

LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Ana Arencibia Pareja

Este recuadro formará parte del «Informe trimestral de la economía española» del tercer trimestre de 2021

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), en su artículo 127, encomienda al Eurosistema, integrado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los países que han adoptado el euro, el mandato principal de mantener la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro. No obstante, el TFUE deja al criterio del BCE tanto la definición exacta de «estabilidad de precios» como la manera de conseguirla, aspectos ambos que se enmarcan en lo que se conoce como la estrategia de política monetaria.

Dicha estrategia, como la de otros bancos centrales¹, es susceptible de ser actualizada de forma que pueda acomodarse a una realidad económica y financiera en permanente transformación y, al mismo tiempo, incorpore las lecciones aprendidas como resultado de su implementación a lo largo del tiempo. En este sentido, los nuevos retos estructurales que se derivan de la caída de los tipos de interés reales de equilibrio², la digitalización, la globalización y el cambio climático, entre otros factores, impulsaron al Consejo de Gobierno del BCE³ a abordar, desde principios de 2020, una nueva revisión de su estrategia de política monetaria, tras la última actualización efectuada en 2003⁴.

El pasado 8 de julio, el BCE presentó los resultados de esta revisión, que configura una estrategia actualizada que determinará la orientación de su política monetaria en los próximos años⁵. En este recuadro se detallan algunas de las principales novedades introducidas en esta revisión.

En primer lugar, el Consejo de Gobierno del BCE establece un nuevo objetivo de inflación del 2%⁶ a medio plazo. Este objetivo es simétrico, en el sentido de que las

desviaciones positivas o negativas de la inflación con respecto de la tasa de referencia del 2% se consideran igualmente indeseables. Por lo tanto, en comparación con la anterior definición de este objetivo (una tasa de inflación inferior, aunque próxima, al 2%), la nueva formulación elimina tanto la indefinición acerca del objetivo numérico de inflación como la posible percepción de asimetría en cuanto al grado de tolerancia frente a eventuales desviaciones positivas o negativas de la inflación respecto de su objetivo.

En segundo lugar, para mantener la simetría de su objetivo de inflación, el BCE reconoce la importancia de tener en cuenta, a la hora de implementar su política monetaria, las implicaciones del *límite inferior efectivo* de los tipos de interés, entendido como aquel por debajo del cual un banco central no puede reducir sus tipos de interés sin causar distorsiones potencialmente significativas en el funcionamiento del sistema financiero, lo cual tendría efectos perjudiciales sobre el conjunto de la economía. Este límite inferior —al cual el BCE se ha aproximado en los últimos años tras situar sus tipos de interés oficiales en mínimos históricos (véase gráfico 1)— reduce, por tanto, el margen de maniobra para llevar a cabo una política monetaria expansiva. Además, la caída de los tipos de interés de equilibrio mencionada anteriormente implica que dicho límite podría restringir la política monetaria con mayor frecuencia en el futuro⁷. Por tanto, en reconocimiento de la mayor incidencia de este límite inferior en el contexto actual, la nueva estrategia del BCE establece que, cuando la economía se aproxima a dicho límite, son necesarias medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes para evitar

1 Véase, por ejemplo, «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, Banco de España.

2 Los tipos de interés naturales o de equilibrio son aquellos que prevalecen cuando la economía se mantiene en su nivel potencial y la inflación se encuentra estable en su objetivo. Para un análisis detallado del tipo de interés natural y de sus implicaciones para la política monetaria, véase A. Galesi, 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.

3 El Consejo de Gobierno es el principal órgano rector del BCE y, entre sus principales responsabilidades, se encuentra la adopción de las decisiones de política monetaria con el objetivo de alcanzar la estabilidad de precios.

4 Véase la nota de prensa del BCE «La estrategia de la política monetaria del BCE», del 8 de mayo de 2003.

5 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.

