

27 de julio de 2021

Entrevista con el gobernador en Bloomberg

Transcripción completa del cuestionario (traducción del original en inglés)

Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España

¿Qué opina de la reacción de los inversores y de los economistas a la revisión de la estrategia del BCE y a las novedades en relación con las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*)?

La reacción de mercado a ambos anuncios fue relativamente contenida, lo cual sugiere que estaban en línea con lo que esperaban los inversores. Es una reacción bastante similar a la que pudimos ver cuando la Fed anunció su nueva estrategia y recalibró su *forward guidance*, hace algo menos de un año. El mercado y los analistas necesitan tiempo para procesar todas las novedades que se han incluido en la revisión de nuestra estrategia y analizar sus implicaciones desde el punto de vista de la función de reacción del BCE ante cambios en el entorno macroeconómico. En todo caso, y aunque existe una cierta diversidad de visiones, la profesión económica ha reconocido la determinación del BCE, plasmada en esta revisión, de superar satisfactoriamente los principales retos para alcanzar su objetivo de inflación, en particular en un contexto de tipos de interés naturales muy reducidos y con los tipos de interés cerca de su límite inferior.

En esos contextos, la declaración del BCE de que se requiere una acción particularmente enérgica y persistente para evitar que se genere un sesgo persistente a la baja en la inflación ante perturbaciones negativas es particularmente importante, lo que podría implicar que la inflación quede por encima del objetivo del 2% de manera temporal y moderada.

En este sentido, la recalibración de nuestra *forward guidance* es particularmente importante para adaptarla a esta nueva estrategia. La nueva definición es mucho más precisa que la anterior y está diseñada para evitar un endurecimiento prematuro de nuestra política monetaria que pueda poner en riesgo nuestro compromiso de simetría con el objetivo de inflación. El hecho de que se señalice que, en un contexto como el actual en el que nos encontramos muy cerca del límite inferior de los tipos de interés, estos no aumentarán hasta que hayamos observado que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte, y que el progreso observado de la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo, subraya nuestro compromiso con el mantenimiento de una orientación de política monetaria

persistentemente acomodaticia para cumplir nuestro objetivo de inflación. Y esto podría implicar también un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo.

El mercado tiene ahora unas indicaciones más precisas de cuándo y bajo qué parámetros actuará el BCE en el futuro e irá acomodando su visión dependiendo de la evolución de las expectativas de inflación. De este modo, nuestro *forward guidance* se convierte en un importante estabilizador automático que ayudará de manera decisiva al cumplimiento de nuestro objetivo.

De acuerdo con la nueva *forward guidance* del BCE, la inflación debe situarse en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera durante el resto de dicho horizonte. Sin embargo, el BCE no se ha acercado a ese objetivo durante años. ¿Cuáles son los instrumentos de política monetaria con mayor probabilidad de que sean utilizados por el BCE para intentar aproximarse más a dicho objetivo?

La nueva estrategia va a contribuir a aumentar la efectividad de los dos principales instrumentos del BCE para luchar contra la baja inflación: Los programas de compras de activos y nuestra política de *forward guidance*. Como decía, nuestro nuevo *forward guidance* es más claro que al anterior, y por tanto debería ser más eficaz a la hora de anclar las expectativas del mercado sobre la evolución futura de nuestros tipos de interés. Y el PEPP nos ha permitido aprender lecciones importantes que serán útiles a la hora de mejorar la eficacia de nuestras compras de activos en el futuro. En todo caso, nuestra nueva estrategia deja bien claro que desde el Consejo de Gobierno del BCE consideraremos, conforme sea necesario, nuevos instrumentos de política para lograr nuestro objetivo de estabilidad de precios.

De nuevo, destaco nuestra comunicación en relación con que entendemos las dificultades que nos impone la cercanía al límite inferior de los tipos de interés y la necesidad de que en estos contextos debemos actuar de manera enérgica y persistente. La nueva *forward guidance* es el primer ejemplo de nuestra determinación de actuar en este sentido.

