

17.09.2021

La nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo

IESE Business School, Barcelona
Pablo Hernández de Cos
Gobernador del Banco de España

Señoras y señores, muy buenos días:

Es un placer para mí poder participar en este encuentro, organizado por IESE Business School en Barcelona.

Quiero aprovechar esta oportunidad para compartir con todos ustedes los principales ejes de la nueva estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), aprobada por unanimidad en el Consejo de Gobierno del BCE y anunciada el pasado 8 de julio.

La actual revisión ha requerido un gran esfuerzo colectivo tanto por parte del personal del BCE como de los bancos centrales nacionales del Eurosistema durante los últimos 18 meses, y se ha organizado en trece líneas de trabajo diferentes¹. Durante este proceso hemos escuchado también las opiniones de ciudadanos, expertos del mundo académico, miembros del Parlamento Europeo y organizaciones de la sociedad civil de toda el área del euro. La nueva estrategia de política monetaria nos permitirá mejorar nuestra capacidad de cumplir con el mandato de estabilidad de precios en los próximos años.

En mi intervención de hoy, en primer lugar, pondré en contexto el anterior marco estratégico y explicaré los profundos cambios estructurales que ha experimentado la economía del área del euro en las últimas décadas, que han llevado al BCE a actualizar su estrategia de política monetaria. En concreto, abordaré dos cuestiones particularmente relevantes para la ejecución de la política monetaria actual: la caída de los tipos de interés reales de equilibrio y, como consecuencia de ello, el desafío que el límite inferior de los tipos de interés representa para el margen de actuación de la política monetaria.

En la segunda parte de mi intervención, desgranaré los principales aspectos de la nueva estrategia y explicaré cómo contribuyen a hacer frente a los desafíos que la han motivado.

Por último, analizaré con especial atención la reciente modificación de nuestra orientación futura de tipos de interés, o *forward guidance*, para adecuarla a la nueva estrategia, y comentaré las decisiones de política monetaria adoptadas en la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE.

El anterior marco estratégico y sus resultados

La estrategia de política monetaria del BCE se guía y se rige por el mandato que le encomiendan el Tratado de la Unión Europea (TUE) y el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Este último, en su artículo 127, asigna al BCE el mandato primario de mantener la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro². Por tanto, el objetivo

¹ Véase <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/workstreams.en.html>

² Sin perjuicio de este objetivo, el artículo 127 del TFUE establece asimismo que el Eurosistema apoyará las políticas económicas generales de la Unión Europea (UE) con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del TUE. Estos objetivos incluyen un crecimiento económico equilibrado, una economía social de mercado altamente competitiva tendente al pleno empleo y al progreso social, y un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medioambiente.

principal del BCE es mantener la estabilidad de precios, tarea primordial para asegurar la estabilidad macroeconómica y, por tanto, el bienestar de los ciudadanos del área del euro³.

El TFUE deja al criterio del BCE tanto la definición exacta de «estabilidad de precios» como la manera de conseguirla, lo que se conoce como «estrategia de política monetaria». Por tanto, es el BCE quien debe establecer en su estrategia de política monetaria la definición de estabilidad de precios.

En 1998, el BCE definió la estabilidad de precios como un aumento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del área del euro inferior al 2 %. Con posterioridad, en 2003, el Consejo de Gobierno del BCE clarificó que, en búsqueda de la estabilidad de precios, se fijaba como objetivo una inflación inferior, aunque cercana, al 2 % a medio plazo.

¿Por qué el BCE fijó un objetivo de inflación positivo, y no cero, si su mandato es la estabilidad de precios? Principalmente, por tres motivos. En primer lugar, porque mantener una tasa de inflación positiva reduce la probabilidad de que los tipos de interés nominales se acerquen a su límite inferior como consecuencia de una perturbación desinflacionaria. Este es un tema importante al que dedicaré buena parte de mi intervención, pero, por el momento, basta con decir que en 2003 se consideraba que una inflación inferior, pero cercana, al 2 % proporcionaría un margen de seguridad suficiente para que los tipos de interés no alcanzasen dicho límite inferior.

Una segunda razón para tener como objetivo una inflación positiva es que la inflación del IAPC puede estar sujeta a un sesgo positivo a la hora de medir el incremento real del coste de la cesta de consumo (por ejemplo, debido a mejoras en la calidad de los productos). Esto implica que una inflación cero en el IAPC significaría *de facto* una caída del nivel de precios.

