

# POLÍTICA MONETARIA: ¿DE DÓNDE VENIMOS?, ¿DÓNDE ESTAMOS? Y ¿A DÓNDE VAMOS?

**ÁNGEL GAVILÁN**

Director General de Economía

XXXIX JORNADAS DE ALICANTE SOBRE ECONOMÍA ESPAÑOLA

Alicante

8 de noviembre de 2024

DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA- BANCO DE ESPAÑA





## ÍNDICE

- 1. ¿De dónde venimos?**
- 2. ¿Dónde estamos?**
- 3. ¿A dónde vamos?**



# ÍNDICE

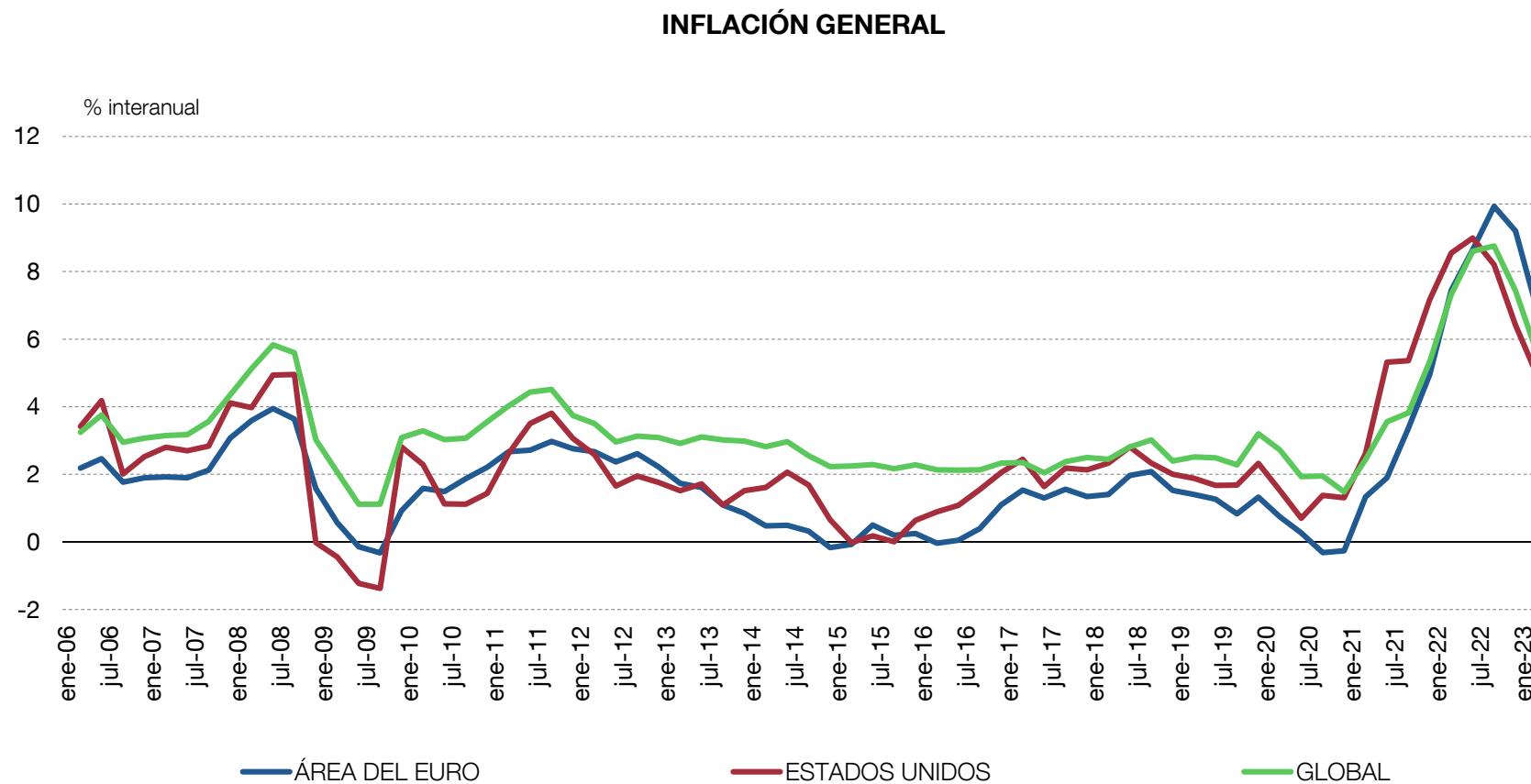
## 1. ¿De dónde venimos?

