
03.03.2021

La política monetaria del Banco Central Europeo: respuesta frente a la crisis pandémica y desafíos futuros

Universidad Autónoma de Madrid

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

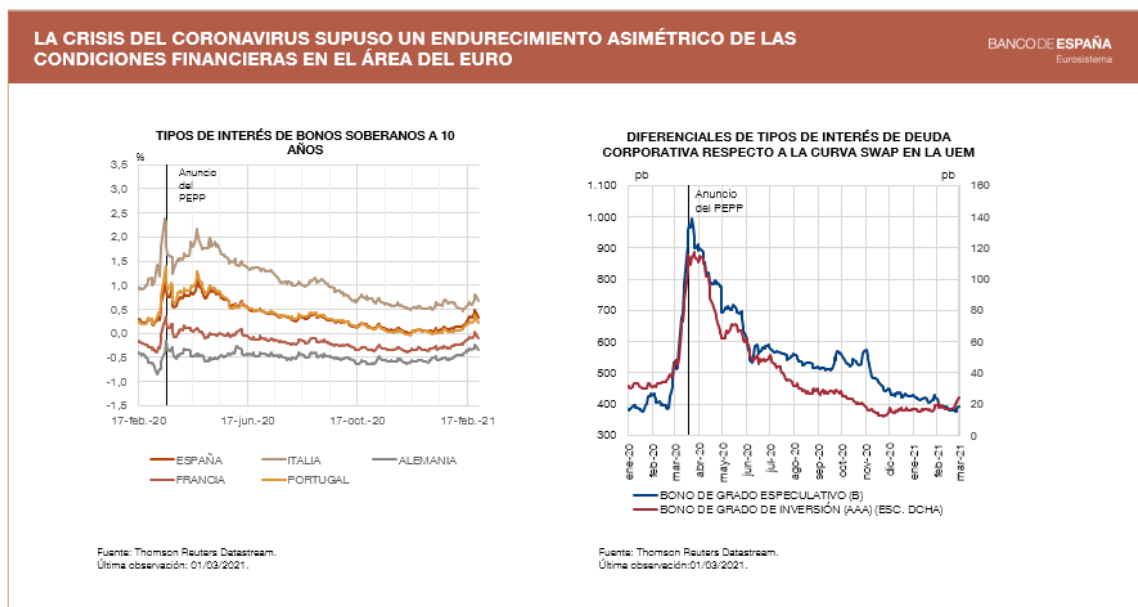
Excelentísimo Rector Magnífico, resto de autoridades académicas, señoras y señores, muy buenos días:

Es un verdadero placer para mí poder participar en este acto de la Universidad Autónoma de Madrid.

Quiero aprovechar esta oportunidad para compartir con todos ustedes, en primer lugar, unas reflexiones sobre cómo ha actuado la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) frente a la pandemia de COVID-19 durante el último año, ayudando a evitar algunas de las consecuencias más graves, al menos desde el punto de vista económico, de las diferentes olas de la enfermedad en Europa.

En segundo lugar, ofreceré un breve repaso de la situación económica del área del euro en el momento actual y del papel de la política monetaria en los próximos trimestres.

En la tercera parte de mi intervención me gustaría reflexionar, asimismo, sobre algunos de los desafíos a los que se enfrenta, a medio y a largo plazo, la política monetaria en las economías avanzadas, que han motivado que los principales bancos centrales, entre ellos el BCE, hayan iniciado un proceso de revisión de su estrategia de política monetaria.



Las medidas de política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis pandémica

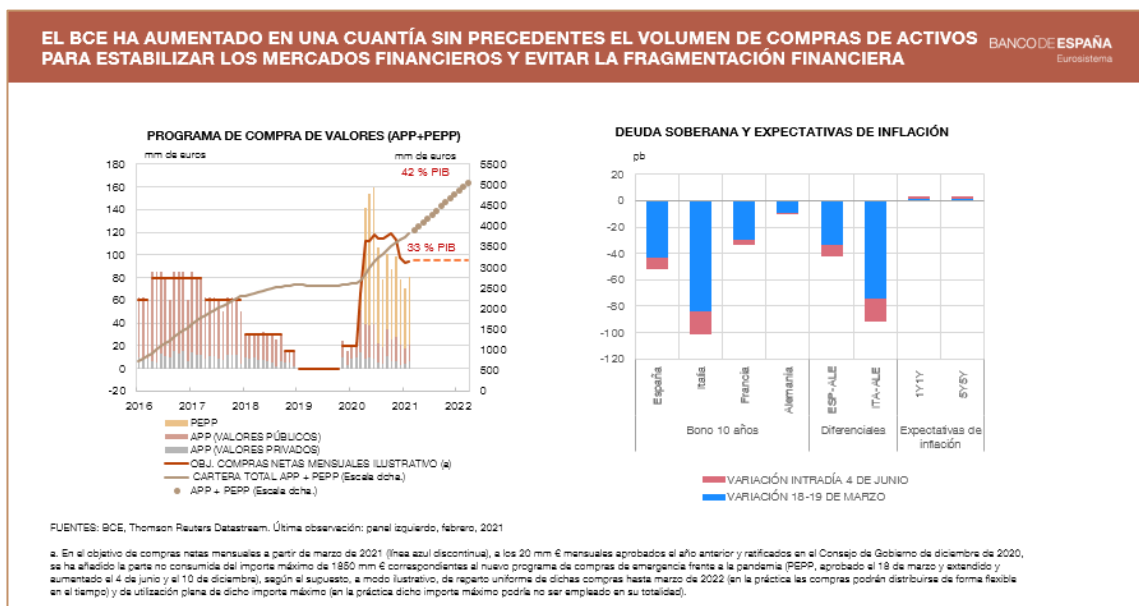
La irrupción del COVID-19 en Europa a finales de febrero y comienzos de marzo de 2020 generó una perturbación económica de magnitud inusitada que demandaba una respuesta urgente y decisiva de política económica para evitar que los efectos de la crisis se convirtieran en permanentes.

La política fiscal era —y sigue siendo— la herramienta más adecuada para actuar en este contexto, dado que cuenta con los instrumentos para lograr ese objetivo con acciones focalizadas y que se acomoden a una duración incierta y heterogénea.

Con carácter general, la respuesta de los Gobiernos europeos —basada especialmente en medidas de sostenimiento de rentas de hogares y empresas— ha sido muy contundente y, en esta ocasión, ha contado también con una acción conjunta sin precedentes, sobre todo tras la aprobación por parte del Consejo Europeo del programa de recuperación europea *Next Generation EU*.

Por su parte, la política monetaria también debía actuar —y ha actuado— de una manera muy enérgica. En efecto, la perturbación económica generada por la pandemia se vio acompañada inicialmente por un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro. Los mercados financieros comenzaron a descontar caídas significativas en la actividad económica y una escalada de la deuda pública y privada a medida que los diferentes Gobiernos anunciaban los planes de contención contra la enfermedad. Esto impulsó al alza los tipos de interés en los mercados de deuda soberana y corporativa, lo cual, de no ser atajado a tiempo, podía amplificar la caída de la demanda agregada y, por ende, de la inflación.

Además, la primera fase de la crisis del COVID-19 no afectó a todos los países miembros del área del euro por igual, sino de una manera asimétrica. Algunos países, como Italia o España, con niveles de deuda pública de partida relativamente elevados, se vieron más afectados por la primera ola del virus, tanto epidemiológicamente como por su dependencia de sectores más vulnerables (por ejemplo, el turismo). El resultado fue un aumento de los costes de financiación mucho más pronunciado en estos países.



