

**16.11.2022**

**La normalización de la política monetaria del BCE: una hoja de ruta**

Convención Anual de la Asociación de Mercados Financieros

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

---

Señoras y señores, muy buenas tardes:

Es un placer para mí participar en estas jornadas organizadas por la Asociación de Mercados Financieros. Ya he tenido el honor de intervenir como ponente aquí en otras ocasiones en los últimos años, y es muy agradable estar de vuelta.

Lamentablemente, el contexto económico y geopolítico actual continúa caracterizándose por una incertidumbre sin precedentes. Ahora nos enfrentamos a una desaceleración del crecimiento mundial, pero, fundamentalmente, también a una inflación mucho más elevada y más persistente.

En vista de las inciertas circunstancias actuales, recientemente en el BCE decidimos abandonar la política de *forward guidance* dejando de ofrecer indicaciones sobre la senda futura de nuestros tipos de interés oficiales y, en su lugar, adoptar nuestras decisiones a corto plazo exclusivamente «en función de los datos» siguiendo un enfoque de «reunión a reunión».

No obstante, prescindir de la *forward guidance* como instrumento de la política monetaria no implica que los bancos centrales debamos renunciar a comunicar sobre nuestras acciones. Al contrario, en la situación de incertidumbre en la que nos encontramos, resulta particularmente importante ofrecer a los ciudadanos información sobre el análisis y las motivaciones de nuestras decisiones de política monetaria actuales y futuras.

Por tanto, hoy dedicaré mi intervención a explicar la senda de normalización de la política monetaria del BCE. Primero analizaré las decisiones de política monetaria que adoptó el Consejo de Gobierno del BCE en su última reunión de octubre. En la segunda parte de mi intervención volveré la vista atrás para explicar cómo hemos llegado a la situación actual de la política monetaria en la zona del euro, que se caracteriza, entre otros aspectos, por un balance del Eurosistema en máximos históricos. Con este trasfondo, pasaré a analizar la secuencia del proceso esperado de normalización de la política monetaria, con el foco especialmente en el impacto potencial de la reducción del tamaño de nuestro balance. Por último, discutiré cómo deberían combinarse las políticas monetaria y fiscal en el actual contexto.

### **Decisiones recientes de política monetaria del BCE**

Durante estos meses hemos observado que tanto la magnitud como la persistencia de la perturbación inflacionista han sido inusualmente elevadas. Según la estimación de avance, en octubre, la inflación medida por el IAPC del área del euro alcanzó un máximo histórico del 10,7 % y nos volvió a sorprender al alza.

Una parte significativa de las perturbaciones que están impulsando al alza la inflación en Europa tiene su origen en la oferta. Estas perturbaciones son consecuencia de la acusada subida de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias, así como de restricciones de oferta que han contribuido a los cuellos de botella registrados en las manufacturas. Además, su transmisión a los precios ha sido más rápida e intensa que en el pasado. De hecho, según estimaciones del Banco de España, alrededor del 75 % de la tasa de inflación actual del área del euro se debe a los efectos directos e indirectos de los incrementos de los precios de la energía y los alimentos.

Pero también hay un componente de demanda embalsada que se ha concentrado en la recuperación posterior a la pandemia que, aunque se está debilitando, todavía está elevando los precios, en especial en el sector servicios<sup>1</sup>. La depreciación del euro es asimismo un factor que está contribuyendo a los altos niveles de inflación. En conjunto, como he mencionado, el grado de persistencia del repunte inflacionista está siendo muy elevado y también se ha generalizado.

La alta inflación está provocando una rápida pérdida de poder adquisitivo y deteriorando la confianza de los consumidores en el área del euro. Los hogares y las empresas afrontan un entorno de incertidumbre muy elevada derivado de las consecuencias de la guerra en Ucrania y, en particular, de la crisis energética.

Estos factores, así como el endurecimiento progresivo de las condiciones financieras resultante de la reacción de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo, están debilitando la actividad económica a un ritmo bastante rápido. De hecho, el crecimiento del PIB del área del euro experimentó una moderación significativa en el tercer trimestre del año y los datos recientes apuntan a una posible contracción de la actividad económica en este último trimestre. No obstante, el mercado de trabajo continuó mostrando un buen comportamiento en el tercer trimestre, y la tasa de desempleo se mantuvo en un mínimo histórico.

