

**27 de mayo de 2022**

## **Normalizar la política monetaria del BCE**

Publicado en Expansión

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

---

Desde mediados de 2021, la inflación ha mantenido una clara tendencia alcista. Esta tendencia se ha intensificado en los últimos meses, como consecuencia, principalmente, de la guerra en Ucrania. En el área del euro, la inflación alcanzó un 7,5 % en abril de 2022, lo que supone el valor máximo desde su creación. Aunque la mayor parte de este incremento se ha debido al repunte de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos, la inflación subyacente, que refleja los precios más estables, también se ha elevado de forma apreciable, hasta situarse en el 3,5 %.

El consenso de las proyecciones macroeconómicas anticipa que la inflación se mantenga elevada en los próximos meses, pero que, con posterioridad, en ausencia de nuevas perturbaciones inflacionistas, se desacelere progresivamente hacia niveles compatibles con el objetivo del Banco Central Europeo (BCE), del 2 %. Los indicadores de expectativas de inflación a medio y a largo plazo basados en los mercados financieros y en encuestas a expertos se sitúan también en el entorno del 2 %.

No obstante, los riesgos al alza en torno a estas perspectivas han aumentado. La intensificación de las presiones inflacionistas en los últimos meses eleva la probabilidad de que se agudicen los efectos indirectos y de segunda ronda. Los primeros se producen cuando los aumentos en los costes energéticos acaban trasladándose a los precios del resto de bienes y servicios, y los segundos, cuando las rentas se revisan conforme a la inflación, para intentar evitar la pérdida de poder adquisitivo, generándose nuevas presiones inflacionistas. Si bien estos efectos no se han materializado de manera acusada por el momento, existen indicios de revisiones de las expectativas de inflación en el medio plazo por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento. Por el contrario, la guerra está generando un efecto negativo sobre el crecimiento económico, de intensidad incierta, que podría reducir las presiones inflacionistas en el medio plazo.

En este contexto, el BCE ha iniciado el proceso de normalización de la política monetaria, desde un punto de partida caracterizado por un grado de acomodación extraordinario. Antes de la pandemia, el BCE mantenía unas condiciones financieras muy holgadas a través del programa de compras de activos (APP) y de tipos de interés negativos. El objetivo era impulsar una inflación, que se había mantenido persistentemente por debajo del 2 %, a niveles cercanos a nuestro objetivo. Durante la pandemia, con el fin de luchar contra el riesgo de fragmentación financiera y las tendencias deflacionistas generadas, el BCE

desplegó, entre otras medidas, el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). Este programa ha resultado fundamental para mantener unas condiciones financieras muy favorables durante la crisis y minimizar su impacto sobre familias, empresas y sector público en todos los países del área.

La actuación del BCE se enmarca en la nueva estrategia que aprobamos en 2021, que establece un objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo, de carácter simétrico. La simetría implica que nos comprometemos a combatir las desviaciones tanto al alza como a la baja con respecto al objetivo. La orientación a medio plazo implica que nuestras decisiones vienen condicionadas por la inflación prevista a un horizonte de dos o tres años.

*“Actuaremos con total flexibilidad y adoptaremos las medidas necesarias para cumplir nuestro mandato”*

En ese momento, este marco se concretó en el compromiso (*forward guidance*) de supeditar el eventual primer incremento de los tipos de interés a tres condiciones: 1) que la inflación esperada se sitúe en el 2 % en un horizonte de 18 meses; 2) que se mantenga en el 2 % en el medio plazo, y 3) que la evolución de la inflación subyacente sea compatible con una inflación que se estabiliza en el 2 % a medio plazo. Las compras netas del APP también se ligan a estas condiciones, al señalar que los tipos de interés solo aumentarán algún tiempo después del fin de las compras.

*“El proceso de incremento de los tipos de interés debe ser gradual; se trata de evitar movimientos abruptos”*

Con esta estrategia, se justifica ahora una retirada progresiva del extraordinario estímulo monetario: las expectativas de inflación a horizontes intermedios y en el medio plazo se sitúan en el entorno del 2 %, la inflación subyacente está claramente por encima del 2 % y existen riesgos de desviación al alza sobre las proyecciones. En el proceso de normalización, una de las referencias que podrían servir de guía es el nivel del tipo de interés natural, definido como aquel que mantiene la inflación estable en su objetivo. Las estimaciones disponibles, sujetas a elevada incertidumbre, lo sitúan en valores reducidos en el área del euro, en el entorno o ligeramente por encima del 1 %, lo que apuntaría a que, hasta que no se alcancen esos niveles, el tono de la política monetaria seguiría siendo expansivo.

Así, en marzo finalizamos las compras netas del PEPP y anunciamos que las del APP concluirán en el tercer trimestre. En mi opinión, dado que las perspectivas de inflación son coherentes con el cumplimiento de las condiciones de nuestra *forward guidance*, esta finalización debería tener lugar a comienzos del trimestre, para proceder, poco después, al primer incremento de los tipos de interés. En los siguientes trimestres, se podría proceder a sucesivos incrementos adicionales, hasta, por ejemplo, alcanzar niveles acordes con el tipo de interés natural, si se mantienen las perspectivas de inflación de medio plazo en torno a nuestro objetivo.

El proceso de incremento de los tipos de interés debe ser gradual. Se trata de evitar movimientos abruptos, que podrían ser particularmente perjudiciales en un contexto de elevada incertidumbre como el actual. Para poder adoptar este enfoque gradual, resulta

fundamental que las expectativas de inflación se mantengan ancladas y que no se materialicen efectos indirectos y de segunda ronda de una magnitud que pudiera poner en riesgo ese anclaje.

No tenemos una pauta de normalización prefijada. Nuestras decisiones dependerán de la información que vayamos recibiendo, dado que la incertidumbre actual afecta a aspectos tan relevantes para la inflación futura como el desarrollo del conflicto bélico, la resolución de los cuellos de botella en la producción y en el transporte internacional, el grado de materialización de los efectos de segunda ronda, las dinámicas de la globalización o las políticas energéticas y de lucha contra el cambio climático.

Actuaremos con total flexibilidad y adoptaremos las medidas necesarias para cumplir con nuestro mandato y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera. La flexibilidad es particularmente importante para, en el camino hacia una configuración de tipos de interés más neutral, evitar que puedan aparecer amenazas para la correcta transmisión de la política monetaria a lo largo y ancho de todoa el área del euro. La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en las compras de activos ha contribuido de manera eficaz a contrarrestar esas amenazas. Dentro de nuestro mandato, esa flexibilidad seguirá siendo un elemento fundamental de nuestra política monetaria.