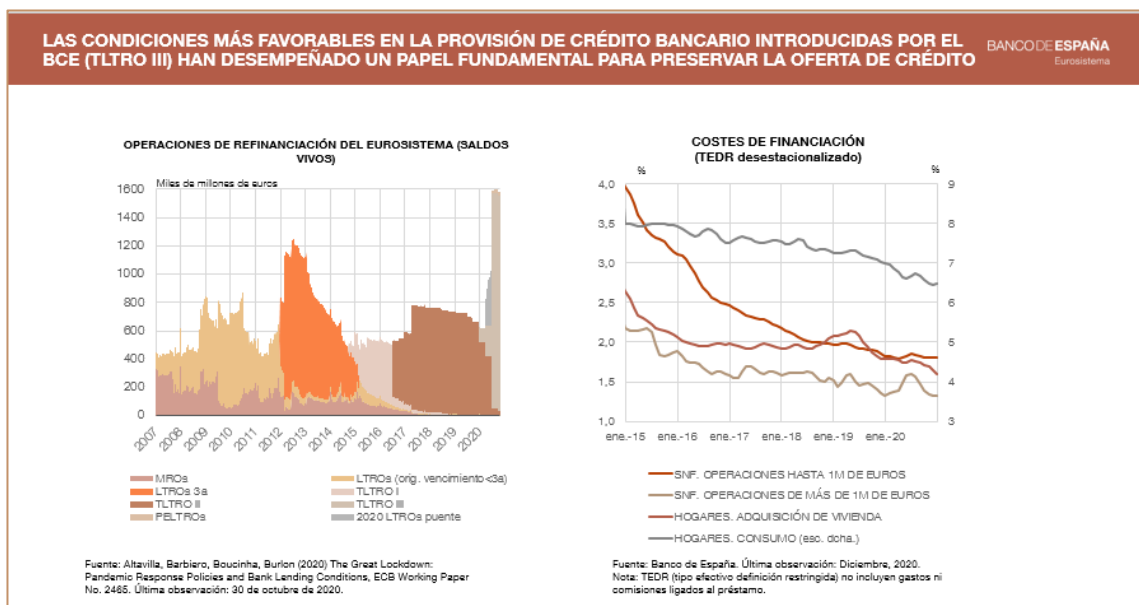
Ante esta situación, y con el objetivo dual de relajar las condiciones de financiación y de hacer frente a los signos incipientes de fragmentación financiera entre los países del área, en el Consejo de Gobierno del BCE aprobamos un paquete de medidas, que actuaron en dos dimensiones principales: la compra de activos y las operaciones de liquidez. Por un lado, mediante el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y, por el otro, mediante las operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). Estas medidas han sido ampliadas y reforzadas con posterioridad (la última vez, el pasado diciembre) debido a la

persistencia de la pandemia y a sus efectos negativos sobre la economía. A continuación, discutiré cada una de ellas en detalle.

En cuanto al PEPP, se trata de un programa de compras de bonos públicos y privados, introducido en marzo de 2020. La principal diferencia de este programa respecto del anterior programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) reside en su flexibilidad. Así, mientras que el APP mantiene una estructura relativamente rígida en cuanto a la distribución de las compras de activos tanto a lo largo del tiempo como por jurisdicciones, el PEPP nos ha permitido concentrar esas compras en los meses más críticos de la crisis pandémica y en los países que, en cada momento, han estado sometidos a un mayor grado de tensionamiento de sus condiciones de financiación.

Gracias a esta flexibilidad, junto con el gran volumen de compras de activos previsto inicialmente, el anuncio de la creación del PEPP del 18 de marzo sirvió para reducir de manera sustancial los tipos de interés de la deuda soberana (en especial, la de países que en ese momento se estaban viendo más gravemente afectados por la crisis sanitaria, como Italia y España). Desde una perspectiva más amplia, la introducción del PEPP —junto con las ampliaciones de junio y diciembre, que elevaron el volumen máximo de compras netas hasta los 1,85 billones de euros— dio paso a una fase de relajación gradual de las condiciones financieras en el área del euro que llegó no solo a la deuda soberana, sino también a otros segmentos de mercado, como la deuda corporativa. Asimismo, según los análisis del Banco de España, el PEPP estaría teniendo un impacto positivo significativo sobre el crecimiento del PIB y la inflación del área del euro¹.

Esta relajación de las condiciones financieras ha sido crucial para otorgar margen de actuación a las autoridades fiscales de todos los países del área, lo que les ha permitido desplegar las actuaciones de sostenimiento de rentas de hogares y empresas que he mencionado.



Además del PEPP, otro instrumento fundamental en la respuesta de la política monetaria durante la crisis han sido las TLTRO. Este programa otorga a los bancos financiación en

¹ Véase Aguilar *et al.* (2020).

condiciones especialmente ventajosas, siempre y cuando cumplan con unos objetivos de concesión de crédito a empresas y hogares (en este último caso, excluyendo el crédito para compra de vivienda).

Con la llegada de la pandemia, este programa se modificó con el objetivo de hacerlo aún más atractivo para los bancos, permitiéndoles obtener financiación a un tipo de interés que, de forma temporal, puede llegar al -1 %, a condición de no que no reduzcan su volumen de crédito elegible en el contexto de la crisis pandémica.

Este instrumento está resultando también muy efectivo. Por ejemplo, en la operación TLTRO-III de junio los bancos participantes recibieron un total de 1,31 billones de euros, récord histórico en las operaciones de refinanciación del Eurosistema. La evidencia disponible sugiere que estas operaciones han cumplido la función para la que fueron diseñadas, ya que los bancos han utilizado la financiación recibida para conceder préstamos a la economía real².

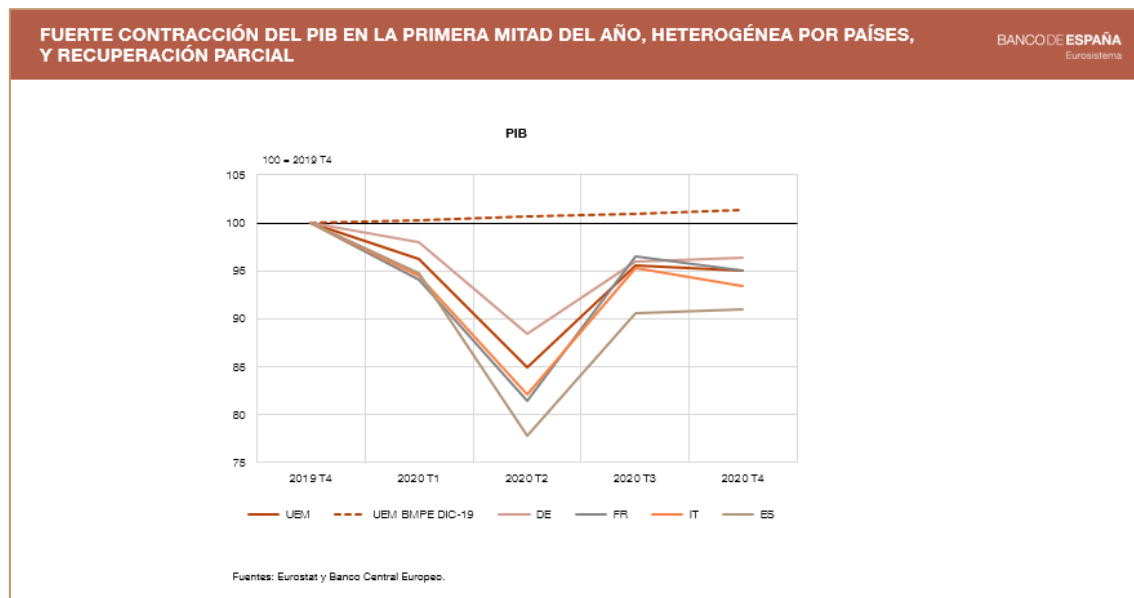
Estas medidas, junto con las adoptadas de forma complementaria tanto por los Gobiernos nacionales, en particular los programas de avales públicos a la concesión de crédito, como por las autoridades prudenciales, orientadas a permitir a las entidades financieras el uso de algunos de los colchones de capital acumulados en los últimos años, han resultado determinantes para facilitar el flujo de financiación a la economía durante la crisis de forma complementaria³.