Además, los precios de las materias primas energéticas en los mercados mayoristas han disminuido recientemente, como reflejo, sobre todo, del empeoramiento de las perspectivas económicas en todo el mundo. En el mercado europeo se ha producido una corrección sustancial de los precios del gas natural con respecto al extraordinario aumento registrado durante el verano. Esta corrección se debe al retroceso de la demanda, a unas condiciones meteorológicas benignas, a los elevados niveles de almacenamiento y a las propuestas recientes de la Comisión Europea para hacer frente a los altos precios del gas en la Unión Europea y garantizar la seguridad del suministro durante el invierno.

Asimismo, en los últimos meses, los cuellos de botella en las cadenas de suministro se han reducido y los costes de los fletes han descendido de manera acusada<sup>2</sup>.

La ralentización del crecimiento, la reciente corrección de los precios de las materias primas energéticas y las mejoras observadas en las cadenas globales de suministro contribuirán a que la inflación se modere. No obstante, de acuerdo con nuestras previsiones, se mantendrá por encima del objetivo durante un período prolongado. Y, en líneas más generales, cuanto más tiempo se mantenga la inflación en niveles elevados, mayor es el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación o de la materialización de los efectos de segunda ronda a través de los salarios y/o los márgenes empresariales.

Sobre la base de las perspectivas de inflación que acabo de describir, tras finalizar las compras netas en el marco del PEPP en marzo y las del APP en julio y los incrementos de 50 puntos básicos (pb) y 75 pb de nuestros tipos de interés en julio y septiembre, respectivamente, en octubre acordamos aplicar otra subida importante, de 75 pb, a los tipos de interés oficiales. También decidimos ajustar los tipos de interés aplicables a la

---

<sup>1</sup> Para más detalles, véase la nota de prensa del BCE «[Decisiones de política monetaria](#)» del 27 de octubre de 2022.

<sup>2</sup> Véase Burriel, Kataryniuk, Moreno and Viani (2022): «A new supply bottlenecks index based on newspaper data», Documento de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) a partir del 23 de noviembre de 2022 y ofrecer a las entidades de crédito fechas adicionales para los reembolsos anticipados voluntarios de esas operaciones, para reforzar la transmisión de nuestras subidas de los tipos de interés oficiales a las condiciones de financiación bancaria.

Ambas medidas tienen por objeto moderar la demanda agregada y proteger frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación.

Estas decisiones estuvieron claramente en línea con las expectativas de los analistas. Por ejemplo, los participantes en la encuesta del BCE a analistas monetarios (SMA) preveían un aumento de 75 pb del tipo de interés de la facilidad de depósito en la reunión de octubre. La mediana de los encuestados también anticipaba que la inflación del área del euro retornaría al 2 % al final de 2024. Por tanto, nuestra decisión de octubre fue acorde con la senda de los tipos de interés esperada por los analistas de los mercados, que prevén que la inflación vuelva a situarse en el objetivo al final de nuestro horizonte de proyección a medio plazo<sup>3</sup>.

Con las subidas recientes de los tipos de interés hemos logrado avances considerables en la retirada del tono acomodaticio de la política monetaria. Desde julio hemos incrementado los tipos de interés en 200 pb, la subida más rápida en la historia del euro.

Pero aún no hemos terminado. Tendremos que subir los tipos hasta niveles que permitan que la inflación converja hacia nuestro objetivo del 2 % a medio plazo. Y a este respecto no hemos llegado al punto final<sup>4</sup>.

Con todo, dada la elevada incertidumbre existente sobre las perspectivas de crecimiento e inflación, el nivel concreto que pueden tener que alcanzar los tipos de interés para ser compatibles con este objetivo es incierto, ya que dependerá por completo de los datos y puede cambiar con el transcurso del tiempo.

En nuestras decisiones futuras tendremos en cuenta las ya adoptadas y su desfase en la transmisión a la actividad y a la inflación. Y, por supuesto, dichas decisiones estarán condicionadas por las perspectivas de inflación, incluidas las perspectivas económicas y, por tanto, de la mayor probabilidad de recesión que observamos actualmente.

### **¿Por qué realizó el BCE compras de activos y TLTRO?**

Para entender los próximos pasos en nuestro proceso de normalización de la política monetaria con el fin de luchar contra la inflación, resulta útil retroceder un momento y considerar brevemente cómo hemos llegado a la situación actual de la política monetaria, que se caracteriza por un balance del Eurosistema en máximos históricos.