Como tercer motivo, una tasa de inflación positiva en el área del euro en su conjunto deja margen para posibles diferencias entre las tasas de inflación de sus distintos países. Si la inflación objetivo del área del euro fuese cero, esto implicaría que, para compensar una inflación positiva en unos países, los demás se enfrentarían a tasas de inflación negativas, es decir, a una situación de deflación. Dado que, en entornos con rigideces a la baja en precios y salarios, la deflación suele llevar acarreados efectos negativos sobre la actividad económica y el empleo, el mantenimiento de una inflación positiva en el área del euro reduce el riesgo de deflación en una parte de esta.

Para alcanzar este objetivo, el BCE utiliza como principal instrumento los tres tipos de interés oficiales a los que presta a los bancos comerciales y toma depósitos: la facilidad de depósito, las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de préstamos. Los movimientos de estos tipos de interés oficiales afectan a los rendimientos del mercado monetario, y estos, a su vez, terminan trasladándose a los tipos de interés a los que se financian los agentes de la economía real (empresas, hogares y Gobiernos), ya sea a través de los mercados de deuda o del crédito bancario.

³ Las disposiciones del TFUE, en su artículo 127, también implican que, con el objetivo de mantener la estabilidad de precios, el Eurosystem contribuirá asimismo a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.

En la primera década del euro, y en un contexto de *shocks* principalmente inflacionarios, la inflación se mantuvo en niveles cercanos al objetivo. Esto ayudó a mantener bien ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos y, por tanto, a establecer la credibilidad del BCE a la hora de cumplir con su mandato de estabilidad de precios.

En 2008, con la llegada de la crisis financiera global, se inició una segunda fase dominada por presiones desinflacionarias, que, con el tiempo, terminaron generando una tendencia a la baja en la inflación. Durante esta fase, el BCE ha mantenido una política de bajos tipos de interés en un intento de estimular la economía y la inflación. Sin embargo, la existencia del límite inferior de los tipos de interés, del que hablaré enseguida, ha restringido la capacidad del BCE para seguir reduciendo sus tipos oficiales. Esta limitación, junto con la caída persistente de la inflación y los signos incipientes de desanclaje en las expectativas de inflación a largo plazo, llevó al BCE a implementar a partir de 2014 medidas no convencionales de política monetaria, como las compras de activos a gran escala o las operaciones de refinanciación a más largo plazo. Pese a la implementación decidida de todas estas medidas, la inflación se mantuvo por debajo de su objetivo de forma persistente⁴.

La caída del tipo de interés natural y el problema del límite inferior

¿Por qué los tipos de interés históricamente bajos de la última década no han sido suficientes para situar la inflación en torno a su objetivo? Para responder a esta pregunta, es necesario entender los conceptos de «tipo de interés natural» y «límite inferior».

En primer lugar, es importante recordar que, para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios, el banco central influye sobre el nivel de los tipos de interés a los que se financian los distintos agentes económicos. Si bien el banco central controla el tipo de interés nominal, el tipo de interés relevante para las decisiones de gasto de familias y de 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 de bienes y de servicios son parcialmente rígidos, el banco central puede afectar al tipo de interés real ajustando los tipos nominales. El manual del banquero central prescribe que, en un entorno de sobrecalentamiento de la economía y de presiones al alza en precios y salarios, el banco central debe elevar los tipos nominales por encima de las expectativas de inflación, lo que endurece los tipos reales y «enfría» la economía. Y a la inversa: durante una recesión con caída de los precios y aumento del desempleo, el banco central debe bajar los tipos de interés nominales, lo que reduce los tipos reales y estimula la demanda agregada.

Pues bien, el modelo básico de política monetaria establece que, para cumplir con su objetivo de inflación, el banco central ha de mantener los tipos de interés reales en un nivel conocido como «tipo de interés natural», definido como el tipo de interés real que mantiene

⁴ Para más detalles, véase Rostagno *et al.* (2019).

el PIB en su nivel potencial y la inflación estable en su nivel objetivo⁵. Por tanto, un banco central con mandato de estabilidad de precios tenderá a ajustar en el tiempo su tipo de interés nominal en línea con las variaciones en el tipo natural.

En la práctica, el tipo de interés natural no se puede observar directamente y solo puede estimarse, con cierto grado de incertidumbre, mediante técnicas econométricas⁶. A pesar de esta cautela, existe un consenso generalizado en torno a que, en las últimas décadas, se ha producido una progresiva caída del tipo de interés natural en las economías avanzadas. Esta caída se atribuye principalmente a factores estructurales que han modificado el equilibrio entre oferta de ahorro y demanda de inversión, lo que ha empujado a la baja los tipos de interés de equilibrio. Entre estos factores cabe destacar los desarrollos demográficos (como el aumento de la esperanza de vida, que incentiva el ahorro de los trabajadores de cara a la jubilación), la caída del crecimiento tendencial de la productividad (que reduce la demanda de crédito para financiar proyectos de inversión) o el aumento de la desigualdad (en cuanto que las rentas más altas suelen tener una mayor propensión al ahorro). Dado que estas tendencias son, en principio, de largo plazo, parece poco probable que se vayan a revertir a corto y a medio plazo, por lo que lo esperable es que el tipo de interés natural se mantenga en niveles bajos durante los próximos años.