² Véase, por ejemplo, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) del mes de [octubre](#). Un resumen de los resultados de la encuesta para los bancos españoles participantes puede verse en Menéndez-Pujadas y Mulino (2020).

³ Para más detalle sobre la evolución de la financiación a empresas y hogares en el contexto de la crisis del COVID-19, véanse Alves *et al.* (2020) y Alves *et al.* (2021).

Retos a corto y a medio plazo para la economía del área del euro y la política monetaria

Permítanme ofrecer a continuación algunas reflexiones sobre las perspectivas actuales del área del euro y el posible papel que ha de desempeñar la política monetaria a corto y a medio plazo.



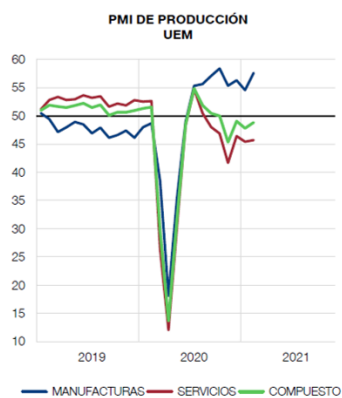
Un año después de que se notificaran los primeros casos de COVID-19 en Europa, la pandemia del coronavirus continúa cobrándose un trágico coste humano y planteando enormes retos para la economía.

Desde el punto de máxima debilidad que se alcanzó en la pasada primavera, la actividad económica del área del euro inició una senda de recuperación que, no obstante, se encuentra sujeta a un nivel elevado de incertidumbre y que está siendo parcial, desigual y frágil.

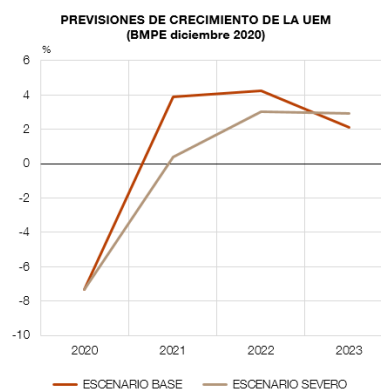
Así, tras un fuerte rebote en el tercer trimestre de 2020, la tasa de crecimiento del PIB volvió a terreno negativo —un 0,6 %— en el cuarto trimestre, como resultado de la reintroducción de las medidas de contención de la pandemia en la mayor parte de los países.

De esta forma, al final de 2020 el nivel del PIB se situaba todavía un 5 % por debajo del registrado en el último trimestre de 2019. Si se toman las proyecciones del BCE realizadas antes de la extensión de la pandemia (las publicadas en diciembre de 2019), se obtiene que a finales de 2020 el nivel del PIB se situaba un 6,3 % por debajo del nivel que se preveía para finales del año pasado.

Por países, dentro de las cuatro economías de mayor tamaño del área, la pérdida de producto ha sido más pronunciada en España, con una caída del 9,1 %, que en Italia, Francia o Alemania, con reducciones del 6,6 %, el 4,9% y el 3,6 %, respectivamente. Destaca el impacto también heterogéneo por sectores de la pandemia, que está afectando principalmente a los servicios.



Fuente: Markit. Última observación: febrero 2021



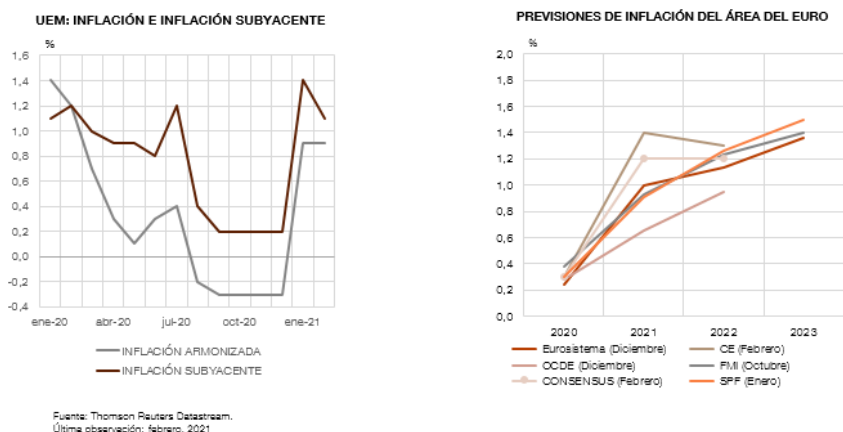
Fuente: BCE

Además, persiste una elevada incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación en la primera parte de 2021, dados los desarrollos recientes de la pandemia en Europa. Los indicadores de corto plazo disponibles señalan una desaceleración de la actividad en lo que llevamos de año. De prolongarse de manera generalizada las medidas adicionales de contención de la crisis sanitaria, no cabe descartar que se llegue a una nueva contracción en algunos países o sectores. Así, el indicador adelantado de actividad PMI acusó en el área del euro una modesta mejora en febrero, de 1 punto porcentual (pp), hasta 48,8, prolongándose en territorio de recesión durante los últimos cuatro meses⁴, y el indicador de confianza del consumidor de la Comisión Europea también está experimentando una contracción desde principios de año.

A pesar de la noticia extraordinariamente positiva que supuso la disponibilidad de las vacunas y el lanzamiento de las campañas de vacunación desde finales del año pasado, se prevé una elevada persistencia de la crisis. De acuerdo con el escenario central de las últimas proyecciones realizadas por el Eurosistema, publicadas en diciembre y que se actualizarán la semana que viene, la economía del área del euro no recuperaría el nivel del PIB previo a la crisis hasta el segundo trimestre de 2022, momento en que se situaría todavía un 3,7 % por debajo del nivel previsto para ese trimestre antes de la crisis⁵.

⁴ En febrero, el PMI del sector servicios experimentó una modesta mejora de 0,3 pp, hasta 45,7, muy inferior al de manufacturas, que aumentó en 3,1 pp y continúa en zona de expansión en 57,9.

⁵ En este escenario base se proyectaba una disminución del PIB del área del euro de un 7,3 % en 2020, seguido del aumento del 3,9 % previsto para 2021, un punto por debajo del proyectado en septiembre. Según la estimación preliminar de Contabilidad Nacional del área del euro, el PIB habría descendido en 2020 finalmente en un 6,8 % anual, algo menos de lo esperado.



En cuanto a las perspectivas de inflación del área, el BCE preveía una cierta recuperación para el presente año, pasando del 0,2 % en 2020 —finalmente registró un alza del 0,3 %— al 1 %, recuperación que continuaría en 2022 y 2023 hasta el 1,1 % y 1,4 %, respectivamente. Estos valores, no obstante, están alejados del objetivo de estabilidad de precios, definido como una inflación inferior —pero cercana— al 2 % a medio plazo.

Los datos más recientes, referidos a la estimación para febrero, del índice de inflación armonizado de la eurozona muestran un incremento del 0,9 %, en tasa interanual, la misma cifra que en enero, en el que se habría compensado la menor caída de los precios de la energía, en un contexto de aumento de precios del petróleo, con la moderación del componente subyacente (que excluye energía y alimentos). Este se moderó 3 décimas respecto a enero, hasta el 1,1%. Esta evolución está especialmente condicionada por factores de naturaleza transitoria, como el cambio en las ponderaciones del IAPC, que desde enero se basan en los patrones de consumo de 2020 y que, aunque van a tener un efecto moderador a la baja muy marginal sobre el conjunto del año, van a tener un impacto considerable sobre la dinámica a corto plazo de la inflación, dificultando su interpretación. Asimismo, las medidas de contención de la pandemia estarían alterando el calendario de la temporada de rebajas en varios países

La situación que acabo de describir es, por tanto, la de una recuperación frágil, heterogénea e incierta en el área del euro, donde se estarían materializando algunos de los riesgos a la baja identificados hace solo unos meses sobre nuestro escenario central a corto plazo.