Durante los últimos quince años, el área del euro se ha visto afectada por varias perturbaciones recesivas importantes. Primero, en 2008-2009 sufrimos la gran crisis

---

<sup>3</sup> Las encuestas llevadas a cabo por Bloomberg y Reuters antes de nuestra reunión de octubre también apuntaban a conclusiones similares. Sin embargo, los participantes en la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) situaban la tasa de inflación en el 2,4 % en 2024, más en línea con las proyecciones del BCE de septiembre.

<sup>4</sup> A modo de ejemplo, en la última SMA, la mediana de los encuestados preveía que el tipo de interés de la facilidad de depósito se situaría en el 2,5 % en el segundo trimestre de 2023.

financiera. Segundo, cuando esa crisis incrementó los niveles de deuda pública, varios países del área del euro padecieron una crisis de deuda soberana. La recuperación de estas dos graves recesiones fue un proceso lento, y la economía del área del euro estaba empezando a volver a la normalidad en 2020 cuando la pandemia de COVID-19 provocó un parón de la actividad económica en todo el mundo.

El principal instrumento convencional del conjunto de herramientas de los bancos centrales son los tipos de interés oficiales a corto plazo. Sin embargo, tras la serie de perturbaciones negativas de gran magnitud que sacudieron a Europa y al resto del mundo en los últimos años, las reducciones de los tipos de interés no fueron suficientes, por sí solas, para estabilizar la economía. Ello se debe a que el banco central no puede reducir sus tipos de interés oficiales muy por debajo de cero<sup>5</sup>.

Este fue el dilema que tuvo que afrontar el BCE en torno a 2015. Había rebajado el tipo de interés de la facilidad de depósito a cero, e incluso había empezado a reducirlo aún más, con lo que el tipo de interés interanual se situó en el –0,2 % a finales de 2014. Pero incluso en estos niveles muy bajos de los tipos, la economía continuó falta de dinamismo, y la inflación se mantuvo de manera persistente por debajo del objetivo del BCE (que, en aquellos momentos, era de una tasa de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %), e incluso cayó ocasionalmente a terreno negativo.

En esas circunstancias, el BCE tuvo que recurrir a nuevos instrumentos «no convencionales» con el fin de alcanzar su objetivo de inflación. En concreto, inició una rápida expansión de su balance adquiriendo deuda pública y otros valores en el mercado secundario —una política de compra de activos denominada con frecuencia expansión cuantitativa (QE)— y ofreciendo financiación a los bancos comerciales mediante operaciones a largo plazo con objetivo específico.

Ahora permítanme que recuerde brevemente cómo funcionan estos instrumentos de política monetaria.

Comenzaré con las compras de activos. El BCE puso en marcha su programa de compras de activos (APP) en septiembre de 2014. La finalidad de estas adquisiciones —compras de deuda pública de los países y de otras instituciones del sector público del área del euro, así como de bonos de las empresas de mayor calidad crediticia— es reducir los tipos de interés a más largo plazo. La política convencional de tipos de interés actúa sobre el tipo de interés a corto plazo en los mercados interbancarios, pero los tipos a medio y a largo plazo también son importantes para las decisiones de inversión, desde la adquisición de una vivienda hasta la compra de maquinaria nueva.

---

<sup>5</sup> Aunque el banco central puede fijar cualquier tipo de interés interbancario en un nivel por encima de cero, no puede situarlo muy por debajo de ese nivel porque, en tal caso, los hogares simplemente mantendrían efectivo —con lo que recibirían un tipo de interés del 0 %—, en lugar de ahorrar a tipos negativos, y las entidades de crédito empezarían a convertir sus reservas electrónicas —que les proporcionan una rentabilidad negativa— en efectivo. Las entidades pueden ofrecer depósitos a tipos de interés cero para evitar el riesgo de «desintermediación financiera», y absorber ellas mismas el impacto negativo de los tipos interbancarios. A largo plazo, esto puede reducir la rentabilidad bancaria, lo que puede dificultar el canal bancario de transmisión de la política monetaria. Cuando el banco central ha presionado a la baja los tipos de interés todo lo que es posible sin provocar un colapso total del crédito, decimos que el tipo de interés se ha situado en su límite inferior efectivo.