La consecuencia de este fenómeno es que, para estabilizar la inflación, los tipos de interés reales y, por tanto, también los nominales deben ser ahora más bajos que hace dos o tres décadas. De hecho, en economías como el área del euro diversas estimaciones sitúan el tipo de interés natural en niveles negativos⁷.

La caída del tipo de interés natural 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, por ejemplo, en 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 sería necesario. A medida que el banco central reduce sus tipos en terreno negativo, los bancos comerciales sufren rendimientos negativos en una parte creciente de su activo. Cada banco individual se enfrentaría entonces a la disyuntiva de, o bien trasladar esos rendimientos negativos a sus depósitos, con el consiguiente riesgo de que sus depositantes transfieran sus ahorros a otros bancos o los retiren en forma de billetes, o bien ver mermada su rentabilidad debido al diferencial negativo entre el rendimiento de gran parte de sus activos y pasivos. En cualquiera de los dos casos, los tipos de interés muy negativos afectarían adversamente a la capacidad de intermediación del sector financiero, con el consiguiente impacto negativo sobre la oferta de crédito, la actividad económica y la inflación.

Por lo tanto, existe un «límite inferior» de los tipos de interés nominales, de modo que, si el banco central reduce sus tipos de interés por debajo de ese nivel, el efecto sobre la

⁵ El concepto, los determinantes y las implicaciones para la política monetaria del tipo de interés natural se discuten en profundidad en Galesi, Nuño y Thomas (2017). En ocasiones, al tipo de interés natural se le llama también «tipo de interés de equilibrio».

⁶ 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.

⁷ Véase, por ejemplo, Fiorentini *et al.* (2018).

economía puede ser incluso contractivo, en lugar de expansivo, debido a los efectos negativos sobre el conjunto del sistema financiero⁸. El nivel de dicho límite inferior no es directamente observable y varía en el tiempo con la situación del sector financiero, pero, en cualquier caso, supone una limitación a la reducción que pueden aplicar los bancos centrales a sus tipos de interés⁹.

El límite inferior introduce una asimetría en la conducción de la política monetaria por parte de los bancos centrales. Como he comentado, si la inflación sube por encima de su objetivo, los bancos centrales pueden subir los tipos de interés cuanto sea necesario para enfriar la economía. 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 límite inferior. Esta asimetría hace que la política monetaria sea potencialmente muy efectiva en su lucha contra la inflación, pero no tanto en su lucha contra la deflación o incluso contra una inflación persistentemente baja¹⁰.

Esto último puede llevar a un peligroso círculo vicioso. En un contexto en el que el límite inferior puede restringir de forma frecuente la capacidad de actuación de los bancos centrales, los agentes económicos esperarán 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 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 límite inferior. Ello supone un menor espacio para proporcionar estímulo en períodos recesivos con baja inflación, lo cual abunda en expectativas de inflación aún más bajas. Este círculo vicioso debe evitarse, ya que podría llevar a la economía a una trampa permanente de bajos tipos de interés, baja inflación y bajo crecimiento.

A partir de 2014, ante el escaso margen para recortes adicionales de sus tipos de interés, y con el objetivo de evitar un círculo vicioso como el descrito, el BCE decidió adoptar las medidas conocidas como «no convencionales»¹¹. Entre estas cabe destacar el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), las operaciones de refinanciación bancaria a largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y la orientación sobre la senda futura de los tipos de interés, lo que en la terminología anglosajona se conoce como *forward guidance*¹². Estos programas intentan minimizar el problema del límite inferior incidiendo en los tramos medios y largos de la curva de tipos de

⁸ 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.

⁹ Arce *et al.* (2018) estiman que los niveles de tipos negativos actuales no contraen necesariamente la oferta de crédito de los bancos europeos ni, en particular, de los españoles.

¹⁰ Véase Banco de España (2019) para una discusión en detalle.

¹¹ Una de estas medidas fue la adopción de tipos de interés (moderadamente) negativos, concretamente en el caso del tipo de interés de la facilidad de depósito. Hasta el momento se considera que la política de tipos negativos ha sido eficaz para estimular la economía. Ello ha demostrado que el límite inferior de los tipos de interés del banco central no es cero, como tradicionalmente se pensaba, sino un nivel negativo.

¹² Para un análisis de la efectividad macroeconómica de la *forward guidance* sobre los tipos de interés y sobre la evolución futura de la cartera de activos del banco central, véase Arce *et al.* (2019).

interés, o, en el caso de las TLTRO, incentivando la oferta de crédito bancario a la economía real.