Otro elemento de la nueva *forward guidance* señala que el progreso realizado en la inflación subyacente debe estar «suficientemente avanzado». En la práctica ¿qué quiere decir esto?

La condición de convergencia duradera (“*durably*”) de la inflación general hacia el objetivo del 2% es muy relevante para minimizar el riesgo de un endurecimiento prematuro. Y sabemos que una condición necesaria para que la inflación general converja a esa meta es que también lo hagan los componentes más estables del índice general, es decir, la denominada inflación subyacente. Hay que tener en cuenta que la dinámica de los componentes más estables de la inflación tiene una capacidad predictiva importante de la inflación general en el medio plazo. En este sentido, el Consejo de Gobierno no monitoriza un único indicador de inflación subyacente sino varios, por lo que es poco práctico fijar una referencia cuantitativa ex ante para todos estos indicadores o para un subconjunto de ellos. Pero lo importante es asegurarnos de que, en su conjunto, estos indicadores ofrezcan una

señal clara de recuperación robusta y duradera de la tendencia de los precios a medio plazo, que sea compatible con nuestro nuevo objetivo.

La semana pasada, Villeroy de Galhau, gobernador del Banco de Francia, afirmó que el marco temporal que contempla el BCE para que la inflación se sitúe en el 2 % «bastante antes del final de su horizonte de proyección» es de 12 a 18 meses, a lo que también se alude como el «punto medio». ¿Está de acuerdo?

Sí, estoy de acuerdo. Como explicó la Presidenta Lagarde tras nuestra reunión la semana pasada, una interpretación plausible de “bastante antes” (“*well ahead*”) es el punto medio de nuestro horizonte de proyecciones. Según el trimestre del año, ese horizonte cubre entre 2 y 3 años, así que el punto medio se sitúa, efectivamente, entre un año y un año y medio.

¿Qué opina de los comentarios de algunos de sus colegas en el Consejo de Gobierno de que la nueva *forward guidance* del BCE representa un compromiso a largo plazo para relajar la política monetaria que la institución no puede estar segura de cumplir por motivos de estabilidad financiera, por ejemplo? Uno de ellos afirmó que estaba a favor de introducir una «cláusula de escape» en las indicaciones sobre la orientación. ¿Por qué no se ha adoptado?

Comenzaría con la idea simple de que nuestra *forward guidance* está condicionada a la situación económica, que exige un compromiso de reaccionar de cierta manera ante unas perspectivas de inflación determinadas, no un compromiso de fijar incondicionalmente los tipos de interés oficiales en un nivel determinado. Si las perspectivas de inflación justifican el mantenimiento de los tipos de interés en niveles particularmente reducidos durante más tiempo, con arreglo a nuestra política de *forward guidance* lo haremos en aras de nuestro objetivo de mantener la estabilidad de precios, que es nuestro objetivo principal, y siempre sujeto a una evaluación de la proporcionalidad de esta decisión. Si las perspectivas mejoran más de lo previsto, gracias también a la reorientación de las expectativas en torno al nuevo objetivo del 2 % que debería contribuir a un proceso de reflación, nuestra nueva *forward guidance* puede mostrarnos el camino para acometer un proceso ordenado de modificación de los tipos de interés oficiales.

Por otra parte, la orientación de medio plazo de nuestras decisiones de política monetaria, tal y como se ha recogido explícitamente en la nueva estrategia, otorga al BCE la flexibilidad suficiente para incorporar consideraciones en torno a la estabilidad financiera, y también al nivel de empleo, cuando sea necesario. Por todo ello, no creo que sea verdaderamente necesario añadir ninguna cláusula de escape.

En esta ocasión, como siempre se ha hecho en el pasado, hemos realizado un análisis de proporcionalidad con antelación a la decisión de modificar nuestra *forward guidance*, de manera que la decisión tomada garantiza que, en efecto, esta es la solución más adecuada para lograr nuestro objetivo.