Los tipos de interés a largo plazo son la suma de tres componentes: las expectativas sobre los tipos a corto plazo futuros, la prima por plazo y la prima por riesgo de impago. Las compras de activos afectan a estos componentes de distinta manera.

En primer lugar, el **canal de señalización**, mediante el que las compras de bonos señalan a menudo a los mercados el compromiso del banco central de aplicar una política monetaria expansiva. Estas indicaciones modifican las expectativas de los mercados sobre la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo, lo que, a su vez, afecta a los tipos a largo plazo.

En segundo lugar, los inversores exigen una **prima por plazo** que se suma a los tipos a corto plazo esperados, dado que, por su propia naturaleza, la financiación a largo plazo comporta mayor riesgo que la financiación a corto plazo, ya que los tipos a corto plazo — y, con ello, el coste de oportunidad de la financiación a largo plazo — pueden evolucionar de manera muy distinta a lo anticipado previamente por los participantes en los mercados. Mediante la adquisición de deuda pública en los mercados secundarios, el banco central absorbe parte de ese riesgo a largo plazo, en lo que se denomina el **canal de extracción de riesgo de duración**. Esto reduce el riesgo de duración que deben absorber los mercados privados, de modo que la prima por plazo desciende, presionando a la baja el tipo de interés a largo plazo.

En tercer lugar, existe el riesgo de que el emisor de un bono no cumpla sus obligaciones de pago futuras y que, por lo tanto, los inversores exijan una **prima por riesgo de impago** para compensar este riesgo. Al igual que en el caso de la prima por plazo, las compras del banco central transfieren este riesgo de los inversores privados al banco central, lo que reduce la prima por riesgo de impago y, por tanto, los rendimientos, en lo que se denomina canal de **extracción de riesgo de impago**.

Estos tres canales de las compras de activos reducen los tipos de interés a largo plazo, y de este modo estimulan la economía. En efecto, de acuerdo con numerosos estudios empíricos, el programa de compras de activos (APP) del BCE contribuyó de manera significativa a impulsar la actividad económica en el área del euro y favoreció la convergencia de la inflación hacia su objetivo<sup>6</sup>. La evidencia disponible<sup>7</sup> también muestra que en el caso del PEPP - que se diseñó para poder actuar con flexibilidad en la distribución de las compras entre las distintas jurisdicciones, así como a lo largo del tiempo y por tipos de activos –, este jugó un papel adicional para reducir la fragmentación dentro del área del euro y, con ello, asegurar una transmisión homogénea de la política monetaria única.

Quisiera referirme ahora a las TLTRO. En 2014, el BCE puso en marcha las TLTRO. A diferencia de las operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO) (sin objetivo específico) que las precedieron, estos préstamos del BCE tenían la finalidad concreta de

<sup>6</sup> En varios trabajos académicos se ha realizado un estudio empírico de los efectos de esta política no convencional. Para el área del euro, véase, por ejemplo, Gambetti y Musso (2017). «[The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme \(APP\)](#)», ECB WP n.º 2075. Para Estados Unidos, véase Weale y Wieladek (2016), «[What are the macroeconomic effects of asset purchases?](#)», *Journal of Monetary Economics* (79): 81-93 y, por último, para el Reino Unido, véase Kapetanios et al. (2012) «[Assessing the economy-wide effects of quantitative easing](#)», *The Economic Journal* (122): 316-347.

<sup>7</sup> Costain, Nuño, y Thomas (2022), «[The term structure of interest rates in a heterogeneous monetary union](#)», Documento de Trabajo n.º 2223, Banco de España.

animar a las entidades de crédito del área del euro a aumentar su oferta de crédito a los hogares y las empresas. Siempre que cumplieran determinados objetivos de concesión de crédito, las entidades obtuvieron préstamos en las TLTRO en condiciones muy ventajosas<sup>8</sup>.

En este sentido, las TLTRO son un complemento de las compras de activos. Mientras que el objetivo de estas últimas es reducir los costes de financiación de los agentes —emisores soberanos y grandes empresas— que se financian mediante bonos, las TLTRO están dirigidas a ampliar el acceso al crédito bancario de los hogares y las (pequeñas) empresas.

### **La fase de normalización: secuenciación**

Permítanme que ahora vuelva a abordar el proceso de normalización de la política monetaria actualmente en curso.

La normalización de nuestra política se está llevando a cabo de manera secuencial, puesto que las subidas de los tipos de interés oficiales preceden a la reducción del balance del BCE —un proceso conocido como *quantitative tightening* (QT) o endurecimiento cuantitativo—. Esto se debe a, como mínimo, dos motivos.