En el contexto actual de incertidumbre, tanto sobre la evolución de la pandemia como sobre la rapidez de las campañas de vacunación, la mejor contribución que puede realizar la política económica es proporcionar confianza y certidumbre.

En relación con la política monetaria, esta es precisamente una de las motivaciones centrales que se encuentra detrás de las decisiones y la comunicación reciente del Consejo de Gobierno del BCE.

En concreto, el pasado diciembre ampliamos el programa PEPP hasta, al menos, marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que consideremos que la fase de crisis del coronavirus ha

terminado. Continuaremos también reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2023.

Además, esperamos que los tipos de interés continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observemos una convergencia sólida de las perspectivas de inflación en un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en nuestro horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

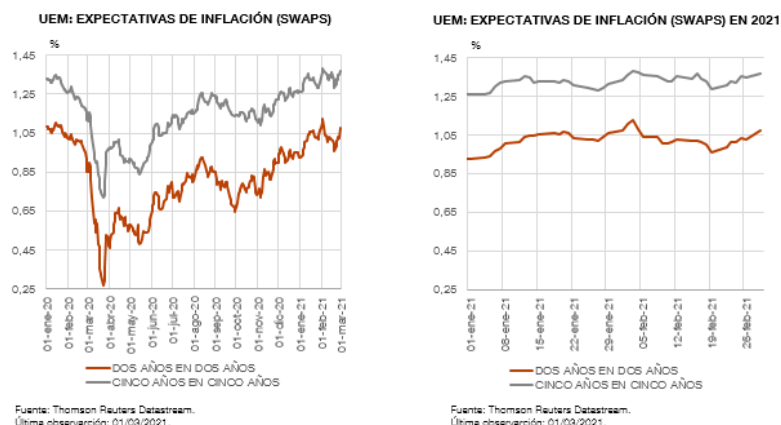
Por otro lado, las compras netas en el marco de nuestro programa de compras de activos (APP) continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros y proseguirán durante el tiempo que sea necesario. Nuestra intención es que finalicen poco antes de que comencemos a subir los tipos de interés oficiales del BCE. También tenemos la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comencemos a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.

En todo caso, estamos preparados para ajustar todos nuestros instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avance hacia nuestro objetivo de manera sostenida, conforme a nuestro compromiso de simetría.

En conclusión, ante un empeoramiento de las perspectivas de actividad, y en un contexto de inflación prevista a medio plazo muy por debajo de nuestro objetivo, no cabe bajar la guardia. La política monetaria deberá mantener un estímulo monetario significativo hasta que la recuperación sea sólida, con el objetivo de mantener unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía.

¿Qué significa que la política monetaria deba mantener unas «condiciones de financiación favorables»?

Desde mi punto de vista, esto implica que la distribución flexible de los volúmenes de compras del PEPP y sus potenciales extensiones futuras deberá tener en cuenta al menos estas consideraciones:



- El nivel de las condiciones de financiación que se consideran adecuadas en cada momento deben fijarse en relación con aquel que permite el logro de nuestro objetivo de inflación. En la situación actual, la necesidad de mantener unas condiciones de financiación muy holgadas se justifica porque nos encontramos muy lejos del cumplimiento de ese objetivo. En concreto, en diciembre, con la ampliación del programa PEPP al menos hasta marzo de 2022, subrayamos que efectuaríamos las compras para preservar las condiciones de financiación durante ese período ampliado y que las compras se efectuarían de manera flexible dependiendo de las condiciones del mercado para evitar precisamente un endurecimiento de las condiciones de financiación que sea inconsistente con contrarrestar el impacto de la pandemia sobre la trayectoria proyectada de inflación.

- La medición de las condiciones de financiación debe cubrir un conjunto de indicadores que aproximen los distintos canales de transmisión de nuestra política monetaria de manera granular⁶ pero, en todo caso, me gustaría enfatizar el papel central que juegan los tipos de interés, dado que, al contrario que otros muchos indicadores, estos están disponibles en tiempo real, están fuertemente conectados con el resto de precios relevantes en los mercados financieros y canales de transmisión de la política monetaria y pueden ser controlados, al menos parcialmente, por las acciones del banco central. Es decir, se sitúan en una posición única entre nuestros instrumentos y las variables sobre las que queremos influir. Lo que observamos hoy en los tipos de interés nos informa sobre el efecto previsible que tendrán nuestras medidas de política monetaria, de tal manera que pueden servir de orientación a nuestras compras de hoy.

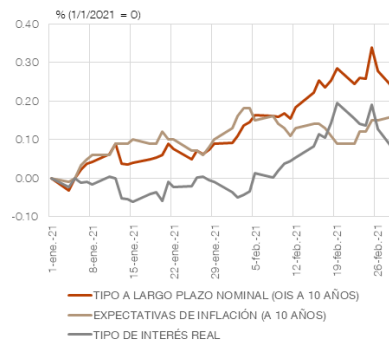
⁶ Véase Lane, P. (2021).

TIPOS DE INTERÉS DEL ÁREA DEL EURO A 10 AÑOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



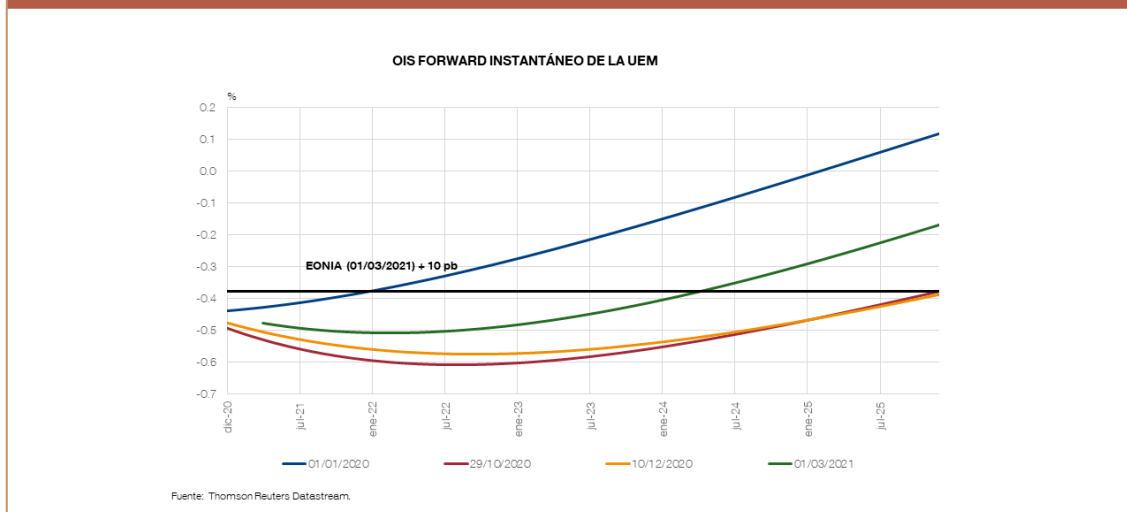
Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: 01/03/2021.

TIPOS DE INTERÉS DEL ÁREA DEL EURO A 10 AÑOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN, 2021



Fuente: Thomson Reuters Datastream.
Última observación: 01/03/2021.

- En este sentido, desde diciembre se ha producido un cierto incremento en los tipos de interés nominales a largo plazo en el área del euro. En un primer momento, su incremento observado se acompañó de una recuperación de las expectativas de inflación, manteniéndose los tipos de interés reales prácticamente intactos. Sin embargo, en un contexto en el que los niveles de las expectativas de inflación se encuentran muy por debajo de nuestro objetivo, una reducción de los tipos de interés reales habría contribuido en mayor medida a la recuperación y a facilitar la consecución de ese objetivo.
- Más recientemente los incrementos de los tipos nominales de largo plazo no se han visto acompañados de incrementos de la misma magnitud en las expectativas de inflación a largo plazo, lo que *de facto* ha comportado un cierto aumento del tipo de interés *real*. Ello podría afectar negativamente a la actividad económica y, por tanto, a la inflación.
- En este sentido, deberemos hacer un seguimiento estrecho de los tipos de interés nominales de largo plazo y actuar adecuadamente para lograr mantener unas condiciones de financiación favorables, de acuerdo con nuestra comunicación de diciembre.