6 Las razones que justifican un objetivo de inflación del 2%, y no del 0%, por ejemplo, son varias. En primer lugar, un objetivo más alto de inflación reduce la probabilidad de que el límite inferior de los tipos de interés restrinja la capacidad del banco central para llevar a cabo una política monetaria expansiva. Además, una tasa del 2% es lo suficientemente baja para aprovechar los beneficios de la estabilidad de precios y, a la vez, proporciona margen para reducir el riesgo de deflación. Por último, una tasa de inflación del 2% deja margen para posibles diferencias entre las tasas de inflación de los distintos países de la zona del euro, evitando que unos países tengan que mantener tasas de inflación excesivamente bajas o incluso negativas para contrarrestar las tasas más elevadas que pudieran registrarse en otros países.

7 Para un análisis detallado sobre la política monetaria en un entorno de tipos de interés cercanos a sus límites inferiores efectivos, véase Banco de España (2018), «El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo», capítulo 3, *Informe Anual 2018*.

LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)

que se afiancen las desviaciones negativas del objetivo de inflación. Esto también podría implicar un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo de medio plazo del 2 %.

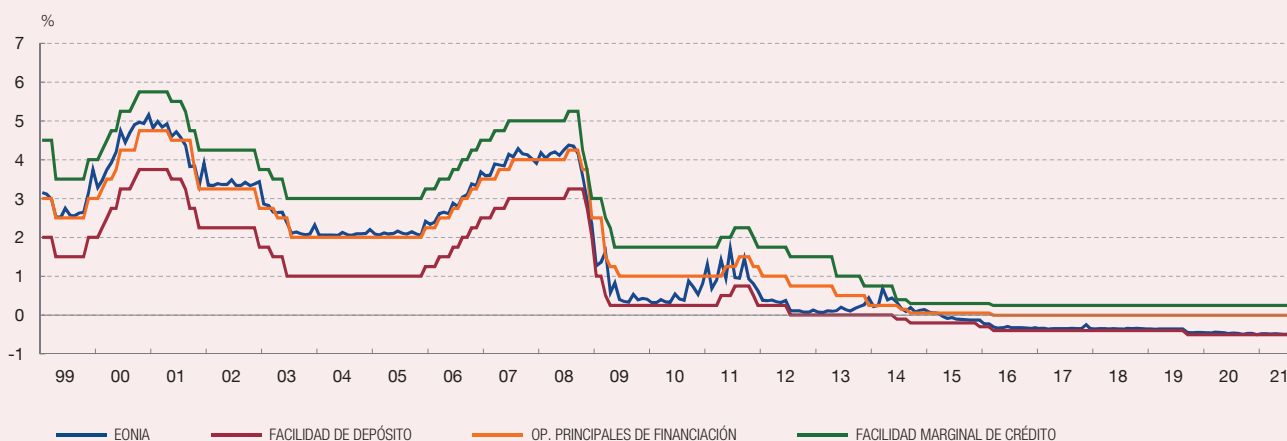
En tercer lugar, la nueva estrategia confirma los tipos de interés oficiales del BCE como el principal instrumento en la conducción de su política monetaria, si bien también establece que el BCE continuará utilizando, según proceda, las indicaciones sobre la orientación futura de su política monetaria (*forward guidance*), las compras de activos y las operaciones de financiación a más largo plazo, y deja abierta la posibilidad de introducir nuevos instrumentos en caso de que se considerasen necesarios. En lo que respecta a la *forward guidance*, en su reunión del pasado 22 de julio, el Consejo de Gobierno modificó su formulación para adecuarla al nuevo objetivo de inflación y, en general, a la nueva estrategia. En concreto, la nueva *forward guidance* establece 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 de la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser

compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo.

En cuanto a la medición de la inflación en el área del euro, la nueva estrategia confirma que el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) es el indicador más apropiado para evaluar la estabilidad de precios. Sin embargo, se reconoce la conveniencia de incorporar al IPCA eventualmente algunos de los costes relacionados con la vivienda en régimen de propiedad, en la medida en que son indicativos del coste de la cesta de consumo de muchos hogares. Por esta razón, el BCE ha recomendado incluir dichos costes en el IPCA, proceso que, no obstante, podría demorarse varios años debido a las dificultades técnicas que comporta. Mientras tanto, la nueva estrategia establece que el Consejo de Gobierno tendrá en cuenta, de forma complementaria al IPCA, otras medidas de inflación que estimen el coste de la vivienda en régimen de propiedad en sus evaluaciones de política monetaria.