Los programas de compra de activos incrementan la demanda de bonos públicos y privados, aumentando su precio y reduciendo, por tanto, su rentabilidad¹³. De esta manera, aunque los tipos de interés a corto plazo se encuentren restringidos por el límite inferior, el BCE puede reducir los tipos de interés a plazos más largos, que a menudo son los más relevantes a la hora de determinar las condiciones de financiación de los agentes económicos y, en consecuencia, sus decisiones de gasto¹⁴.

En las operaciones TLTRO, el Eurosistema concede financiación a largo plazo a los bancos del área del euro a un coste especialmente reducido, condicionado a que aumenten o mantengan su oferta de crédito a la economía real. Esto reduce el coste de los préstamos bancarios a empresas y a hogares, y así estimula la demanda agregada y la inflación¹⁵.

Por último, a través de la *forward guidance*, el banco central indica a los inversores y al resto de los agentes económicos cómo espera que evolucionen sus tipos de interés en el futuro y cuáles son los factores que determinan dicha evolución. Por ejemplo, desde hace años el BCE vincula la permanencia de sus tipos de interés en sus niveles actuales, o inferiores, a la evolución de la inflación en el área del euro. Mediante esta fórmula, el BCE establece las condiciones que deberían cumplirse para comenzar a subir sus tipos de interés. De esta manera, puede influir sobre las expectativas de los inversores acerca de la senda futura de sus tipos de interés oficiales, lo cual afecta a la curva de tipos de interés y, de nuevo, a las condiciones de financiación de los agentes económicos.

Si bien existe un amplio consenso sobre que estas medidas no convencionales han sido eficaces a la hora de apoyar la inflación del área del euro, lo cierto, como he dicho, es que no lo han sido lo suficiente como para evitar que la inflación se haya mantenido persistentemente por debajo del objetivo del BCE en los últimos años.

Es importante destacar que la definición del objetivo de inflación en la anterior estrategia amplificaba los problemas asociados a este límite inferior. El objetivo de inflación «inferior, pero cercana, al 2 %» era susceptible de ser interpretado como asimétrico, es decir, que la respuesta de la política monetaria era más contundente ante desviaciones de la inflación por encima del objetivo que por debajo. Esta posible percepción de asimetría, junto con la indefinición acerca del valor numérico exacto del propio objetivo, no favoreció el anclaje de las expectativas de inflación en niveles realmente cercanos al 2 % una vez que los tipos se situaron cerca del límite inferior. Por lo tanto, era conveniente redefinir el objetivo de inflación para que fuese más claro y simétrico, y evitar así una interpretación mecánica de este como un techo de la inflación.

¹³ Para un análisis sobre cómo afecta el programa de compras del sector corporativo a la financiación de empresas no financieras, véase Arce *et al.* (2017).

¹⁴ En el caso de Gobiernos y emisores corporativos, este canal es directo, ya que se financian en el mercado de bonos principalmente a plazos medios o largos. En el caso de los hogares y de las empresas dependientes de crédito bancario, el canal es más indirecto y refleja el hecho de que los tipos de interés de mercado a medio o a largo plazo actúan de referencia a la hora de fijar el coste de una gran parte de los préstamos.

¹⁵ Andreeva y García-Posada (2019) estiman el impacto de las TLTRO en las políticas de préstamos de los bancos del área del euro.

Esta motivación, junto con los desafíos asociados a la caída del tipo de interés natural y a otras transformaciones estructurales acaecidas en las últimas décadas (como la globalización, la digitalización o el cambio climático), llevó al BCE a iniciar, en enero de 2020, una revisión exhaustiva de su estrategia de política monetaria¹⁶. El pasado 8 de julio la presidenta, Christine Lagarde, anunció el resultado de dicha revisión, que pasó a explicar a continuación.

Los principales elementos de la nueva estrategia

La revisión de la estrategia del BCE incluye dos innovaciones fundamentales.

En primer lugar, se establece un nuevo objetivo de inflación del 2 % a medio plazo. Este objetivo es simétrico, en el sentido de que las desviaciones positivas y negativas de la inflación respecto a este se consideran igualmente indeseables. De esta forma, el objetivo de inflación del 2 % busca proporcionar un ancla clara para las expectativas de inflación, fundamental para mantener la estabilidad de precios; se elimina así cualquier indefinición y la posible percepción de asimetría del anterior objetivo. Además, la sustitución de un objetivo que, pese a su indefinición, era inferior al 2 % por uno de exactamente el 2 % supone elevar *de facto* dicho objetivo, lo cual debería contribuir a elevar el nivel medio de la inflación y de los tipos de interés nominales, y, por tanto, a reducir la frecuencia con la que el límite inferior restrinja la actuación del BCE en el futuro.

En segundo lugar, para mantener la simetría del objetivo de inflación, el BCE reconoce en su nueva estrategia la importancia de tener en cuenta las implicaciones del límite inferior. En particular, se establece la necesidad de adoptar, cuando la economía se aproxima al límite inferior, medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes para evitar que se afiancen las desviaciones negativas del objetivo de inflación. Esto también puede implicar un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo, lo que en la terminología anglosajona se conoce como «overshooting de la inflación». Este último aspecto puede ser útil en la medida en que, en una situación de tipos de interés nominales restringidos por su límite inferior, los agentes esperen una inflación relativamente alta en el futuro, lo cual reduce los tipos de interés reales y estimula, por tanto, la actividad económica.

La revisión de la estrategia confirma la orientación a medio plazo de la política monetaria, ya existente en el anterior marco estratégico. La orientación a medio plazo permite dar cabida a las inevitables desviaciones a corto plazo de la inflación con respecto al objetivo, así como a los retrasos y a la incertidumbre en la transmisión de la política monetaria. La flexibilidad de la orientación a medio plazo permite dar las respuestas adecuadas ante desviaciones de la inflación con respecto al objetivo específicamente para cada contexto, según el origen, la magnitud y la persistencia de la desviación.

En cuanto a los instrumentos de política monetaria, la nueva estrategia confirma el conjunto de tipos de interés oficiales del BCE como el principal de ellos. No obstante, en reconocimiento del límite inferior de los tipos oficiales, el BCE también utilizará la *forward*

¹⁶ Véase la nota de prensa del BCE [«El BCE inicia una revisión de su estrategia de política monetaria»](#), del 23 de enero de 2020.

guidance, las compras de activos y las operaciones de financiación a más largo plazo, o cualesquiera otros instrumentos, según proceda.

Por lo que respecta a la medición de la inflación, la nueva estrategia confirma el IAPC como el indicador más apropiado. Este índice ha demostrado ser fiable, creíble y comparable a lo largo del tiempo y entre países. No obstante, el BCE reconoce que la incorporación de los costes relacionados con la vivienda en régimen de propiedad en el IAPC representaría mejor la tasa de inflación relevante para los hogares. Por esta razón, el BCE ha recomendado incorporar dichos costes en el IAPC. Este proceso podría llevar años y deberá permitir separar el componente de consumo del de inversión, ambos inherentes a los inmuebles residenciales; es el primero el relevante para la política monetaria. Mientras tanto, el BCE tendrá en cuenta, de forma complementaria, otras medidas de inflación que estimen el coste de la vivienda en régimen de propiedad en sus evaluaciones de política monetaria.

La actualización de la estrategia del BCE ha tenido en cuenta otros retos para la política monetaria planteados por los recientes cambios estructurales, como la globalización, la digitalización o el cambio climático; este último es una de las prioridades políticas actuales de la Unión Europea.

En efecto, el cambio climático puede tener implicaciones relevantes para la estabilidad de precios a través de su impacto en la estructura y en la dinámica cíclica de la economía y del sistema financiero. Por este motivo, como parte de su revisión estratégica, el BCE ha incluido un ambicioso plan de actuación para incorporar consideraciones climáticas en su marco de política monetaria¹⁷. Estas consideraciones incluyen la introducción de factores climáticos en sus evaluaciones de política monetaria, así como la adaptación de su marco operativo en lo referente a la divulgación de información sobre sostenibilidad medioambiental como requisito para la admisión de activos de garantía y para las compras de bonos corporativos, la adopción de otros criterios de cambio climático en estos dos últimos ámbitos y la evaluación de los riesgos asociados al cambio climático en el balance del Eurosistema, cuya fortaleza es una condición indispensable para permitir al BCE alcanzar sus objetivos de política monetaria.

Adicionalmente, la nueva estrategia ha supuesto la reformulación del marco analítico en el que se basan las decisiones de política monetaria del BCE. Hasta ahora, en el Consejo de Gobierno basábamos nuestras decisiones, incluida la evaluación de la proporcionalidad y de los posibles efectos indirectos de nuestras medidas, en una evaluación integral de todos los factores relevantes. Esta evaluación se sustentaba en dos pilares independientes: el análisis económico a corto y a medio plazo, y el análisis monetario a más largo plazo. En particular, en este marco el análisis económico se centraba en la evolución económica real y nominal, mientras que el monetario examinaba los indicadores monetarios y financieros, poniendo el foco en el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y en los posibles riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo derivados de los desequilibrios financieros y de factores monetarios.