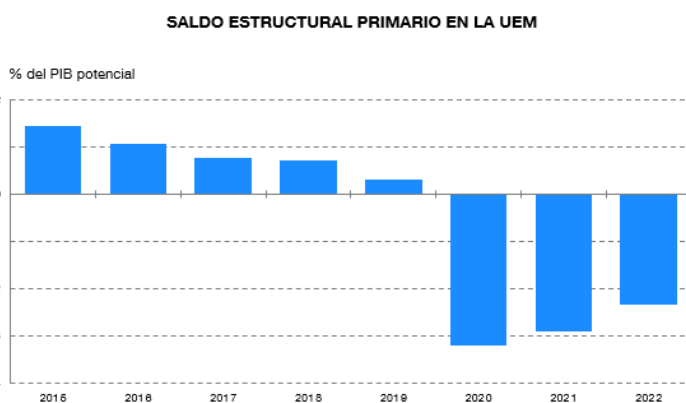


- Esta evolución de los tipos de interés de largo plazo tiene que ser analizada también con la del resto de la curva de tipos de interés. En este sentido, en paralelo a los desarrollos anteriores, hemos observado un aumento en la pendiente de la curva de tipos libre de riesgo, lo que podría reflejar expectativas por parte de los mercados de un adelanto en el momento en que comencemos a reducir el tono acomodaticio de nuestra política monetaria. En tanto que las expectativas de inflación a medio plazo, como decía antes, se mantienen aún en niveles muy inferiores a los marcados en nuestro objetivo, y persiste una elevada incertidumbre sobre la evolución económica, estos desarrollos resaltan la importancia de evitar aumentos prematuros en los tipos de interés nominales que puedan poner en peligro la convergencia de la inflación en su objetivo de medio plazo.

- Debemos asimismo seguir poniendo el foco en evitar problemas de fragmentación financiera entre países que dificulten la correcta transmisión de la política monetaria y la consecución del objetivo de inflación. Además de analizar la evolución de los tipos de interés de la deuda soberana, esto conlleva, entre otros aspectos, la necesidad de prestar una atención especial a la evolución de las condiciones crediticias, dada la especial relevancia del canal bancario en el área del euro para la financiación de los hogares, las empresas y los autónomos. En este sentido, hasta el momento, las primas de riesgo soberana se han mantenido muy contenidas. En el caso del crédito, los tipos de interés se han mantenido muy reducidos, si bien, en las últimas ediciones de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Eurosistema, las entidades señalaban un cierto grado de endurecimiento en las condiciones de financiación y anticipaban un posible tensionamiento adicional para los próximos trimestres.



Por otra parte, deberemos seguir haciendo un seguimiento de la evolución del tipo de cambio en relación con sus posibles efectos para las perspectivas de inflación a medio plazo. Si bien en las últimas semanas las presiones apreciatorias del euro se han moderado, desde mediados del año pasado se ha producido una progresiva apreciación del euro, que ha inducido presiones desinflacionarias en un momento en que las perspectivas de inflación del área del euro eran ya, como señalaba, históricamente bajas. Por ello, en el Consejo de Gobierno del BCE hemos enfatizado que seguiremos de cerca la evolución del tipo de cambio.



Este marco me lleva a subrayar de nuevo la importancia de mantener un grado de acomodación monetaria elevado para que la política fiscal pueda, a su vez, seguir manteniendo un grado de apoyo a la economía muy elevado en el área del euro hasta que se haya garantizado una recuperación sólida.

Esta actuación complementaria de las políticas monetaria y fiscal en la que llevamos insistiendo desde el principio de esta crisis, y que tan importante está resultando para paliar sus efectos, es particularmente relevante en el caso de los países que contaban con menos margen fiscal al inicio de la crisis. Un endurecimiento de las condiciones de financiación en estos países podría provocar una reacción restrictiva de la política fiscal, como vimos en algún momento de la anterior crisis, que dañaría seriamente la recuperación.

La política fiscal del área del euro no solo debe mantener un tono muy expansivo en esta fase de la crisis, sino que, dado que sus instrumentos tienen la capacidad de ser mucho más focalizados, estos deben centrarse precisamente donde puedan ser más efectivos.

Permítanme que explique esta idea con un ejemplo: uno de los aspectos más preocupantes derivados de la persistencia de la crisis es el riesgo de que los problemas iniciales de liquidez de las empresas no financieras más afectadas se conviertan en problemas de solvencia. En el caso de que se materializaran, estos problemas de solvencia no solo provocarían una destrucción de tejido productivo y de empleo, sino que también acabarían afectando a la capacidad de resistencia del sector bancario, que podría responder con una restricción crediticia que realimentara los efectos negativos sobre la capacidad de recuperación y sobre el crecimiento económico a medio plazo.

En este contexto, la política fiscal podría ser particularmente eficaz para evitar estos potenciales círculos viciosos a través del apoyo a las empresas no financieras. Dicho apoyo permitiría aliviar estos problemas de sobreendeudamiento de las empresas que consideremos viables, lo que facilitaría su supervivencia y un comportamiento más expansivo de la inversión y el empleo en la recuperación.

Además, este apoyo evitaría un deterioro, potencialmente relevante, de la posición patrimonial del sector bancario, lo que resulta crucial para impedir que esta crisis incorpore un elemento financiero adicional que podría hacerla mucho más persistente, como demostró la anterior crisis financiera internacional. De esta forma, el sector bancario podría, a través de la concesión de crédito a familias y empresas, contribuir a la reactivación de la economía una vez que se supere la pandemia, que, a buen seguro, precisará del correcto funcionamiento del canal crediticio, tan relevante en las economías europeas.

La revisión de la estrategia del Banco Central Europeo

En esta tercera parte de mi intervención me gustaría adoptar una perspectiva a más largo plazo y reflexionar acerca de los cambios que se están produciendo en la conducción de la política monetaria en las economías avanzadas, que han llevado al BCE —como a otros bancos centrales— a revisar su estrategia.

En los años previos a la crisis de 2007-2012, que en nuestro caso coinciden con los primeros años de andadura del BCE, en las economías avanzadas se consolidó un amplio consenso acerca del papel y el funcionamiento de los bancos centrales. En concreto, de acuerdo con esta visión, las autoridades monetarias actuarían como entidades independientes, es decir, no sujetas a control directo por parte de los Gobiernos, con un mandato claro de favorecer la estabilidad de precios, así como el pleno empleo en algunas jurisdicciones, como Estados Unidos.

RELACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINAL, REAL Y NATURAL

Tipo de interés *real* = Tipo de interés nominal – Tasa de inflación esperada

$$r_t = i_t - E_t \pi_{t+1}$$

Afecta a las decisiones de ahorro y de inversión de familias y empresas

Tipo de interés *natural* (r^*) Tipo de interés real que mantiene el PIB en su nivel potencial y la inflación estable en su objetivo (π^*)

Determinado por factores estructurales y no depende de las condiciones monetarias

Para estabilizar la inflación, el banco central intenta mantener el tipo real en el nivel del tipo natural

$$i_t = r_t^* + \pi^*$$

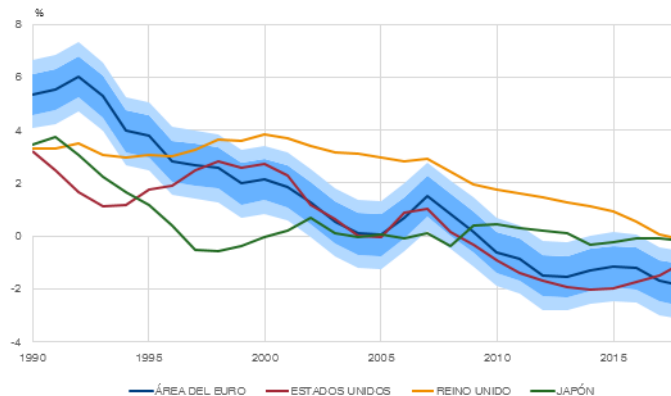
FUENTE: Banco de España.