Por otro lado, el Consejo de Gobierno del BCE ha presentado un ambicioso plan de actuación para seguir incorporando consideraciones climáticas en su marco de política monetaria⁸. Todo ello, motivado por que el cambio climático y la transición hacia una economía más

Gráfico 1
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Datos a fin de mes.

⁸ 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.

LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)

sostenible —una de las prioridades políticas de la Unión Europea— afectan, a través de múltiples canales, tanto a las perspectivas de estabilidad de precios como al valor y al perfil de riesgo de los activos que el Eurosistema mantiene en su balance. Mediante este plan de actuación, el BCE asume, entre otros, el compromiso de ampliar su capacidad analítica en materia de modelización macroeconómica, estadística y política monetaria en relación con el cambio climático, y de incluir consideraciones climáticas en las operaciones de política monetaria en lo referente a la divulgación de información de sostenibilidad medioambiental, la evaluación de riesgos, las compras de bonos corporativos y el sistema de activos de garantía.

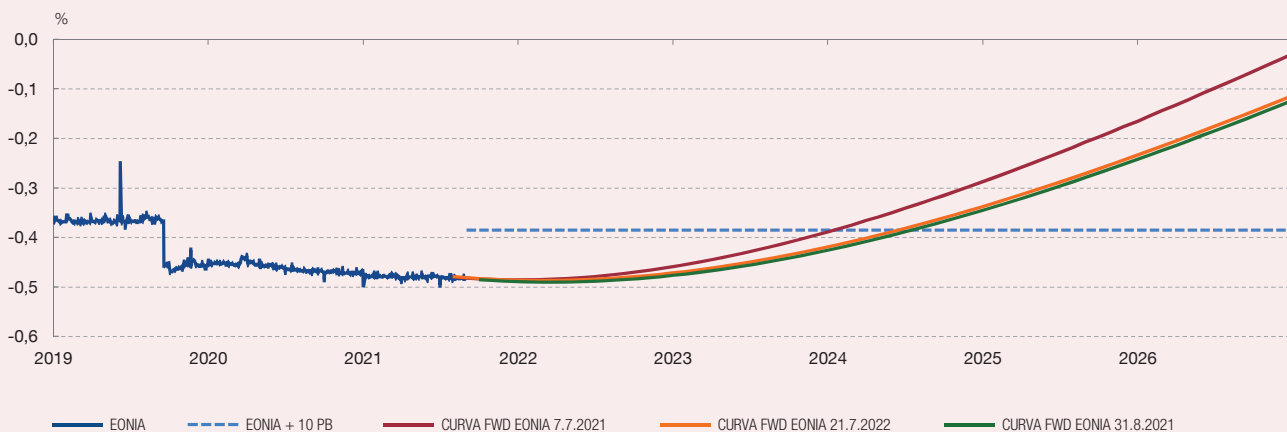
Finalmente, se establece que los documentos e informes en los que habitualmente se comunican las decisiones de política monetaria del BCE se complementarán con nuevos instrumentos de comunicación, con diferentes niveles de detalle técnico, dirigidos a distintos segmentos de la población⁹. Se pretende, así, favorecer que dichas decisiones sean entendidas no solo por los expertos, sino también por el público en general. En esta misma línea, el Consejo de Gobierno del BCE quiere fomentar diversas

iniciativas que permitan un mayor grado de interacción entre el Eurosistema y los ciudadanos¹⁰.

En cuanto a la reacción de los mercados financieros a la presentación de esta nueva estrategia de política monetaria, cabe destacar que, en el día de su anuncio, apenas se registraron movimientos significativos en los indicadores financieros más relevantes. Esta aparente falta de respuesta podría interpretarse como una indicación de que la revisión anunciada habría estado fundamentalmente en línea con lo esperado por gran parte de los participantes en los mercados financieros. También podría ser coherente con el hecho de que, como se ha apreciado tras otros cambios estratégicos similares anunciados por otros bancos centrales internacionales 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 dicho anuncio, 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

Gráfico 2
OIS FORWARD INSTANTÁNEO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

9 Véase, a modo de ejemplo, «La declaración de política monetaria en síntesis», del 22 de julio de 2021.

10 Para más información, véase el sitio web del BCE, donde se recogen más detalles sobre los distintos encuentros para escuchar al público en la zona del euro.