En primer lugar, sabemos con mayor certidumbre cómo los cambios de los tipos de interés oficiales se transmiten a las condiciones financieras y a la economía que en el caso del endurecimiento cuantitativo. Los bancos centrales acumulamos décadas de experiencia en la calibración de los ciclos de subidas de los tipos de interés en función de las condiciones y las perspectivas económicas, pero tenemos mucha menos experiencia en la reducción del tamaño de nuestros balances desde niveles tan elevados.

En segundo lugar, la transmisión de la política monetaria en el área del euro depende en gran medida del crédito bancario. Los precios de los préstamos suelen estar referenciados a los tipos de interés a corto y a medio plazo. Así pues, los tipos de interés oficiales son un instrumento más eficaz para endurecer la política monetaria.

Permítanme hacer hincapié en una consideración adicional relativa a la interacción entre el endurecimiento cuantitativo y la política de tipos de interés. Tanto el primero como la segunda afectan a la orientación general de la política monetaria. Por consiguiente, la senda de los tipos de interés que es necesaria para que la inflación retorne a su objetivo a medio plazo también depende de cómo implemente el banco central sus medidas de endurecimiento cuantitativo.

¿Cómo debería desarrollarse la normalización de nuestro balance de ahora en adelante?

Para empezar, hay que decir que la reducción del balance ya ha comenzado con la desaparición gradual automática de las operaciones TLTRO III<sup>9</sup>. La recalibración de estas operaciones acordada en nuestra última reunión probablemente incentivará los reembolsos

---

<sup>8</sup> Por ejemplo, en la tercera serie de estas operaciones (TLTRO III) que se llevaron a cabo durante la pandemia, el BCE concedió financiación temporal a las entidades de crédito que cumplían los objetivos de concesión de crédito a tipos de interés tan bajos como el -1 %.

<sup>9</sup> La primera operación TLTRO III, que ascendió a 3,3 mm de euros, venció el 28 de septiembre de 2022 (con un reembolso anticipado entre septiembre de 2021 y junio de 2022 de 1,5 mm de euros). La cuarta operación TLTRO III, que se llevó a cabo en junio de 2020 y en las que las entidades de crédito participantes recibieron un total de 1,31 mm de euros —un récord histórico en las operaciones de financiación del Eurosistema— vencerá en junio de 2023, aunque puede reembolsarse antes de esa fecha.

anticipados voluntarios de los saldos vivos de las TLTRO III al incrementar el coste medio esperado de la financiación obtenida en este tipo de operaciones. Esos reembolsos anticipados voluntarios de los fondos de las TLTRO III reducirían el balance del Eurosistema.

A mi juicio, puede ser conveniente esperar hasta que la amortización de los saldos vivos de las TLTRO III esté suficientemente avanzada antes de iniciar la reducción de la cartera de renta fija, por dos motivos.

Primero, los cuantiosos reembolsos de TLTRO que se esperan en la primera parte de 2023 nos permitirán obtener una primera impresión de cualquier posible asimetría y no linealidad en los efectos de la reducción del balance en comparación con los generados por su expansión, y para entonces probablemente tendremos también más claro si estamos inmersos en una recesión, o nos dirigimos a ella.

Segundo, parece razonable esperar a ver los posibles efectos de los reembolsos de las TLTRO III en los mercados de bonos antes de iniciar la reducción de la cartera de renta fija, ya que esto nos permitirá evaluar el impacto real de la contracción del balance sobre las condiciones financieras.

Después de permitir a los mercados absorber los significativos reembolsos de las TLTRO III, la normalización del balance del BCE podría proseguir poniendo fin a la reinversión íntegra de los valores adquiridos en el marco del APP.

Como anunció la presidenta Lagarde el mes pasado, en nuestra reunión de política monetaria de diciembre estableceremos los principios básicos de la reducción de nuestra cartera del APP.

¿Por qué debemos poner fin a las reinversiones del APP antes que a las del PEPP? En mi opinión, es preferible utilizar un método «FIFO» escalonado, al menos por dos razones.

En primer lugar, las reinversiones del PEPP continúan siendo una importante línea de defensa contra episodios de fragmentación (relacionados con la pandemia), ya que pueden estar disponibles para su reasignación entre jurisdicciones mientras las vulnerabilidades persistentes causadas por la pandemia continúen planteando un riesgo para la transmisión homogénea de nuestra política monetaria.

