

El Consejo de Gobierno del BCE del 26 de octubre anunció una recalibración de los diversos elementos que definen el tono de su política monetaria, en vista de la proximidad del final del período mínimo de compras netas de activos fijado anteriormente, que expiraba este mes de diciembre. Las decisiones adoptadas —mantenidas en el último Consejo de Gobierno del 14 de diciembre— suponen una prolongación del estímulo monetario y reflejan la constatación simultánea de dos elementos contrapuestos.

Por una parte, las nuevas medidas evidencian la mejora de la situación macroeconómica del área del euro, con una recuperación más intensa, afianzada y generalizada. La actividad en la UEM crece de manera ininterrumpida desde hace más de cuatro años y las perspectivas de que ello continúe siendo así son favorables, en consonancia con la persistencia de condiciones financieras relajadas, como consecuencia de la política monetaria expansiva, y con el proceso intenso de creación de empleo.

Por otra parte, en cambio, las decisiones de octubre reflejan la necesidad de mantener un grado sustancial de estímulo monetario para que la inflación pueda retomar de forma sostenible una senda de convergencia a tasas más próximas al objetivo de medio plazo de la política monetaria. Como ocurre también en otras economías avanzadas, la mejora en la actividad y en los mercados de trabajo no ha tenido todavía la plasmación esperada en la inflación<sup>1</sup>. Como se ilustra en el gráfico 1, se espera que la inflación subyacente, que excluye del índice general los componentes más volátiles, se sitúe en el 1 % en media durante 2017, desde donde aumentará gradualmente a la referencia de valores cercanos —aunque inferiores— al 2 %.

1 El ritmo contenido de crecimiento de los salarios es uno de los factores que explicarían la baja tasa de inflación. Para mayor detalle, puede consultarse el recuadro 3, «El crecimiento de los salarios en el área del euro», «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico 3/2017, Banco de España.

Gráfico 1  
INFLACIÓN

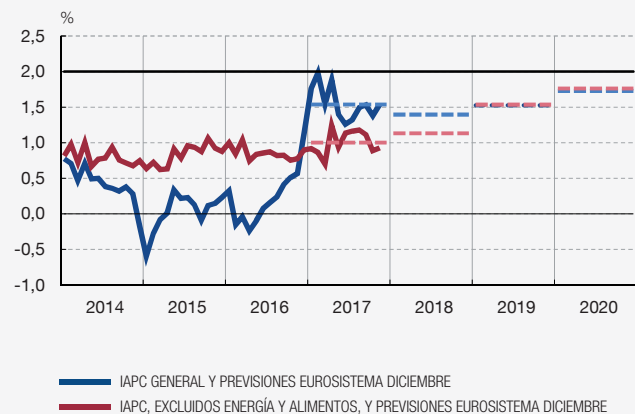


Gráfico 2  
PROGRAMA DE COMPRA DE VALORES (APP)  
Compras netas mensuales y compras acumuladas

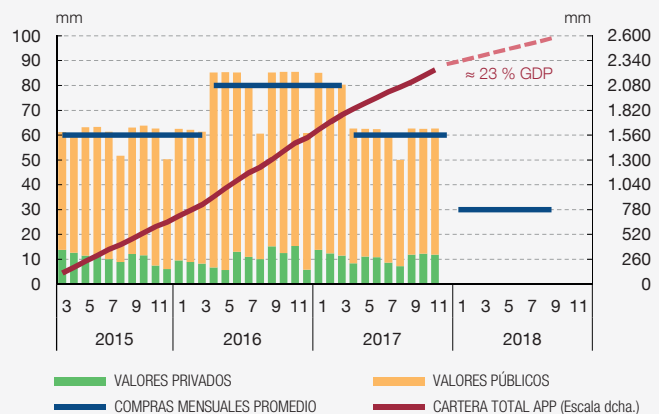


Gráfico 3  
CURVA DE TIPO FORWARD OIS A UN AÑO

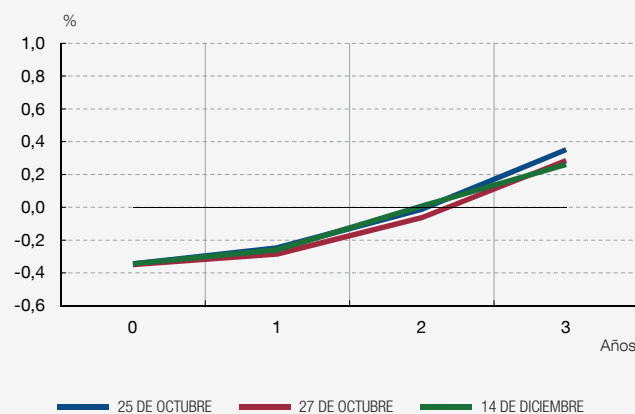
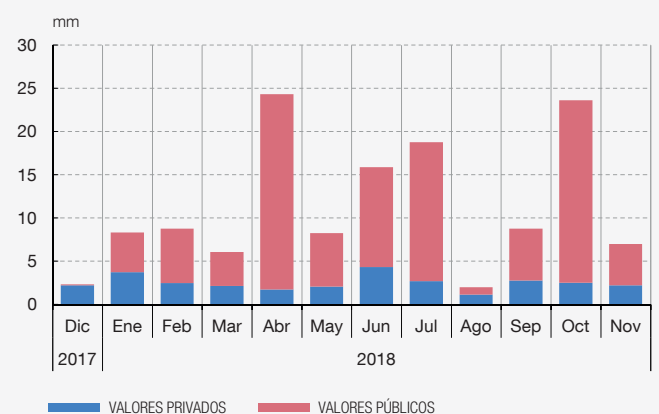


Gráfico 4  
VENCIMIENTOS PREVISTOS DE VALORES EN LA CARTERA APP



FUENTES: Datastream, Eurostat y Banco Central Europeo.

En estas circunstancias, el Consejo de octubre extendió el período mínimo de vigencia de las compras netas de activos hasta septiembre de 2018, si bien con un volumen de adquisiciones mensuales más reducido a partir del próximo mes de enero, de 30 mm de euros mensuales —frente a los 60 mm actuales— (véase gráfico 2). Con esta prolongación por nueve meses, el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) estará operativo durante al menos tres años y medio, desde su inicio en marzo de 2015. De este modo, en septiembre de 2018 las compras de activos acumuladas ascenderán a casi 2,6 billones de euros, lo que equivale a más del 20 % del PIB de la UEM. Por tipo de activos, el BCE ha indicado que, frente a los bonos públicos, que, a finales de noviembre representaban el 82 % de la cartera total, prevé otorgar un protagonismo creciente en sus compras a los instrumentos emitidos por el sector privado<sup>2</sup>.

El Consejo no introdujo cambios ni en los tipos de interés oficiales ni en las orientaciones sobre el curso futuro de aquellos. Sin embargo, despejar la incertidumbre en cuanto al período de vigencia del APP resultaba clave para facilitar la efectividad de las compras, en términos de su contribución al mantenimiento del anclaje de las expectativas de los tipos de interés en los niveles reducidos actuales, en un contexto en que las orientaciones del Consejo incluyen la indicación de que los tipos oficiales se mantendrán en los niveles presentes durante un período que se prolongará hasta bastante más allá de la finalización de las adquisiciones netas. En este sentido, las decisiones adoptadas en octubre por el Consejo y mantenidas en el de diciembre se han traducido en una notable estabilidad de las expectativas de tipos de interés, que siguen sin anticipar aumentos próximos de las referencias oficiales en la zona del euro, como refleja la evolución de

la curva de tipos *forward* del OIS (índice de *swaps* sobre los tipos de interés a un día) mostrada en el gráfico 3.

En cuanto a las orientaciones sobre las medidas no convencionales, el Consejo dejó abierta la posibilidad de extensiones adicionales del APP en caso de que las perspectivas económicas empeoraran o si las condiciones financieras llegaran a ser incompatibles con la consecución de los objetivos de política monetaria. Además, el Consejo clarificó su intención de que las reinversiones de los vencimientos de valores se realicen por el tiempo necesario, entendiendo como tal un período prolongado más allá del final de las compras netas de activos. La importancia creciente de los vencimientos en la cartera, junto con su perfil variable y la flexibilidad que se ha reservado el Euro-sistema<sup>3</sup> para realizar las reinversiones, podría, no obstante, inducir cierta volatilidad en el volumen efectivo de compras netas mensuales. Para evitar una incorrecta interpretación de las cifras de adquisiciones netas, el BCE decidió también publicar información sobre los vencimientos mensuales estimados durante los próximos doce meses —unos 134 mm de euros en total entre diciembre de 2017 y noviembre de 2018— (véase el gráfico 4).

En resumen, la prolongación de las compras netas, el tamaño de las adquisiciones ya realizadas bajo el programa de compra de valores, el compromiso de mantener la reinversión de los vencimientos durante un período largo y las orientaciones sobre los tipos de interés implican, en su conjunto, la prolongación por un plazo temporal dilatado de un grado sustancial de acomodación monetaria, al objeto de asegurar la convergencia gradual de la inflación a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

2 Los activos privados admisibles son los bonos de titulización de activos, los bonos garantizados (del tipo de las cédulas hipotecarias en España) y los bonos corporativos, adquiridos, respectivamente, a través de los programas denominados ABSPP, CBPP3 y CSPP, por sus siglas en inglés.

3 Las amortizaciones del principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de valores públicos (PSPP) son reinvertidas por el Eurosistema de manera flexible y en el momento oportuno en el mes de vencimiento, en la medida de lo posible, o en los dos meses posteriores, si las condiciones de liquidez del mercado lo permiten. Durante el período de compras netas de activos, las amortizaciones del principal del PSPP se reinvertirán en la jurisdicción en la que se haya emitido el bono que venza.