Sin embargo, la presencia generalizada de relaciones macrofinancieras en los desarrollos económicos, monetarios y financieros actuales exige que se incorporen plenamente las

¹⁷ Véase la nota de prensa del BCE «[El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria](#)», del 8 de julio de 2021.

interdependencias entre los dos análisis. Por tanto, en la nueva estrategia las decisiones de política monetaria se tomarán atendiendo a un marco integrado que combina el análisis económico con el análisis monetario y financiero, para contribuir así a una evaluación completa y sólida de las perspectivas y de los riesgos para la estabilidad de precios en diferentes horizontes temporales.

Se analizará además la interacción entre la política monetaria y la estabilidad financiera, reconociendo que la estabilidad financiera es una condición indispensable para la estabilidad de precios. En este sentido, el análisis monetario ha pasado de detectar riesgos para la estabilidad de precios a medio y largo plazo a proporcionar la información necesaria para evaluar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

La comunicación de las decisiones de política monetaria desempeña un papel destacado dentro de la revisión de la estrategia, dada la necesidad de que las decisiones del Consejo de Gobierno sean entendidas no solo por expertos, sino también por el público en general. Por ello, han comenzado a publicarse distintas versiones de los comunicados de política monetaria, la conferencia de prensa, el *Boletín Económico* y las reseñas de política monetaria con diferentes niveles de detalle técnico. En esta línea, en el Consejo de Gobierno del BCE queremos convertir las actividades de divulgación en una característica permanente de la interacción del Eurosistema con los ciudadanos. En concreto, realizaremos encuentros con el público de forma periódica para que los ciudadanos presenten sus inquietudes y comprendan las actuaciones del BCE, así como sus implicaciones para la sociedad¹⁸, y confíen en ellas.

De cara al futuro, no hará falta esperar casi dos décadas para la próxima revisión de la estrategia. Tenemos previsto evaluar periódicamente la idoneidad de nuestra estrategia de política monetaria y prevemos realizar la siguiente evaluación en 2025.

La adecuación de la *forward guidance* a la nueva estrategia

En la siguiente parte de mi intervención me gustaría poner el foco en la modificación de la *forward guidance* de los tipos de interés, anunciada el 22 de julio, con el objeto de adaptar esta importante herramienta a la nueva estrategia.

En primer lugar, la nueva *forward guidance* incorpora el objetivo del 2 % simétrico e indica que «el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en sus niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe 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 considere que el progreso realizado de la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo». Además, de acuerdo con la nueva estrategia, menciona que el cumplimiento de estos requisitos podría implicar un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo.

¹⁸ Para más información, puede visitarse el sitio web del BCE, donde se recogen más detalles sobre los distintos [encuentros para escuchar al público en la zona del euro](#).

Como explicó la presidenta tras el anuncio de la nueva *forward guidance*, la expresión «bastante antes» se refiere básicamente al punto medio de nuestro horizonte de previsión, que cubre entre dos y tres años¹⁹. Por otro lado, la condición ligada a la inflación subyacente —índicador que deja fuera los componentes más volátiles de la inflación general— busca evitar un endurecimiento prematuro de la política monetaria ante aumentos en la inflación producidos por factores cuya influencia se estime transitoria. Por último, cabe mencionar que la *forward guidance* sobre el resto de los instrumentos de política monetaria se mantiene sin cambios por el momento, de forma que el horizonte de compras netas del APP continúa ligado al momento de la primera subida de tipos.

La reacción inmediata de los mercados financieros en respuesta a los anuncios de la nueva estrategia y de la nueva *forward guidance* resultó, en ambos casos, de magnitud moderada. Ello sería indicativo de que ambos anuncios habrían estado en línea con lo esperado por los inversores y de que, como se ha apreciado tras revisiones estratégicas similares de otros bancos centrales en el pasado, los inversores necesitan un cierto tiempo para adaptar completamente sus expectativas de política monetaria a la nueva estrategia.

En este sentido, en el tiempo transcurrido desde el anuncio de la nueva estrategia las expectativas de los inversores sobre la senda futura de los tipos de interés y de la inflación en el área del euro, aproximadas por sus respectivas «curvas *forward*», han evolucionado en línea con lo que cabría esperar tras la modificación de la estrategia del BCE y de su *forward guidance*²⁰. Así, el desplazamiento hacia abajo de la curva *forward* de tipos de interés indicaría un retraso en la fecha esperada de la primera subida de tipos por parte del BCE, mientras que la curva *forward* de la inflación se ha desplazado ligeramente al alza. Ambos desarrollos serían coherentes con el hecho de que la nueva estrategia introduce un objetivo de inflación que es ligeramente más elevado que el anterior y que elimina posibles percepciones de asimetría, y con el hecho de que la nueva *forward guidance* establece unas condiciones más exigentes, en términos de ajuste de la inflación al nuevo objetivo, para que el BCE comience a elevar sus tipos de interés.