El mandato de estabilidad de precios se articula normalmente como un objetivo numérico de inflación, con frecuencia del 2 % o, como en el caso del BCE, de un nivel cercano — pero inferior— al 2 %. Para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, el banco central ajusta el nivel general de los tipos de interés a los que se financian los agentes de la economía real (empresas, hogares y Gobiernos), ya sea a través del crédito bancario o de los mercados de deuda.

Si bien el banco central controla el tipo de interés nominal, el relevante para las decisiones de gasto de familias y empresas es el tipo de interés «real» —es decir, el nominal menos la inflación esperada—. Por ponerles un ejemplo, un tipo de interés nominal del 2 % cuando la inflación esperada es del 4 % es mucho más expansivo que un tipo nominal del 1 % en un entorno sin inflación.

Dado que los precios que determinan la inflación son parcialmente rígidos, el banco central puede afectar al tipo de interés real ajustando los tipos nominales. Antes de la crisis financiera, el manual del banquero central prescribía que, en un entorno de sobrecalentamiento de la economía y presiones al alza en precios y salarios, el banco central debía 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 con caída de los precios y aumento del desempleo, el banco central debía bajar los tipos de interés nominales reduciendo los tipos reales y estimulando la demanda agregada.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS NATURAL EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS



Fuente: Banco de España Informe Anual 2018, basado en el modelo de Fiorentini, Galesi, Pérez-Quiros y Santana (2018). Las bandas para la zona del euro se refieren a niveles de confianza del 68% y del 90%.

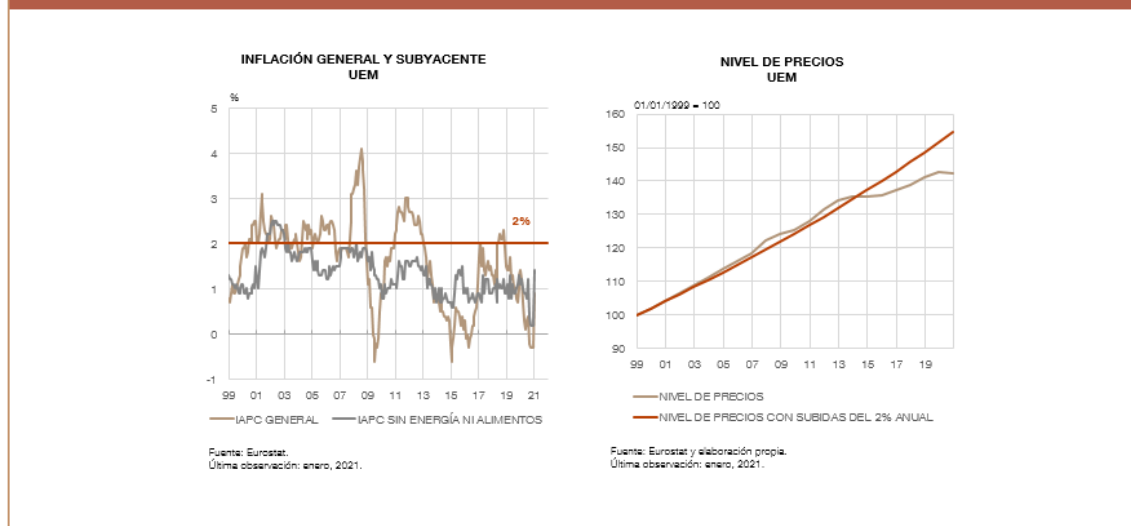
Conceptualmente, los bancos centrales intentaban mantener los tipos de interés reales en un nivel, conocido como «tipo de interés natural», que mantuviera el PIB en su nivel potencial y la inflación estable en torno a su nivel objetivo⁷. Dicho tipo de interés natural no se puede observar directamente y solo puede estimarse, con cierto grado de incertidumbre, mediante técnicas econométricas⁸.

Según las estimaciones disponibles, en las últimas décadas se habría producido una progresiva reducción de este tipo de interés natural en las economías avanzadas. Este fenómeno se atribuye a factores demográficos, como el envejecimiento de la población, o tecnológicos, como un menor crecimiento de la productividad, que han modificado el equilibrio entre oferta de ahorro y demanda de inversión. En el caso del área del euro, las estimaciones sitúan el tipo de interés natural en niveles incluso negativos⁹.

⁷ El concepto, los determinantes y las implicaciones para la política monetaria del tipo de interés natural se discuten en profundidad en Galesi *et al.* (2017).

⁸ Holston *et al.* (2017), por ejemplo, estiman que en 2016 el tipo natural se encontraba en niveles positivos, pero muy cercanos a cero, en Estados Unidos.

⁹ Véase, por ejemplo, Fiorentini *et al.* (2018).



La consecuencia es que, para estabilizar la inflación, los tipos de interés reales que efectivamente observemos en nuestras economías deben ser ahora más bajos que hace dos o tres décadas. Esto no sería un problema si los tipos nominales pudieran descender todo lo que fuera necesario; por ejemplo, con una inflación esperada del 1 %, para situar el tipo de interés real en, digamos, el -2 %, sería necesario reducir el tipo nominal hasta el -1 %.

El problema reside en que los tipos de interés nominales no pueden descender en terreno negativo todo lo que a veces sería necesario. Si el banco central impusiera tipos de interés del -5 %, por ejemplo, los bancos comerciales sufrirían rendimientos negativos en gran parte de sus activos, lo que afectaría adversamente a su rentabilidad y, en última instancia, a su capacidad de intermediación financiera, con el consiguiente impacto negativo sobre la oferta de crédito, la propia actividad económica y la inflación.

Por lo tanto, existe una cota inferior a los tipos de interés nominales, de modo que, si el banco central reduce los tipos de interés por debajo de ese nivel, el efecto sobre la economía puede ser contractivo, en lugar de expansivo, debido a los efectos negativos sobre el conjunto del sistema financiero¹⁰. El nivel de dicha cota inferior a los tipos de interés no es directamente observable y varía en el tiempo con la situación del sector financiero, pero, en cualquier caso, supone un límite inferior respecto a cuánto pueden reducir los tipos de interés los bancos centrales.

En Europa, el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE se encontraba ya en el $-0,5$ % antes de la crisis del COVID-19¹¹. En nuestra comunicación hemos enfatizado que existe la posibilidad de futuros recortes adicionales en ese tipo de interés, pero, en todo caso, desde una perspectiva más amplia parece evidente que la política monetaria convencional —es decir, aquella basada en el control del tipo de interés de corto plazo—

¹⁰ Véase, por ejemplo, Brunnermeier y Koby (2018) para una discusión del efecto de los tipos de interés sobre la rentabilidad bancaria y su capacidad para conceder crédito.

¹¹ Arce *et al.* (2018) estiman que esos niveles de tipos negativos no contraen necesariamente la oferta de crédito de los bancos europeos, y en particular de los españoles.

dispone, en el contexto actual, de un margen de maniobra más limitado en comparación con el que existía hace, por ejemplo, un par de décadas.