En la nueva estrategia del BCE se señala que el banco central debe actuar con contundencia o de manera persistente para que la inflación se sitúe en el objetivo si la economía se encuentra en el límite inferior efectivo. En su opinión ¿cómo debe actuar el BCE para ser contundente y de manera que sea persistente?

Actuar con contundencia (“*forceful*”) implica un compromiso de reacción temprana y resolutiva ante cualquier *shock* desinflacionario que suponga una amenaza significativa para el correcto funcionamiento de nuestra política monetaria de cara a conseguir nuestro objetivo de estabilidad de precios. Ello puede suponer una reducción temprana y anticipada de los tipos de interés oficiales del BCE al inicio de una recesión y de una fase desinflacionista, o una respuesta creativa y agresiva mientras los tipos ya están cerca de su límite inferior si la economía se ve golpeada por una nueva perturbación recesiva. La puesta en marcha del PEPP el 18 de marzo de 2020, y sus posteriores ampliaciones, constituyen un buen ejemplo de este último tipo de respuesta.

La persistencia entra en juego cuando la economía ya lleva un tiempo con los tipos en el límite inferior en un contexto de inflación en niveles inconvenientemente bajos y se observan riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación. Actuar de manera persistente implica mantener un tono suficientemente acomodaticio durante el tiempo que sea preciso para lograr el reanclaje de las expectativas de inflación en torno a nuestro objetivo de medio plazo, y en el que recibimos señales consistentes de que la inflación observada está aumentando y de que es muy probable que se estabilice en torno al nuevo objetivo. La reciente recalibración de nuestro *forward guidance* sobre tipo de interés constituye un buen ejemplo de una acción persistente. Induce a la persistencia al exigimos que repasemos la lista de tres condiciones que he mencionado, antes de subir los tipos de interés: esas condiciones tienen por objeto que nos aseguremos de que, cuando subamos los tipos, lo haremos a partir de evidencia suficientemente sólida de que realmente se está produciendo un proceso de reflación.

¿Cuándo espera que el Consejo de Gobierno empiece a debatir el futuro del PEPP?

Es pronto para decirlo. Ligamos la finalización del PEPP a la evolución de la pandemia y sus efectos sobre la economía. En un contexto en el que todavía existe una incertidumbre muy elevada, como el actual, no debemos anticipar de manera prematura esta discusión. En todo caso, nuestra decisión dependerá de la evolución de la crisis sanitaria, así como de las condiciones de financiación de la economía del área del euro y de las perspectivas de inflación.

¿Qué cree que sucederá con el APP tras la finalización del PEPP el año que viene? ¿Piensa que es posible que algunos elementos del PEPP puedan incluirse en el APP?

En el caso del PEPP, desde diciembre pasado nos hemos marcado como objetivo mantener unas condiciones de financiación favorables que permitan contrarrestar el efecto de la pandemia sobre la trayectoria de inflación. El PEPP deberá mantenerse mientras persista la pandemia y sus efectos sobre la economía. Tras la pandemia, deberemos definir nuestra política monetaria con el fin de garantizar que logramos alcanzar nuestro nuevo objetivo de inflación. Las actuaciones específicas que esto requerirá dependerán del contexto macroeconómico en el que nos encontremos, en particular, de nuestras perspectivas de inflación.

En este sentido, nuestro programa de activos (APP) y la *forward guidance* seguirán siendo instrumentos fundamentales. Será importante, además, que extraigamos lecciones sobre el funcionamiento del PEPP durante la crisis. En mi opinión, la principal lección que se deriva

de este programa es que la flexibilidad en la distribución de las compras de activos ha aumentado notablemente no sólo la efectividad sino también la eficiencia de nuestras compras de activos. Por tanto, sería deseable discutir la posibilidad de que nuestros programas de compras futuros mantengan algunos de los elementos de flexibilidad del PEPP.