En cualquier caso, es importante señalar que a lo largo de las últimas semanas se han producido diversos desarrollos macrofinancieros, geopolíticos y epidemiológicos que también habrían afectado a las expectativas de los inversores y, por tanto, a las curvas *forward* de tipos y de inflación. Ello implica que, a expensas de un análisis más detallado y riguroso, la relación entre los movimientos financieros descritos anteriormente y el anuncio de la nueva estrategia y de la nueva *forward guidance* del BCE debe interpretarse con la debida cautela.

Adicionalmente, la experiencia de otros bancos centrales que han revisado su estrategia de política monetaria, como la Reserva Federal de Estados Unidos, pone de manifiesto que los

¹⁹ Para más detalles al respecto, véase la transcripción completa de la «[Entrevista con el gobernador en Bloomberg](#)», del 27 de julio de 2021.

²⁰ La curva *forward* de tipos de interés (inflación) se calcula a partir de los precios negociados en los contratos *swaps* de tipos de interés (inflación) y representa el tipo de interés (tasa de inflación) que debería darse en cada momento futuro para que dichos contratos no impliquen pagos entre las partes. Las curvas *forward* se emplean para aproximar las expectativas de los inversores sobre la senda futura de los tipos de interés y la inflación, si bien lo hacen de forma imperfecta, ya que los tipos *forward* incorporan primas de riesgo. En el caso de los tipos de interés oficiales del área del euro, se utiliza la curva *forward* del eonia (*euro overnight index average*), que es un indicador de las rentabilidades a un día en el mercado interbancario y que, desde 2009, ha estado muy cercano al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE.

participantes en los mercados financieros necesitan tiempo para procesar completamente las implicaciones de este tipo de revisiones estratégicas para la política monetaria. Por ello, de cara al futuro, deberemos realizar una evaluación continuada del funcionamiento de nuestra *forward guidance* y verificar que los mercados recogen adecuadamente la visión del Consejo de Gobierno en torno a este instrumento clave de nuestra política monetaria.

Decisiones recientes de política monetaria: la recalibración del PEPP

Para concluir mi intervención, permítanme discutir brevemente nuestras decisiones de política monetaria tras la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de la semana pasada, con especial atención a la decisión relativa a nuestro programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), que, como saben, ha sido una de nuestras principales medidas para hacer frente a la pandemia²¹.

Comenzaré repasando el contexto macrofinanciero actual del área del euro, en el cual se enmarcan las decisiones adoptadas. El área del euro se encuentra en una situación de recuperación económica tras los devastadores efectos de la pandemia. No obstante, esta recuperación no está exenta de incertidumbres y de riesgos a la baja. Aunque el aumento de la inmunidad colectiva frente al coronavirus significa que el impacto de la pandemia es ahora menos grave, la propagación de la variante delta por todo el mundo podría retrasar aún la reapertura total de la economía. Con estas cautelas en mente, el último ejercicio de proyecciones macroeconómicas del *staff* del BCE prevé que el PIB del área del euro crezca un 5 % en 2021, un 4,6 % en 2022 y un 2,1 % en 2023. Respecto a las proyecciones de junio, la previsión de crecimiento ha mejorado para 2021 y se mantienen prácticamente sin variación para 2022 y 2023.

Por otro lado, la inflación ha experimentado un fuerte aumento en los últimos meses y alcanzó el 3 % en agosto. Esta subida obedece fundamentalmente al fuerte aumento de los precios del petróleo desde mediados del año pasado, a la finalización de la reducción temporal del IVA aplicada en Alemania, al retraso de las rebajas de verano en 2020 y a las presiones sobre los costes derivadas de la escasez temporal de materiales y de equipos. Estos factores deberían suavizarse o desaparecer del cálculo de la inflación interanual durante 2022. Por tanto, se espera que el actual aumento de la inflación sea en gran medida transitorio y que la inflación subyacente se incremente solo gradualmente. Según las proyecciones de septiembre del *staff* del BCE, la inflación alcanzaría el 2,2 % en 2021, el 1,7 % en 2022 y el 1,5 % en 2023. Esta última tasa es ligeramente mayor que la prevista en las proyecciones de junio, pero continúa por debajo de nuestro objetivo de inflación a medio plazo del 2 %.

