

1 de julio de 2025

Una estrategia de política monetaria para tiempos complejos

Publicado en Expansión

José Luis Escrivá, gobernador del Banco de España

Los bancos centrales, como el resto de agentes económicos, nos movemos en entornos cada vez más complejos, lo que nos obliga a adaptar a los nuevos tiempos los instrumentos que tenemos para ser lo más efectivos posibles a la hora de cumplir nuestro mandato: lograr la estabilidad de precios. En este contexto, se enmarca la revisión de la estrategia de política monetaria que acabamos de publicar y en la que los bancos centrales nacionales del Eurosistema, incluido el Banco de España, y el Banco Central Europeo (BCE) llevamos trabajando más de un año.

La estrategia es el marco según el cual se adoptan las decisiones de política monetaria y se comunican al público, por lo que tiene dos funciones principales. Por un lado, ofrece a los responsables de las decisiones de política monetaria —los miembros del Consejo de Gobierno del BCE— un marco analítico que traduce escenarios económicos reales o esperados en potenciales decisiones; y, por otro lado, sirve como canal de comunicación con el público para ser lo más transparentes posible con nuestras decisiones.

Para diseñar la nueva estrategia de política monetaria hemos tenido en cuenta, por una parte, las perturbaciones vividas en los últimos años, con consecuencias para la inflación muy diferentes: primero un periodo prolongado con inflación muy baja, agudizado en la pandemia, y después el mayor aumento de precios de la historia del euro. Los principales impulsores en esta ocasión fueron factores por el lado de la oferta, como las disrupciones en las cadenas de suministro derivadas de la pandemia, y el aumento de los precios de la energía y los alimentos, consecuencia de la invasión rusa de Ucrania. A pesar de estos complejos escenarios, la política monetaria del BCE fue capaz de evitar una espiral de precios y salarios (lo que llamamos *efectos de segunda ronda*) y de mantener ancladas las expectativas de inflación a largo plazo. Pero, por otra parte, también es necesario adaptar la estrategia al contexto actual, marcado por la fragmentación geopolítica, el cambio climático, el auge de la inteligencia artificial y envejecimiento poblacional. Todos estos fenómenos podrían hacer que en el futuro las perturbaciones inflacionarias sean más frecuentes y difíciles de anticipar, mientras los bancos centrales tenemos que ser igualmente eficientes cumpliendo nuestro mandato.

Lógicamente, la nueva estrategia de política monetaria es una revisión de la anterior, por lo que se mantienen algunos elementos que han sido francamente útiles en los últimos años. Por ejemplo, los bancos centrales del Eurosistema nos hemos reafirmado en que nuestro

objetivo principal sigue siendo mantener la inflación del área del euro en el 2% a medio plazo, con un enfoque simétrico. Es decir, que tanto las desviaciones por encima como por debajo de ese nivel son consideradas igualmente indeseables. Creemos que esta claridad, que ha sido clave para mantener ancladas las expectativas de inflación durante estos años, incluso durante los episodios recientes de alta inflación, debe seguir siendo nuestra principal guía en los próximos años. También **el enfoque a medio plazo**, que es esencial en contextos tan complejos como los que vivimos, en los que los episodios de volatilidad son cada vez más frecuentes. Esta “paciencia” para no reaccionar rápidamente a posibles desviaciones temporales de la inflación es fundamental, y se complementa con una capacidad de reacción enérgica o persistente cuando apreciamos desviaciones sostenidas de la inflación respecto a nuestro objetivo, ya sea por exceso o por defecto.

También se mantienen algunos instrumentos que han sido útiles en el pasado, como la posibilidad de complementar las medidas sobre los tipos de interés oficiales con otras **herramientas, aquellas que llamamos “no convencionales”** (operaciones de financiación a largo plazo, programas de compra de activos, los tipos de interés negativos y la orientación futura de los tipos de interés) que fueron muy eficaces en los momentos de inflación muy baja y cuando los tipos estaban cerca de cero. A estas, se han añadido nuevas herramientas, como la creación en 2022 de un instrumento —el TPI (*Transmission Protection Instrument*)— para asegurar la correcta transmisión de la política monetaria en todos los países del euro. En todas ellas, tenemos el compromiso de evaluar cuidadosamente su uso para evitar efectos secundarios no deseados.

Pero, como decía, la nueva estrategia de política monetaria también nace de analizar el contexto actual, lo que nos ha llevado a introducir elementos nuevos que creemos que pueden contribuir a que seamos más eficaces a la hora de cumplir nuestro mandato.

Uno de ellos es la relevancia de tener en cuenta en nuestras decisiones no solo la trayectoria más probable de la inflación y de la economía, sino también **los riesgos y la incertidumbre que las rodean**, incluyendo el diseño de escenarios alternativos y el análisis de sensibilidad. Los escenarios recogen las implicaciones de ciertos eventos, como una escalada del conflicto de Oriente Medio o un aumento generalizado de aranceles, sobre nuestras sendas previstas de crecimiento e inflación. Por su parte, el análisis de sensibilidad muestra cómo afectarían a nuestras previsiones cambios en algunos supuestos relevantes, como el precio del petróleo o la subida de las demandas salariales de los trabajadores. En un contexto tan complejo como el actual, estos escenarios alternativos pueden ser muy útiles para ser ágiles y estar preparados para tomar las decisiones más convenientes.

Además, y aunque nuestra prioridad sigue siendo la estabilidad de precios, también tenemos que considerar **otros factores, como el empleo, la estabilidad financiera y el cambio climático**. Un sistema financiero sólido es esencial para que la política monetaria funcione bien, y los riesgos climáticos pueden afectar tanto a la inflación como a la estabilidad del sistema. Por ello, estos elementos se integrarán con más detalle en el análisis económico y financiero.

Por último, la nueva estrategia de política monetaria reafirma la importancia de una **comunicación clara de la política monetaria como herramienta clave para aumentar su efectividad**. En este aspecto, los bancos centrales hemos mejorado en los últimos años,

pero debemos hacer un esfuerzo aún mayor para que la sociedad entienda nuestras decisiones con mensajes accesibles y adaptándonos también a nuevas formas de comunicación.

En definitiva, una política monetaria eficaz es crucial en nuestras sociedades, lo que nos obliga a estar alerta y evaluar tanto nuestras acciones pasadas como el entorno en el que nos movemos para mejorar nuestros instrumentos. De esa reflexión nace esta revisión, que, en términos lampedusianos, se basaría en cambiar las cosas para que nada cambie, porque nuestro objetivo —seguir garantizando el valor del dinero en euros, mediante la estabilidad de precios— es también nuestra mejor contribución a un crecimiento sólido. Y, para seguir adaptándonos a un mundo en constante cambio, **nos comprometemos a volverla a revisar en 2030.**