En segundo lugar, en el pasado anunciamos que las reinversiones del PEPP no terminarán hasta, como mínimo, el final de 2024, mientras que en nuestra *forward guidance* sobre las reinversiones del APP no se indicaba una fecha concreta. Hemos señalado claramente nuestra intención de seguir reinvirtiendo los valores adquiridos en el marco de ese programa durante un período prolongado tras la fecha en la que comenzáramos a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

Por otra parte, nuestra política de balance dependerá también del marco operativo que adoptemos en el futuro. Desde la crisis financiera, hemos aplicado *de facto* un sistema «suelo», caracterizado por un amplio exceso de reservas y por tipos de interés interbancarios vinculados al tipo de la facilidad de depósito. Este sistema, similar al adoptado por la Reserva Federal, es diferente del sistema «pasillo» que utilizábamos antes de la crisis y que se caracterizaba por un balance más pequeño y por la escasez de

reservas<sup>10</sup>. La decisión que tomemos a este respecto, así como sobre la composición idónea a largo plazo de activos y pasivos, determinará el tamaño deseado de nuestro balance.

### **El impacto potencial de una reducción del tamaño del balance**

Cuando lleguemos al momento de reducir las tenencias de activos adquiridos en el APP, la pregunta crucial es cuál será la intensidad del impacto de esta forma de endurecimiento cuantitativo sobre los tipos de interés a largo plazo.

Resulta tentador considerar el endurecimiento cuantitativo simplemente como lo contrario de la expansión cuantitativa. En este sentido, nuestras experiencias con la expansión cuantitativa durante la última década y anteriormente podrían servir para hacernos una idea de la posible magnitud de los efectos del endurecimiento cuantitativo.

No obstante, hasta la fecha no disponemos de suficiente evidencia histórica sobre el impacto del endurecimiento cuantitativo, porque hemos observado más episodios de expansión que de contracción del balance.

Varias consideraciones justifican la adopción de un enfoque prudente, dado que la respuesta al endurecimiento cuantitativo podría ser mucho más intensa que la que generó la expansión del balance.

En primer lugar, el panorama fiscal se ha deteriorado en los últimos años. Las ratios de deuda pública sobre el PIB han aumentado de forma acusada desde que estalló la pandemia porque los Gobiernos han acumulado déficits muy abultados durante la crisis del COVID-19, pero también porque el producto se ha contraído. La perturbación inflacionista actual reduce en cierta medida el valor real de esta deuda, pero este efecto es pequeño en comparación con el fuerte aumento de los niveles de deuda observados desde que empezó la pandemia. Cuanto mayor sea el volumen de deuda que deben absorber los mercados privados, menor será la liquidez en los mercados de deuda soberana y más altos serán los rendimientos que exigirán los mercados para igualar la oferta y la demanda. En consecuencia, este factor tiende a magnificar el impacto del endurecimiento cuantitativo sobre la prima por plazo<sup>11</sup>.

En segundo lugar, el impacto de las políticas de balance también puede variar dependiendo de la situación de liquidez. En episodios anteriores de expansión cuantitativa, la inyección de más liquidez en el sistema no tuvo un efecto importante, ya que el mercado estaba saturado de liquidez y, en consecuencia, las condiciones de los mercados monetarios eran bastante insensibles a inyecciones adicionales de liquidez. Sin embargo, durante el proceso de endurecimiento cuantitativo, la retirada gradual del exceso de liquidez hará que las

---

<sup>10</sup> Para un análisis exhaustivo, véanse el capítulo 3 del Informe Anual 2018 del Banco de España, y Arce, Nuño, Thaler y Thomas (2020): «[A large central bank balance sheet? Floor vs corridor systems in a New Keynesian environment](#)», *Journal of Monetary Economics* (114): 350-367.

<sup>11</sup> Del mismo modo, si entráramos en un contexto macroeconómico de un diferencial entre el tipo de interés y el crecimiento económico más elevado, en ausencia de un proceso de consolidación fiscal creíble, las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal podrían aumentar, dado que los niveles de endeudamiento podrían estabilizarse en cotas más altas o podría ser necesario un saldo estructural más elevado para alcanzar el mismo nivel. Y este efecto podría ser heterogéneo entre países, dependiendo de las circunstancias económicas o fiscales.

condiciones de los mercados monetarios sean cada vez más sensibles a la cantidad de efectivo que se retira del sistema, y esto podría generar una mayor volatilidad del tipo de interés a un día que se traduciría en una prima por plazo más alta en toda la curva.