Por último, las condiciones de financiación de los hogares, las empresas y los Gobiernos del área del euro se han mantenido favorables en los últimos meses. Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares se sitúan en mínimos históricos. Por su parte, los tipos de interés de mercado se han relajado en términos acumulados desde nuestra reunión de política monetaria de junio. No obstante, esta relajación se ha revertido en las últimas semanas, lo cual sirve de recordatorio de que las

²¹ Para un análisis de los efectos macroeconómicos y financieros del PEPP, véanse Aguilar *et al.* (2020) y Banco de España (2020 y 2021). Para un análisis de los mecanismos de transmisión del PEPP a las curvas de tipos de los distintos países del área del euro, véase Costain, Nuño y Thomas (2021).

condiciones de financiación siguen siendo muy volátiles en el contexto de incertidumbre actual y altamente dependientes del apoyo de la política monetaria.

En este contexto, nuestra evaluación conjunta de la evolución de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación a medio plazo nos llevó, en nuestra reunión del pasado 9 de septiembre, a considerar que pueden mantenerse unas condiciones de financiación favorables con un ritmo de compras netas de activos en el marco del PEPP ligeramente inferior al de los dos últimos trimestres. Esta decisión se refleja en el marco de decisión del PEPP establecido en diciembre del año pasado, cuando decidimos que las compras bajo este programa se realizarían de forma flexible para preservar unas condiciones de financiación favorables y evitar un endurecimiento de estas que no sea coherente con contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia sobre la senda proyectada de inflación.

Es importante remarcar, como hizo la presidenta en la rueda de prensa posterior a la reunión, que esta decisión no implica el inicio de una reducción progresiva de las compras netas del PEPP, lo que los anglosajones denominan *tapering*, sino una recalibración de estas. En nuestra reunión de política monetaria de diciembre tendremos ocasión de evaluar de nuevo la evolución de las condiciones de financiación y las perspectivas de inflación a medio plazo y, sobre la base de esa evaluación, reajustar el ritmo de compras del PEPP según proceda.

Conclusión

A modo de conclusión, y retornando al tema principal de mi intervención, la nueva estrategia de política monetaria del BCE es el resultado de una revisión profunda de todas sus dimensiones relevantes. Durante este arduo proceso, los miembros del Consejo de Gobierno de la institución, así como el *staff* de todos los bancos centrales del Eurosystema (incluido, por supuesto, el Banco de España), hemos participado en numerosos seminarios, presentaciones y debates en los que se han tratado todos los aspectos de esta revisión bajo la premisa general, en palabras de la presidenta, de «no dejar piedra sin levantar».

Teniendo presente el mandato primordial del BCE de mantener la estabilidad de precios, me uno a la reflexión de la presidenta²²: este proceso de revisión de la estrategia de política monetaria nos ha permitido cuestionar nuestra forma de pensar, escuchar a muchas partes interesadas, reflexionar, debatir y lograr un entendimiento común sobre cómo adaptar nuestra estrategia.

Estoy convencido de que la nueva estrategia constituirá un pilar sólido que nos ayudará a mejorar nuestra capacidad de cumplir con el mandato de estabilidad de precios conferido al BCE, tan relevante para favorecer el crecimiento económico estable y el bienestar de los ciudadanos europeos.

Muchas gracias.

²² Véase la nota de prensa del BCE «[El Consejo de Gobierno del BCE aprueba su nueva estrategia de política monetaria](#)», del 8 de julio de 2021.

Bibliografía

- Aguilar, P., Ó. Arce, S. Hurtado, J. Martínez-Martín, G. Nuño y C. Thomas (2020). *La respuesta de la política monetaria del BCE frente a la crisis del Covid-19*, Documentos Opcionales, n.º 2026, Banco de España.
- Andreeva, D., y M. García-Posada (2019). *The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: the role of competition*, Documentos de Trabajo, n.º 1903, Banco de España.
- Arce, Ó., R. Gimeno y S. Mayordomo (2017). *Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE*, Documentos de Trabajo, n.º 1743, Banco de España, de próxima aparición en *Review of Finance*.
- 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.
- Arce, Ó., G. Nuño y C. Thomas (2019). «La política monetaria del Eurosistema tras el final de las compras netas de activos», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2019, Banco de España.
- Banco de España (2019). [«El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo»](#), capítulo 3, *Informe Anual 2018*.
- Banco de España (2020). [«El papel de las políticas económicas ante la pandemia en el plano internacional»](#), capítulo 3, *Informe Anual 2019*.
- Banco de España (2021). [«El impacto económico de la pandemia»](#), capítulo 1, *Informe Anual 2020*.
- Brunnermeier, M. K., y Y. Koby (2018). *The Reversal Interest Rate*, NBER Working Paper n.º 25406.
- Costain, J., G. Nuño y C. Thomas (2021). *The term structure of interest rates in a heterogeneous monetary union*, Banco de España, mimeo.
- 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 822, 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.
- Rostagno, M., C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem y J. Yianguo (2019). *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20*, Documentos de Trabajo, n.º 2346, Banco Central Europeo.