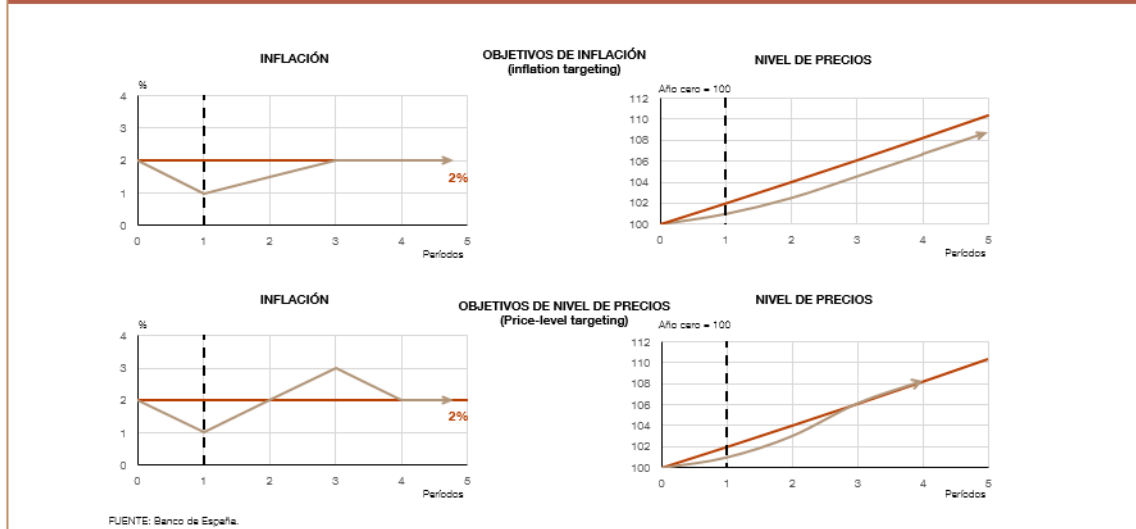
La cota inferior a los tipos de interés introduce una importante asimetría en la conducción de la política monetaria. Como comentaba antes, si la inflación sube por encima de su objetivo, los bancos centrales pueden subir los tipos de interés lo que sea necesario para «enfriar» la economía y reducir la inflación hasta niveles compatibles con su objetivo. Sin embargo, ante *shocks* deflacionistas que llevan la inflación por debajo del objetivo y al banco central a reducir sus tipos de interés, estos pueden terminar «chocando» con su cota inferior. Esta asimetría hace que la política monetaria sea potencialmente bastante más efectiva en su lucha contra la inflación que contra la deflación o, incluso, una inflación persistentemente baja.

Esto último puede llevar a un peligroso círculo vicioso. En un contexto en el que se prevea que la cota inferior a los tipos de interés puede restringir de forma frecuente la capacidad de actuación de los bancos centrales, los agentes económicos esperarán razonablemente que las desviaciones de la inflación por encima de su objetivo sean corregidas rápidamente, pero no así las desviaciones por debajo. Por lo tanto, la inflación esperada, en términos del promedio durante un período amplio, tenderá a situarse por debajo del objetivo.

Dado que a largo plazo el tipo de interés nominal es el tipo real de equilibrio más la inflación esperada, la caída de esta última implica menores tipos nominales de media, lo que provoca que estos choquen más a menudo con su cota inferior. Ello supone un menor espacio para proporcionar estímulo en períodos recesivos con baja inflación, lo cual abunda en menores expectativas de inflación, y así sucesivamente.

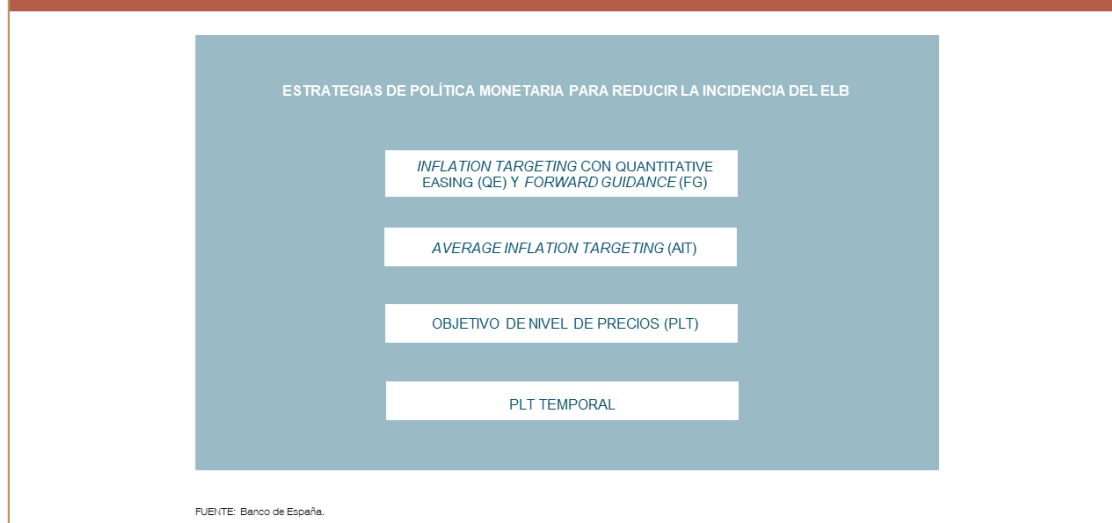
En este contexto de tipos naturales históricamente bajos, pérdida de capacidad de maniobra para la política de tipos de interés y riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, los principales bancos centrales han visto necesario replantear su estrategia de política monetaria, es decir, la manera en que se articulan sus objetivos de política monetaria y cómo se persiguen dichos objetivos con las herramientas disponibles.

Hasta ahora, en sus marcos estratégicos la mayoría de los bancos centrales han seguido variantes de lo que se conoce como «objetivo de inflación» o *inflation targeting*, por el cual persiguen que la inflación se mantenga cercana a un determinado valor numérico —por ejemplo, el 2 %— a lo largo de un horizonte de medio plazo.



No obstante, existen estrategias alternativas de política monetaria con las que el banco central intenta compensar las desviaciones pasadas de la inflación respecto de su objetivo. Estas son las llamadas «estrategias de compensación» o *make-up strategies*¹². Una de ellas es la que se conoce como «objetivo de nivel de precios» o *price level targeting*.

En este caso, el banco central anuncia una tasa de crecimiento objetivo del nivel de precios —por ejemplo, del 2 %—. A diferencia del caso del *inflation targeting*, si por algún motivo la inflación se sitúa temporalmente por debajo del 2 %, en el futuro el banco central tendrá que garantizar que se eleve por encima del 2 % para lograr que el nivel de precios retorne a su senda objetivo. De esta manera, esta estrategia lleva al banco central a corregir en el futuro cualquier desviación pasada de la inflación respecto del valor coherente con la senda objetivo del nivel de precios.



¹² Véase Banco de España (2020a) para una discusión en detalle de las estrategias de compensación.

Una estrategia menos radical, pero similar en espíritu, es la que se conoce como «objetivo de inflación promediado» o *average inflation targeting*. En este caso, el banco central intenta que la inflación promedio se mantenga en su nivel objetivo durante una cierta ventana de tiempo. A diferencia del *inflation targeting* tradicional, incluye un elemento de compensación de las desviaciones pasadas con respecto al objetivo marcado, pero este es limitado en el tiempo, en contraste con el *price level targeting*, donde todas las desviaciones pasadas deben compensarse, independientemente del tiempo transcurrido desde que se produjeron.

Uno de los problemas que se señalan en ocasiones, en relación con las estrategias de compensación, es que su aplicación simétrica estricta puede crear problemas de credibilidad de la propia estrategia. Por ejemplo, si existe el compromiso del banco central de reaccionar por igual a desviaciones de la inflación tanto por debajo del objetivo —que, como hemos visto, son las realmente problemáticas en el contexto actual— como por encima, podríamos encontrarnos con que, tras un período de inflación por encima del objetivo, el banco central tuviera que reducirla por debajo de este, lo cual le exigiría deprimir la actividad económica y el empleo.

Dado que un compromiso de este tipo puede no ser plenamente creíble, recientemente se ha propuesto que estas estrategias sean temporales, en el sentido de que el banco central opere normalmente con un régimen de *inflation targeting* tradicional, pero que, ante crisis con inflación baja que lleven los tipos de interés cerca de la cota inferior, se comprometa a una estrategia de compensación futura de la «inflación perdida» durante ese período¹³.

