

LA INFLUENCIA DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA RECIENTES DEL BCE SOBRE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LARGO PLAZO

Las expectativas de inflación desempeñan un papel clave en el proceso de formación de precios y de salarios. Los activos financieros ligados a la inflación, que incorporan una compensación por la protección que dan frente a la inflación futura, y que están disponibles diariamente, constituyen una fuente de información valiosa para estimar las expectativas de los agentes acerca de la evolución futura de esta variable. Los *swaps* de inflación son contratos financieros por los que una de las partes se compromete a pagar un múltiplo de la inflación que se produzca hasta una determinada fecha, a cambio de que la otra le entregue una cuantía que se fija de antemano. Este importe predeterminado se puede interpretar como la compensación por protegerse de la inflación y, como tal, contiene información relevante sobre las expectativas de los inversores. Sin embargo, el contenido informativo que tiene el precio de estos activos queda oscurecido, porque, como cualquier otro seguro, incluye una prima por la transferencia del riesgo, así como una prima de liquidez. Como alternativa para medir las expectativas de inflación existen diversas encuestas basadas en las expectativas de los analistas privados. Estas encuestas presentan la ventaja de estar libres del problema de las primas de riesgo y liquidez. Sin embargo, tienen el inconveniente de estar disponibles con menor frecuencia, normalmente trimestral, lo que limita su utilidad para el análisis de la política monetaria.

En un trabajo reciente del Banco de España¹ se propone una medida de las expectativas de inflación de largo plazo en la UEM combinando ambas fuentes de información —encuestas e información de los mercados financieros—. Con respecto a las encuestas, se toman las del *Consensus Forecast*, el *Survey of Professional Forecasters* del BCE y el dato de avance de la inflación. El gráfico 1.1 muestra, para la UEM, las expectativas de inflación a largo plazo (inflación a cinco años dentro de cinco años, esto es, entre los próximos seis y diez años), de las que se ha excluido la prima de riesgo estimada. Se observa que las expectativas de inflación se han mantenido claramente por debajo del 2 % desde 2005 —fecha a partir de la cual la disponibilidad de datos permite este análisis— hasta el cierre de este Informe.

En el período estudiado se han producido dos caídas destacables de estos indicadores de expectativas. La primera, durante la crisis financiera global iniciada tras la caída de Lehman Brothers, en 2008-2009, fue muy

acentuada. La segunda, mucho más paulatina, tuvo lugar entre 2013 y comienzos de 2015, y dio lugar a una creciente preocupación por un posible desanclaje de las expectativas en la UEM. En ambos casos, el BCE puso en marcha medidas de política monetaria no convencional para revertir la tendencia a la baja de la inflación. Estas medidas han sido efectivas, en general, a la hora de revertir la evolución observada. En particular, el comienzo del programa de compra de activos por parte del BCE (PSPP, por sus siglas en inglés), a inicios de 2015, marcó un cambio en la tendencia de las expectativas a largo plazo, que han crecido paulatinamente desde entonces, reforzadas por las posteriores extensiones del programa, de manera que, a mediados de 2018, registraron valores similares a los observados entre 2005 y 2007 (y 2011-2012).

En el último trimestre de 2018, no obstante, tuvo lugar un descenso en las expectativas de inflación a largo plazo, en un contexto de deterioro pronunciado de las previsiones de crecimiento económico para el área del euro. Esta flexión a la baja de las expectativas de inflación es todavía demasiado incipiente como para poder extraer conclusiones firmes acerca de su grado de persistencia. En todo caso, la evolución observada exige reforzar, de cara a calibrar apropiadamente el tono futuro de la política monetaria, la atención prestada a las señales que puedan derivarse de estos indicadores.

En el gráfico 1.2 se muestra un análisis similar al anterior para el caso de Estados Unidos. En este país, las expectativas de inflación a largo plazo superan claramente las observadas en el área del euro (en torno al 2,5 % antes de la crisis y alrededor del 2,3 % desde el comienzo de la normalización monetaria), diferencia que estaría en consonancia con la posición más avanzada en el ciclo de la economía norteamericana y a la que quizá podrían haber contribuido otros factores. El gráfico pone de manifiesto que también en el caso de Estados Unidos las distintas medidas de política monetaria no convencional que se implementaron habrían afectado con intensidad diferente a las expectativas de inflación. El descenso que estas registraron tras la crisis financiera global fue contrarrestado con éxito por los programas de expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés)². Además, como ocurre en la actualidad en el área del euro, coincidiendo

1 Véase R. Gimeno y E. Ortega (2018), «La evolución de las expectativas de inflación del área del euro», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

2 Véase R. Reis (2016), *Funding Quantitative Easing to Target Inflation*, CEPR Discussion Papers, n.º DP11505.

LA INFLUENCIA DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA RECIENTES DEL BCE SOBRE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LARGO PLAZO (cont.)

con el final de las compras netas de activos, también se observó una caída de las expectativas de inflación, aunque acabó revirtiendo, de modo que la inflación esperada se ha estabilizado ligeramente por encima del 2,3 %.

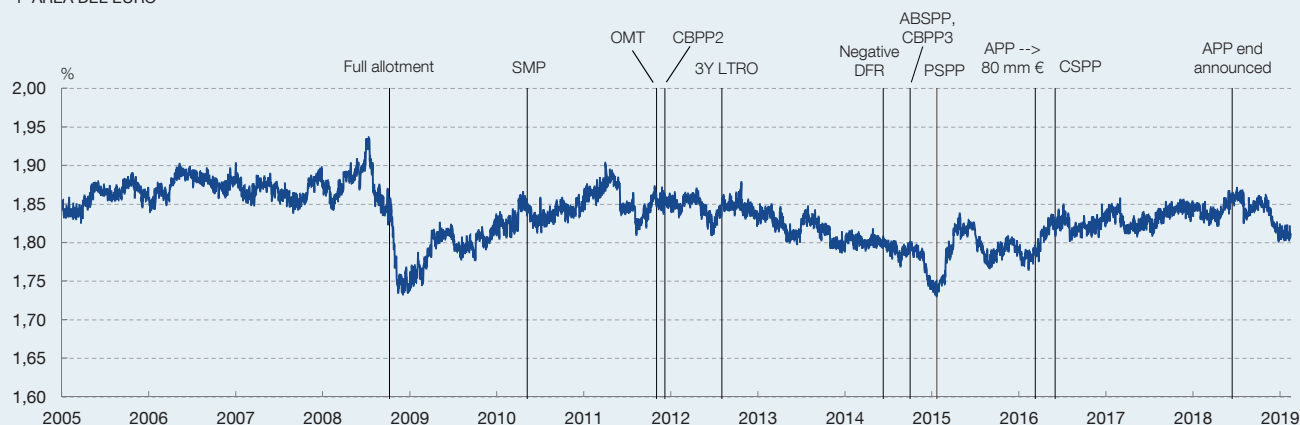
En conclusión, las políticas monetarias de las principales economías se han enfrentado, en el contexto posterior a la

crisis, a la necesidad de contrarrestar, mediante medidas que no figuraban hasta entonces en el arsenal de herramientas de los bancos centrales, ciertos movimientos a la baja en las expectativas de inflación, con el objetivo de estabilizar este importante componente de la formación de precios y de salarios.

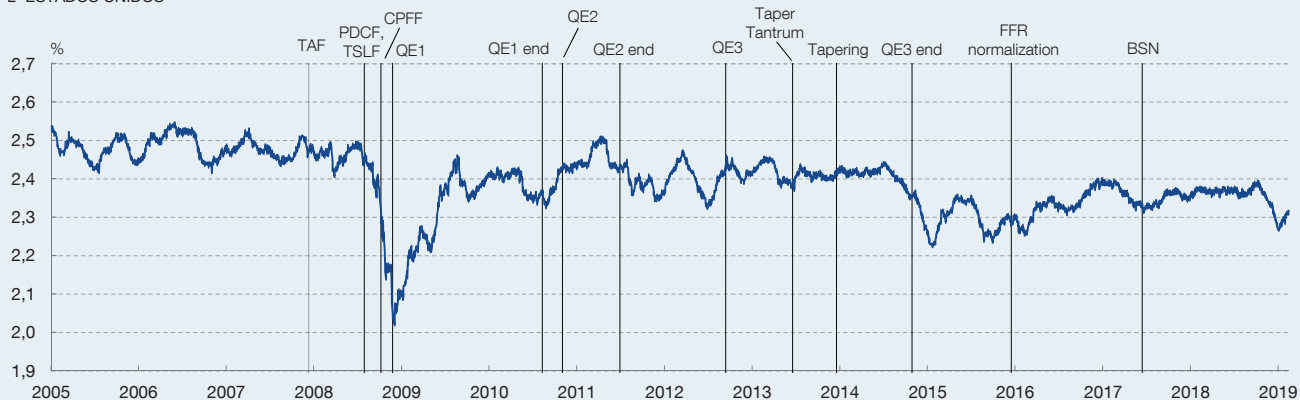
Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE MERCADO DE INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Las medidas de política monetaria no convencional del Eurosistema han sido efectivas para revertir las tendencias a la baja de las expectativas de inflación a largo plazo en el área del euro: tanto cuando cayeron abruptamente durante la crisis financiera global en 2008-2009 como cuando lo hicieron de forma mucho más paulatina entre 2013 y comienzos de 2015, momento en el que creció la preocupación por un posible desanclaje de las expectativas en el área del euro. En Estados Unidos, las medidas no convencionales de política monetaria también han influido sobre las expectativas de inflación a largo plazo con distinta intensidad.

1 ÁREA DEL EURO



2 ESTADOS UNIDOS



FUENTE: Banco de España, basado en precios de swaps a múltiples plazos con información procedente de Datastream.