De hecho, algunos episodios del pasado han mostrado estos efectos potenciales asociados a QT<sup>12</sup>.

Sin embargo, también hay argumentos en sentido contrario, es decir, que apuntarían a que los efectos del endurecimiento cuantitativo podrían ser menores que los de la expansión cuantitativa.

En primer lugar, los mercados ya están descontando en cierta medida el endurecimiento cuantitativo. Esto es importante porque buena parte del impacto de los programas de compras de activos tiene su origen en la información que se adelanta a los mercados financieros sobre su tamaño total y su diseño. Dado que los mercados son “forward-looking”, toda la senda futura esperada de las tenencias de activos influye en la determinación de los rendimientos de mercado en un momento dado. Es lo que se conoce normalmente como «efecto stock» o «efecto anuncio». En cambio, más allá del posible «efecto stock», varios estudios que han tratado de medir los «efectos flujo» de las compras de activos —las variaciones de los rendimientos relacionadas directamente con el importe adquirido o mantenido en un momento dado— han concluido, en general, que estos efectos son relativamente pequeños.<sup>13</sup>

Por este motivo, cabría esperar que los rendimientos de los activos reflejen ya, al menos en alguna media, las expectativas de reducción del balance actuales<sup>14</sup>. Sin embargo, y por la misma razón, una reducción del balance más rápida de lo que prevén actualmente los mercados podría generar un incremento de los rendimientos.

En segundo lugar, el endurecimiento cuantitativo ofrece mucha menos información sobre la senda futura de los tipos de interés que la expansión cuantitativa. En esta última, las compras y los tipos de interés estaban vinculados a la *forward guidance* del BCE, como he explicado antes. En cambio, en el contexto actual, hemos dejado de utilizar la forward guidance de tipos de interés como herramienta de política monetaria. Por consiguiente, los ajustes que el banco central realiza en su balance ya no proporcionan, por sí solos,

---

<sup>12</sup> Por ejemplo, cuando la Reserva Federal anunció por primera vez, en mayo de 2013, que tenía la intención de reducir el ritmo de las compras de activos, los mercados se sorprendieron y empezaron a vender masivamente bonos del Tesoro, lo que hizo que el rendimiento de los títulos del Tesoro a diez años se disparara desde aproximadamente el 2% hasta el 3%. O el desplome de los mercados monetarios a mediados de septiembre de 2019 originado por una paralización súbita de la negociación como consecuencia de la escasez de liquidez. Más recientemente, los mercados de renta fija también están mostrando una volatilidad elevada. Así, en Reino Unido, después de que el Gobierno británico anunciara en septiembre recortes fiscales considerables sin una reducción del gasto público, el Banco de Inglaterra se vio obligado a intervenir con celeridad ante un ascenso de los rendimientos de la deuda pública que ponía en peligro la solvencia de los fondos de pensiones del país. El Banco de Inglaterra dejó claro que su actuación tenía por objeto garantizar la estabilidad financiera, y no modificar la orientación de su política monetaria, y en octubre puso fin a su intervención.

<sup>13</sup> Véase M. Bernardini y A. Conti (2021), «[Assessing the flexible implementation of the ECB's pandemic asset purchases](#)», Banca d'Italia Covid-19 Note, 20 de diciembre de 2021. Véase también N. Sudo (2021), «[Quantifying the stock and flow effects of QE](#)», *Journal of Money, Credit and Banking* 53(7): 1719-1755. Este estudio atribuye aproximadamente tres cuartos del impacto del programa PEPP en la primavera de 2020 al efecto del anuncio sobre el volumen total de las compras, y solo un cuarto a sus efectos sobre el flujo real de compras

<sup>14</sup> Por ejemplo, según la SMA, la mediana de los encuestados espera que las reinversiones del APP se prolonguen hasta junio de 2023, con una reducción continuada de la cartera de este programa a partir de esa fecha.

información directa sobre la secuencia temporal de sus modificaciones de los tipos de interés. De nuevo, esto debilita el «efecto anuncio» del endurecimiento cuantitativo, en comparación con la expansión cuantitativa.

