

9 de julio de 2021

La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo Publicado en El País

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) adoptó el 7 de julio una nueva estrategia de política monetaria. Esta determinará la forma en la que el BCE conducirá su política monetaria en los próximos años, lo que afectará de manera decisiva a la economía del área del euro. Por ello, los ciudadanos merecen conocer la motivación y los ejes principales de esta nueva estrategia.

El Tratado de Maastricht, que dio paso a la Unión Económica y Monetaria, asignó al BCE un mandato principal: asegurar la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro, como condición necesaria para la estabilidad macroeconómica y, por tanto, para el bienestar de la sociedad.

El BCE debía decidir de manera autónoma la definición exacta de ese objetivo y cómo conseguirlo. En 1998 definió la estabilidad de precios como un aumento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IPCA) del área del euro inferior al 2 por ciento. En 2003, la institución clarificó que el objetivo era mantener la inflación por debajo, pero cerca, del 2 por ciento en el medio plazo. El BCE utilizaría como instrumentos principales los tipos de interés oficiales a los que presta y toma depósitos de los bancos. Estos tipos se transmiten a las condiciones de financiación de los agentes públicos y privados y a los precios de los activos financieros y reales y, en última instancia, influyen sobre la actividad económica y la inflación.

Los cambios experimentados por la economía europea desde 2003 y los nuevos retos de futuro hacían necesaria una nueva actualización de la estrategia. Desde la perspectiva del BCE, el cambio más relevante ha sido la caída progresiva de los llamados tipos de interés de equilibrio, es decir: aquellos que permiten mantener la actividad económica en su nivel potencial y la inflación en su nivel objetivo. Detrás de esta caída hay factores como el menor crecimiento de la productividad, el progresivo envejecimiento poblacional o el legado de la crisis financiera global.

En este contexto, para cumplir con su mandato de estabilidad de precios, en los últimos años el BCE ha reducido sus tipos de interés oficiales hasta niveles históricamente bajos, situando algunas de sus referencias principales incluso en terreno negativo. Es el caso de la remuneración que reciben los bancos por depositar su liquidez en el BCE y que actualmente se encuentra en el -0,5 por ciento. Pese a ello, la inflación del área del euro se ha mantenido significativamente por debajo del 2 por ciento desde 2014, salvo en

momentos muy puntuales. De hecho, el entorno de inflación por debajo del objetivo, junto con la existencia de un límite inferior en el nivel de los tipos de interés, ha llevado al BCE, al igual que a otros bancos centrales, a hacer uso de nuevos instrumentos de política monetaria, como las compras de activos financieros, con el fin de proporcionar un mayor estímulo monetario.

¿Por qué existe esa cota inferior a los tipos de interés? Los tipos de interés no pueden descender indefinidamente sin causar fricciones en el normal funcionamiento del sistema financiero, lo que eventualmente podría suponer una merma de la propia efectividad de la política monetaria. Esto es lo que se conoce como el problema del “límite inferior de los tipos de interés”. Esta limitación en la capacidad de actuación del banco central, cuando permanece en el tiempo, puede terminar generando un sesgo a la baja tanto en la inflación observada como en las expectativas de los agentes acerca de su evolución futura, lo que dificulta la labor del banco central para alcanzar la estabilidad de precios.

El problema del límite inferior de los tipos de interés era bien conocido en 2003, pero la posibilidad de que pudiera restringir la actuación del BCE se consideraba poco probable y de escasa relevancia práctica. No obstante, la experiencia posterior ha demostrado que dicho límite inferior, junto con la mencionada caída en los tipos de interés de equilibrio, son el principal desafío al que se enfrenta la política monetaria del BCE. Para hacerle frente, nuestra nueva estrategia de política monetaria incluye dos innovaciones importantes.

En primer lugar, se establece un nuevo objetivo de inflación del 2 por ciento en un horizonte de medio plazo. Este objetivo es, por tanto, ligeramente superior al anterior. También se enfatiza que dicho objetivo es simétrico, en el sentido de que consideramos las desviaciones positivas y negativas respecto del objetivo como igualmente indeseables. Por tanto, la nueva formulación elimina la indefinición y la asimetría percibida en el anterior objetivo de inflación (que, recordemos, era “inferior, pero cercano, al 2 por ciento”). En los últimos años, esa asimetría, de hecho, habría contribuido a la persistencia de la inflación baja en el área del euro al resultar poco efectiva para anclar las expectativas de inflación en el objetivo establecido. En definitiva, en el nuevo marco estratégico, el 2 por ciento no es un “techo” a la inflación, sino el objetivo en el medio plazo.

En segundo lugar, y quizás más importante de cara a hacer frente al problema del límite inferior, nuestra nueva estrategia reconoce explícitamente que el compromiso de simetría en la inflación alrededor del 2 por ciento requiere una política monetaria especialmente contundente o persistente cuando los tipos de interés se encuentran cerca de su límite inferior, para así evitar que se afiancen las desviaciones negativas respecto del objetivo de inflación. Un aspecto relevante que se recoge explícitamente en el nuevo marco estratégico es que una respuesta de la política monetaria de este tipo puede implicar periodos transitorios en los que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo.

En cuanto a los instrumentos de política monetaria, el principal seguirá siendo el conjunto de tipo de interés oficiales. Pero también utilizaremos, según proceda, el arsenal de herramientas introducidas en los últimos años, en especial, las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), las compras de activos financieros y las operaciones de financiación a más largo plazo. Y, si resulta necesario para lograr el objetivo de estabilidad de precios, consideraremos nuevos instrumentos.

En relación a la medición de la inflación, el IAPC se mantiene como el índice de precios adecuado para evaluar la consecución del objetivo de estabilidad de precios. No obstante, para mejorar la representatividad de la tasa de inflación relevante para los hogares, se reconoce la conveniencia de incorporar, cuando sea técnicamente posible, los costes asociados a la vivienda en propiedad. Para ello, será necesario separar el valor de la vivienda que viene dado por su naturaleza de activo real frente al valor que ofrece a su propietario como bien que, a su vez, produce un servicio residencial, siendo este último componente el relevante para la política monetaria.

Además, hemos anunciado nuestro compromiso de asegurar que el Eurosistema tenga en cuenta las implicaciones del cambio climático para la política monetaria y la actividad de banca central mediante un plan de actuación que incorpore factores climáticos en la evaluación de la política monetaria y adapte el marco operativo de la misma.

En definitiva, todos los que componemos el Consejo de Gobierno del BCE esperamos que estas modificaciones de nuestra estrategia mejoren nuestra capacidad de cumplir con el mandato que los tratados fundacionales confirieron a esta institución y que tan relevante resulta para favorecer la prosperidad económica y el bienestar de los ciudadanos europeos.