- **El repunte de la inflación en 2021-2022 y sus determinantes**
- **La reacción de política monetaria a escala global**
- **Detalles adicionales de la reacción del Banco Central Europeo (BCE)**

## 2. ¿Dónde estamos?

## 3. ¿A dónde vamos?

# DESPUÉS DE MUCHOS AÑOS DE TASAS DE INFLACIÓN REDUCIDAS, ESTAS REPUNTARON CON FUERZA A ESCALA GLOBAL EN 2021-2022

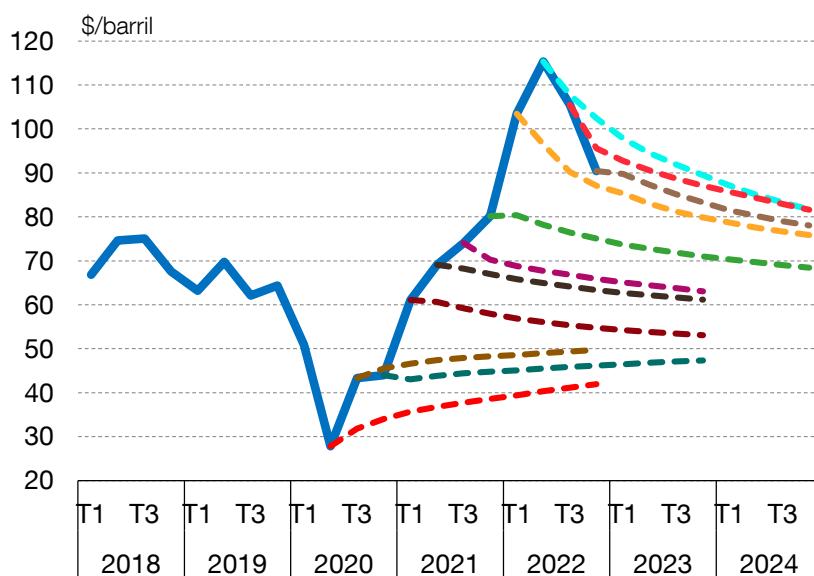


Fuentes: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

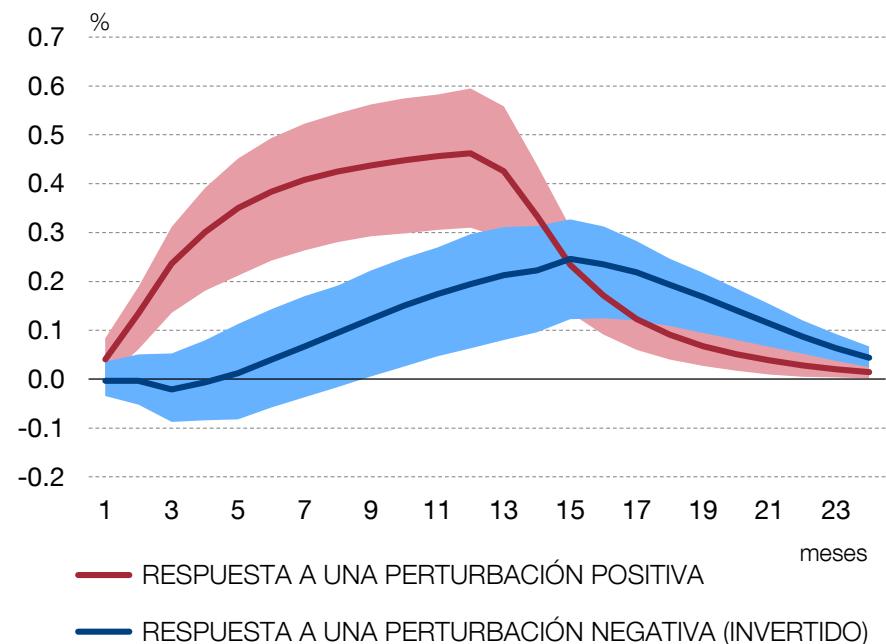
# UN DETERMINANTE FUNDAMENTAL DE ESTE REPUNTE DE LA INFLACIÓN FUE EL FUERTE INCREMENTO QUE EXPERIMENTARON LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS ENERGÉTICAS ...