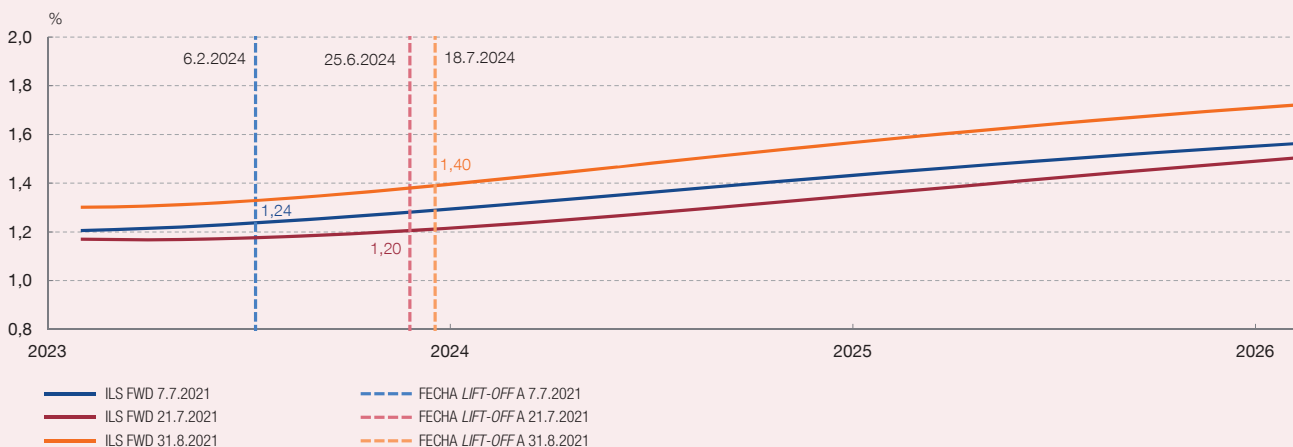
LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)

forward»¹¹ — han evolucionado en línea con lo que cabría esperar tras la modificación de la estrategia del BCE y de su *forward guidance*. Así, la curva *forward* de los tipos de interés de corto plazo estaría indicando un retraso en la fecha esperada de la primera subida de tipos por parte del BCE (véase gráfico 2), mientras que la curva *forward* de la inflación se ha desplazado ligeramente al alza (véase gráfico 3). Ambos desarrollos serían coherentes con el hecho de que la nueva estrategia introduce un objetivo de inflación que es ligeramente más elevado que el que se contemplaba anteriormente y que elimina posibles interpretaciones acerca de su anterior carácter asimétrico, 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 al comportamiento de los mercados financieros y de las expectativas de los inversores. Ello supone que, a

falta de un análisis más detallado, 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, especialmente en términos de causalidad.

En resumen, la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE ha supuesto una actualización del objetivo de inflación, así como el reconocimiento de las implicaciones del límite inferior efectivo de los tipos de interés para la conducción de la política monetaria en el área del euro. Estas novedades, junto con la incorporación de un mayor número de consideraciones climáticas en el marco operativo de la institución y el seguimiento de la evolución del coste de la vivienda en régimen de propiedad, buscan mejorar la capacidad del BCE para cumplir con su mandato de estabilidad de precios en los próximos años. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno del BCE tiene previsto evaluar periódicamente la idoneidad de su estrategia y prevé realizar la siguiente evaluación en 2025.

Gráfico 3
ILS FORWARD INSTANTÁNEO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA Y FECHA ESPERADA DEL LIFT-OFF



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

11 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 (la 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 del tipo de interés interbancario medio a un día y que, desde 2009, ha estado muy cercano al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE.