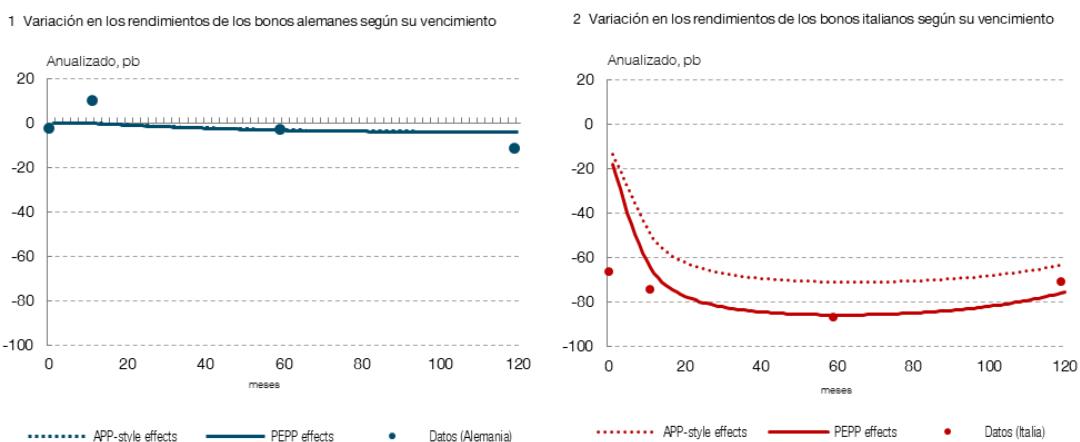
Al mismo tiempo, dado que la flexibilidad en la distribución de las compras de activos bajo el PEPP ha sido clave para abordar los problemas de fragmentación financiera entre países y hacer, por tanto, que la acción del BCE sea más eficaz⁹ (véase gráfico 5), el Consejo de Gobierno tomó una serie de medidas destinadas a preservar esta flexibilidad después del final de las compras netas del PEPP. Así, en el hipotético caso de episodios de fragmentación relacionados con la pandemia, las reinversiones del PEPP podrán ajustarse de manera flexible en el tiempo, entre clases de activos y entre jurisdicciones¹⁰. En paralelo, se amplió un año el horizonte de reinversión de los vencimientos de los valores adquiridos bajo el PEPP, hasta al menos el final de 2024.

⁹ Véase Costain, Nuño y Thomas (2021), quienes estudian los canales de transmisión y el impacto de las compras del PEPP en las curvas de rendimiento soberano de diferentes países del área del euro. Para un análisis de los efectos macroeconómicos y financieros del PEPP, véanse Aguilar *et al.* (2020) y Banco de España (2020 y 2021).

¹⁰ Asimismo, las compras netas en el marco del PEPP también podrían reactivarse si fuera necesario para contrarrestar perturbaciones negativas como consecuencia de la pandemia.

Gráfico 5

IMPACTO ESTIMADO DE LA FLEXIBILIDAD DE LAS COMPRAS DE ACTIVOS



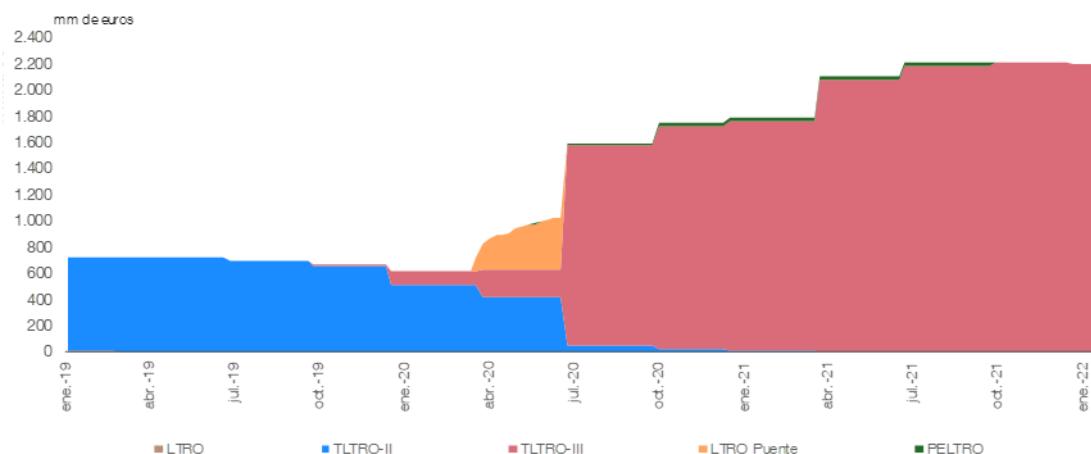
FUENTE: Estimaciones del impacto del anuncio del PEPP el 18 de marzo de 2020 sobre los rendimientos de los bonos alemanes e italianos, basadas en el modelo de Costain, Nuño y Thomas (2021), "The Term Structure of Interest Rates in Heterogeneous Monetary Union", de próxima aparición en la serie de Documentos de Trabajo del Banco de España.

Además, se mantuvo como referencia clave de la evolución futura de la política monetaria la *forward guidance*, que condiciona el primer incremento de los tipos de interés a la evolución y a las previsiones de inflación en cada momento. En concreto, la *forward guidance* contiene un compromiso fundamental, y es que solo se subirán los tipos de interés cuando se hayan cumplido tres condiciones: que la inflación subyacente observada sea compatible con una convergencia en el objetivo del 2 %, que la inflación prevista a medio plazo alcance el 2 % y que la inflación esperada en el punto intermedio del ejercicio de previsión (unos 18 meses) también alcance el 2 %. Es en ese sentido condicional en el que debe entenderse la *forward guidance*. Asimismo, se confirmó que las compras netas del APP continuarán hasta poco antes del momento en que comiencen a subir los tipos de interés oficiales.

Respecto a las TLTRO, que han sido esenciales para facilitar el acceso al crédito bancario durante la crisis¹¹ (véase gráfico 6), el Consejo de Gobierno anunció que espera que las condiciones especiales aplicables a las TLTRO III terminen en junio de 2022 y que seguiría vigilando las condiciones de financiación para asegurar que sus vencimientos no obstaculicen la transmisión fluida de la política monetaria.

¹¹ Andreeva y García-Posada (2021) estiman el impacto de las TLTRO en las políticas de préstamos de los bancos del área del euro. Para más detalles sobre la evolución de la financiación a empresas y a hogares en el contexto de la crisis del COVID-19, véanse Alves *et al.* (2020) y Alves *et al.* (2021).

Gráfico 6
OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA (SALDOS VIVOS)



FUENTE: Banco Central Europeo. Última observación: 14/01/2022.

De cara al futuro, de la discusión anterior se desprende que la evolución de la inflación va a depender de numerosos factores, sobre cuyo signo neto existe una elevada incertidumbre y en el que las políticas económicas y el papel de los agentes económicos serán fundamentales.

Así, se antojan cruciales los pactos entre los agentes sociales¹². Los intentos de empresas y trabajadores de trasladarse mutuamente la disminución de rentas reales derivadas del incremento de los precios, mediante mayores alzas de precios y salarios serían estériles, porque solamente resultarían en mayores tasas de inflación y mayores rentas nominales, pero el poder de compra de estas no aumentaría y, a cambio, se produciría un empeoramiento de la competitividad exterior que no haría sino reforzar la disminución del poder de compra del conjunto de agentes de la economía nacional.

En este sentido, es importante evitar indiciaciones automáticas y, por el contrario, ligar los incrementos de salarios con la evolución de la productividad y de la demanda a nivel empresa. Sabemos que la crisis ha afectado de manera distinta a los diferentes sectores y empresas y también que nos enfrentamos a una reasignación de recursos entre sectores y empresas, por cambios de consumo tras la pandemia o por la lucha contra el cambio climático, que requerirá que los salarios y precios relativos jueguen un papel relevante en favorecer esta reasignación.

En cuanto a la política fiscal, resulta importante compensar a quienes este episodio inflacionista está dejando en una situación más vulnerable. Es, en este contexto, en el que España, al igual que otros países de su entorno, han aprobado medidas para aliviar el impacto del encarecimiento de la energía para las capas poblacionales con menores rentas, que, además, son aquellas más golpeadas por ese fenómeno, ya que los consumos energéticos pesan más dentro de su cesta de bienes y servicios. Adicionalmente, son estos

¹² Véase la comparecencia del gobernador ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2022 de 25 de octubre de 2021.

hogares los que fueron capaces de acumular un menor volumen de ahorro durante la crisis, por lo que disponen ahora también de un menor colchón para amortiguar el encarecimiento de la energía.

Al mismo tiempo, es preciso que esas medidas sean diseñadas cuidadosamente, de modo que se focalicen en quienes verdaderamente lo necesitan, para que no supongan una carga difícil de asumir para las maltrechas finanzas públicas y para que minimicen las distorsiones de las señales de mercado proporcionadas por los precios. Además, un impulso fiscal generalizado podría ser contraproducente desde la perspectiva de la evolución de la inflación, ya que podría ejercer una presión adicional sobre los cuellos de botella ya existentes, que se terminaría filtrando a presiones sobre los precios.

En cuanto a la política monetaria, en el contexto actual de elevada incertidumbre, esta necesita mantener, más que nunca, la flexibilidad y las opciones abiertas en su manejo. De hecho, el Consejo de Gobierno del BCE ha reiterado que está preparado para ajustar todos sus instrumentos, según proceda, para asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo.

Además, se mantiene como referencia clave de la evolución futura de la política monetaria nuestra *forward guidance*, que condiciona, como señalaba con anterioridad, el primer incremento de los tipos de interés a la evolución y a las previsiones de inflación en cada momento. Esta orientación no solo condiciona la primera subida de los tipos de interés, sino también la finalización de las compras netas en los programas de compras de activos (APP), dado que hemos anunciado que estas durarán hasta poco antes de que subamos los tipos de interés. La probabilidad de que estas condiciones se cumplan ahora antes de lo inicialmente previsto es claramente mayor.

En tercer lugar, en este contexto de incertidumbre y con expectativas de inflación de medio plazo que no muestran riesgos de desanclaje al alza respecto a nuestro objetivo simétrico del 2%, y con los salarios creciendo todavía de manera moderada, cualquier normalización de la política debe ser muy gradual. En este sentido, todas nuestras medidas de tipos de interés nominales neutrales de la economía son muy reducidas, lo que abunda en la necesidad de mantener ese gradualismo. Y, en un contexto de elevada incertidumbre, incluido de carácter geopolítico, la política monetaria no puede añadir más incertidumbre a este escenario, con cambios bruscos. Hay que tener en cuenta, además, que el concepto de medio plazo es también dependiente del shock al que esté sometida la economía. Ante un shock de oferta energética, se puede considerar que este sea más largo, en línea también con la dificultad de la política monetaria de afrontar esta perturbación. Un endurecimiento prematuro llevaría a un efecto adicional negativo a la caída de rentas reales provocado por el shock.

En definitiva, la dirección de la actuación de la política monetaria a futuro está clara pero no hay que precipitar conclusiones sobre su calendario. Debe ser gradual y dependiente de los datos.

Finalmente, es importante subrayar la importancia de evitar episodios de fragmentación financiera en el área que dificulten la transmisión de nuestra política monetaria a toda el área. La crisis y la recuperación es todavía muy heterogénea por países y sectores, así que

los riesgos de fragmentación son reales. Por eso, en diciembre decidimos usar las reinversiones de nuestro programa pandémico para luchar contra este riesgo y extenderlas al menos hasta finales de 2024. Lo importante es ahora usar esa flexibilidad de manera proactiva y analizar si es suficiente para garantizar una transmisión homogénea de nuestra política monetaria.

En definitiva, la política monetaria, como el resto de las políticas económicas, debe permanecer atenta ante los eventuales desarrollos futuros. Aunque la situación actual dista mucho de la que caracterizó a la crisis de precios del petróleo de la década de los años setenta del siglo pasado, las enseñanzas adquiridas entonces, cuando los daños que se derivaron de la tolerancia hacia tasas de inflación elevadas fueron grandes y duraderos, no deben ignorarse. La probabilidad de un escenario parecido al de entonces es reducida, pero aquel episodio ha de servir de recordatorio de que las autoridades económicas deben ser cuidadosas a la hora de trazar el necesario equilibrio entre proporcionar un apoyo paciente a la recuperación y, al mismo tiempo, preservar la capacidad de actuar con rapidez si se considera necesario.