En resumen, todos estos argumentos justifican, en mi opinión, que el proceso de reducción del balance en el área del euro sea muy gradual y predecible. También es esencial mantener la posibilidad de adoptar medidas contra la fragmentación —ya sea haciendo uso de la flexibilidad en las reinversiones del PEPP o mediante la activación del TPI si estuviera justificado y fuera necesario<sup>15</sup>.

### **La coherencia entre las políticas monetaria y fiscal**

En la última parte de mi intervención me gustaría centrarme brevemente en cómo ser la combinación de las políticas monetaria y fiscal en el contexto actual.

La elevada inflación y la normalización de la política monetaria presentan un escenario complejo para la política fiscal. La normalización implica que la política monetaria se está endureciendo en un momento en el que las economías afrontan una perturbación energética. En este contexto, la política fiscal debería evitar proporcionar un estímulo generalizado, ya que esto incrementaría adicionalmente las presiones inflacionistas.<sup>16</sup> A su vez, este incremento de la inflación podría obligaría a endurecer adicionalmente la política monetaria, con las consiguientes consecuencias adversas para los costes de financiación de las Administraciones Públicas y para la economía en su conjunto.

En términos más generales, la respuesta óptima debería guiarse, en mi opinión, por cuatro criterios.

Primero, el tono agregado de las políticas fiscales en el área del euro también debería normalizarse. Como ha señalado el Consejo Fiscal Europeo, durante los próximos años, los países deberían mantener una orientación neutral o incluso ligeramente restrictiva en términos agregados. Esto es especialmente importante en el caso de los países muy endeudados, ya que pueden combinar un tono contractivo en la parte del presupuesto con financiación de origen nacional con una orientación expansiva en los gastos financiados con fondos europeos, como los del programa NGEU. Esto estaría en consonancia también con la actual orientación fiscal de la Comisión Europea para 2023.

Segundo, la política fiscal debe estar preparada para reaccionar con flexibilidad en caso de que se materialicen escenarios adversos. Si se produce una desaceleración de la actividad, la mejor forma de dar una respuesta focalizada y rápida es permitir que los estabilizadores automáticos operen libremente. Si se materializan presiones inflacionistas más intensas, podría necesitarse una política presupuestaria más restrictiva.

---

<sup>15</sup> En el marco del TPI, el Eurosystema podrá adquirir en el mercado secundario valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro de las condiciones de financiación que no esté justificado por los fundamentos económicos del país en cuestión, siempre que se cumplan los criterios establecidos. Para más información, véase la nota de prensa del BCE «[El Instrumento para la Protección de la Transmisión](#)», 21 de julio de 2022.

<sup>16</sup> Por ejemplo, expertos del Banco de España han llevado a cabo un ejercicio basado en modelos para evaluar el impacto que tendría sobre la inflación del área del euro un incremento del gasto público permanente y no focalizado del 1 % del PIB. Los resultados muestran que, por cada 1 % del PIB de gasto, la inflación aumenta 0,2 puntos porcentuales tres años después. Esta relación podría ser más fuerte en función de la composición del gasto y en un contexto de restricciones de oferta.

Tercero, las medidas de política fiscal deberían ser focalizadas, es decir, deberían centrarse en los hogares y las empresas que son más vulnerables al encarecimiento de la energía. Según estimaciones de la OCDE, la mayoría de las medidas que han tomado las economías avanzadas hasta la fecha para limitar el impacto de los elevados precios energéticos no han sido focalizadas. Además, la mejor respuesta de la política fiscal sería ayudar a ajustar el lado de la oferta de la economía apoyando proyectos de inversión que incrementen el crecimiento potencial y la capacidad de resistencia a perturbaciones de la economía europea, incluida una mayor integración e interconexión de los mercados energéticos.

El último motivo es que las medidas adoptadas deberían ser temporales. Ello contribuiría a garantizar que el coste presupuestario sea manejable y que no deteriora adicionalmente el déficit público estructural.

### **Conclusiones**

Permitanme concluir.

Confío en que, al compartir con ustedes mis opiniones sobre la senda de normalización de nuestra política monetaria, haya logrado tranquilizarlos sobre nuestro compromiso para impedir que la inflación alta se afiance. Cuanto más confíen nuestros conciudadanos del área del euro en que la inflación retornará con prontitud del 2 %, más sencillo será el proceso de ajuste.

Muchas gracias por su atención.