En este contexto, a finales de agosto de 2020 la Reserva Federal anunció los principales resultados de su revisión estratégica, que, entre otros cambios, le ha llevado a adoptar una nueva estrategia de *average inflation targeting* asimétrico, aunque sin precisar algunos parámetros de dicha estrategia, como la longitud de la ventana temporal sobre la cual calcular la inflación media que se desea estabilizar. En particular, en su nuevo marco estratégico la Reserva Federal afirma que, ante períodos con una inflación persistentemente por *debajo* del 2 %, intentará mantener la inflación moderadamente por *encima* del 2 % durante un cierto tiempo¹⁴. Esta asimetría en la respuesta de la Fed ante desviaciones de la inflación con respecto a su promedio objetivo negativas (con una respuesta expansiva relativamente más intensa) frente a desviaciones positivas —que la Fed se compromete a tolerar temporalmente— trata precisamente de abordar los problemas de credibilidad señalados anteriormente.

Por su parte, en enero de 2020 el BCE anunció el inicio de la revisión de su estrategia de política monetaria. La irrupción del COVID-19 ha supuesto un retraso en este proceso, que se espera que se extienda durante parte de este año. Dado que es un proceso en curso, no sabemos aún cuáles serán sus conclusiones, pero sí puedo adelantar que es un proceso abierto; tanto en el BCE como en los bancos centrales nacionales del Eurosistema estamos realizando una gran cantidad de análisis y pidiendo su opinión a la sociedad civil, a los economistas académicos y a otros colectivos profesionales y sociales.

¹³ Véase, por ejemplo, Bernanke *et al.* (2019).

¹⁴ Véase Banco de España (2020b) para una descripción de este anuncio y una valoración de sus efectos sobre los mercados financieros.

La revisión de la estrategia del BCE es muy ambiciosa, ya que no solo analiza cuestiones como la posible adopción de estrategias de compensación por desviaciones pasadas en la inflación respecto de su objetivo, sino que también aborda temas adicionales, como el diseño y uso óptimo de los diversos instrumentos de política monetaria, la medición de la inflación, las interacciones entre la política monetaria y la política macroprudencial, la política de comunicación de la institución, o el impacto del cambio climático, la digitalización o la globalización sobre la política monetaria. Todos estos aspectos y otros adicionales cubiertos por la revisión estratégica pueden ser relevantes a la hora de cumplir con nuestro mandato de estabilidad de precios.

De hecho, uno de los temas clave de esta revisión será el relativo a la definición misma del objetivo de estabilidad de precios del BCE. El objetivo de inflación actual, consistente en una tasa inferior —pero cercana— al 2 %, es susceptible de ser reformulado.

Por un lado, puede ser necesario clarificar el nivel concreto de inflación que se pretende alcanzar para facilitar su comprensión a los agentes económicos. Por otro, cabría la posibilidad de dotar a dicho objetivo de una naturaleza más simétrica, que deje claro que nuestra respuesta ante desviaciones de la inflación por debajo de su objetivo será tan fuerte como ante desviaciones por encima, así como nuestra determinación para lograr resultados simétricos en la evolución de la inflación en torno a su objetivo.

Asimismo, en el contexto actual de baja inflación y tipos de interés cercanos a su cota inferior, el objetivo de inflación habrá de tener en cuenta la necesidad de permitir un colchón suficientemente alto, por encima de cero, que dé más margen de maniobra a la política convencional de tipos de interés.

Por todo lo anterior, creo que sería deseable establecer un objetivo de inflación del 2 %, interpretado de forma simétrica, en el sentido en que acabo de señalar. Ello tendría la triple ventaja de clarificar el objetivo numérico, elevarlo respecto del actual (que en todo caso es inferior al 2 %), dotando así de más espacio a nuestra política de tipo de interés, y eliminar por completo la posible percepción de asimetría en la formulación actual.

Otro aspecto importante será el de cuáles deben ser los instrumentos de la política monetaria del BCE y su interacción dentro del nuevo marco estratégico. En este sentido, parece evidente que, ante un entorno de bajos tipos de interés naturales y mayor limitación al uso de los tipos de interés nominales como herramienta de estabilización, los programas de compra de activos o las operaciones de provisión de liquidez a los bancos han pasado a formar parte de la «caja de herramientas» normal de los banqueros centrales. Además, la crisis pandémica ha ilustrado de forma dramática cómo, ante crisis exógenas que golpean el área del euro en su conjunto, el impacto económico y financiero puede ser asimétrico en distintas jurisdicciones. Ello sugiere la conveniencia de que nos dotemos de forma permanente de instrumentos lo bastante flexibles para evitar la reaparición de dinámicas de fragmentación que comprometan la correcta transmisión de la política monetaria en toda el área del euro.

La crisis actual también ha puesto de manifiesto que la política monetaria no puede actuar como único mecanismo de estabilización de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En este sentido, resulta crucial que la UEM se dote de un mecanismo permanente de estabilización fiscal que permita afrontar futuras crisis sin la necesidad de acuerdos políticos *ad hoc*. Los fondos europeos aprobados durante esta crisis pueden ser un buen

embrión de este mecanismo. Adicionalmente, hay que subrayar que muchas de las razones que se encuentran detrás del nivel reducido del tipo de interés natural en nuestras economías tienen su origen en fenómenos estructurales, como el envejecimiento poblacional o la baja productividad, que generan también un crecimiento potencial más reducido. En este sentido, las reformas estructurales que afronten estos problemas permitirán aumentar no solo el crecimiento y el bienestar futuros, sino también la tasa de interés natural, y, por tanto, facilitarán el diseño y la implementación de la política monetaria.

Todas estas cuestiones serán analizadas en nuestra revisión de la estrategia de la política monetaria del BCE. Estoy seguro de que esta revisión reforzará la efectividad de la política monetaria en el área del euro y su capacidad para lograr sus objetivos en el entorno macroeconómico de la próxima década.

Muchas gracias.

Bibliografía

Aguilar, P., Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020). [La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19](#), Documentos Ocasionales, n.º 2026, Banco de España.

Altavilla, C., F. Barbiero, M. Boucinha y L. Burlon (2020). *The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions*, Documento de Trabajo 2465, Banco Central Europeo.

Alves, P., F. Arrizabalaga, J. Delgado, J. Galán, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2021). [«Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero»](#), Artículos Analíticos, Banco de España.

Alves, P., R. Blanco, S. Mayordomo, F. Arrizabalaga, J. Delgado, G. Jiménez, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte (2020). [«Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero»](#), Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

Arce, Ó., M. García-Posada, S. Mayordomo y S. Ongena (2018). *Adapting lending policies in a “negative-for-long” scenario*, Documentos de Trabajo, n.º 1832, Banco de España.

Banco de España (2020a). [«El papel de las políticas económicas ante la pandemia en el plano internacional»](#), capítulo 3, *Informe Anual 2018*.

—(2020b). [“La revisión de la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal: aspectos principales e impacto sobre los mercados financieros”](#), recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020.

Bernanke, B. S., M. T. Kiley y J. M. Roberts (2019). *Monetary Policy Strategies for a Low-Rate Environment*, AEA Papers and Proceedings, n.º 109, pp. 421-426.

Brunnermeier, M. K., y Y. Koby (2018). *The Reversal Interest Rate*, NBER Working Paper 25406.

Fiorentini, G., A. Galesi, G. Pérez-Quirós y E. Sentana (2018). [The rise and fall of the natural interest rate](#), Documentos de Trabajo, n.º 1822, Banco de España.

Galesi, A., G. Nuño y C. Thomas (2017). [«El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria»](#), Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

Holston, K., T. Laubach y J. Williams (2017). «Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants», *Journal of International Economics*, n.º 108, pp. 59-75.

Lane, P. (2021). The compass of monetary policy: favourable financing conditions, Discurso en la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Menéndez-Pujadas, Á., y M. Mulino (2020). [«Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2020»](#), Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.