- ... que fue más intenso y persistente de lo que se contempló inicialmente ...
- ... y que fue trasladándose progresivamente a los componentes más estables de la inflación

PRECIO DEL PETRÓLEO (OBSERVADO Y PREVISTO)



TRASLACION DE SHOCKS EN EL PRECIO DEL PETROLEO A LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN LA UEM (a)



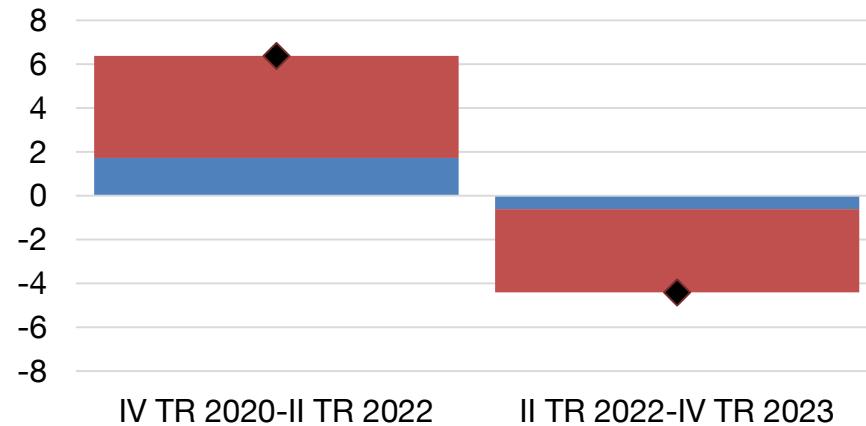
Fuentes: Refinitiv y Burriel et al. (2024), ["Asimetrías en la traslación de los incrementos y de los descensos de los precios de la energía a la inflación subyacente del área del euro y de España"](#), Artículo de Boletín #6 2024/T1 del Banco de España.

(a) Las áreas del gráfico reflejan intervalos de confianza ante una perturbación.

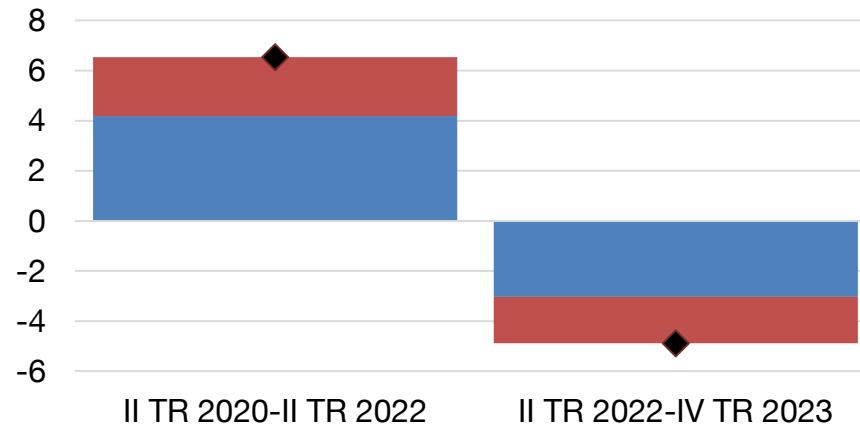
# A LOS FACTORES DE OFERTA TAMBIÉN SE UNIERON OTROS FACTORES, COMO LOS DE DEMANDA, RELACIONADOS, EN GRAN MEDIDA, A LA RESPUESTA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS A LA PANDEMIA

- La importancia relativa de estos factores de demanda en el repunte de la inflación fue cambiando en el tiempo ...
- ... y parece haber tenido una mayor relevancia en EEUU que en el área del euro

**IAPC DEL ÁREA DEL EURO**  
(%, variación acumulada)



**IPC DE EEUU**  
(%, variación acumulada)



■ DEMANDA ■ OFERTA ■ IAPC/IPC

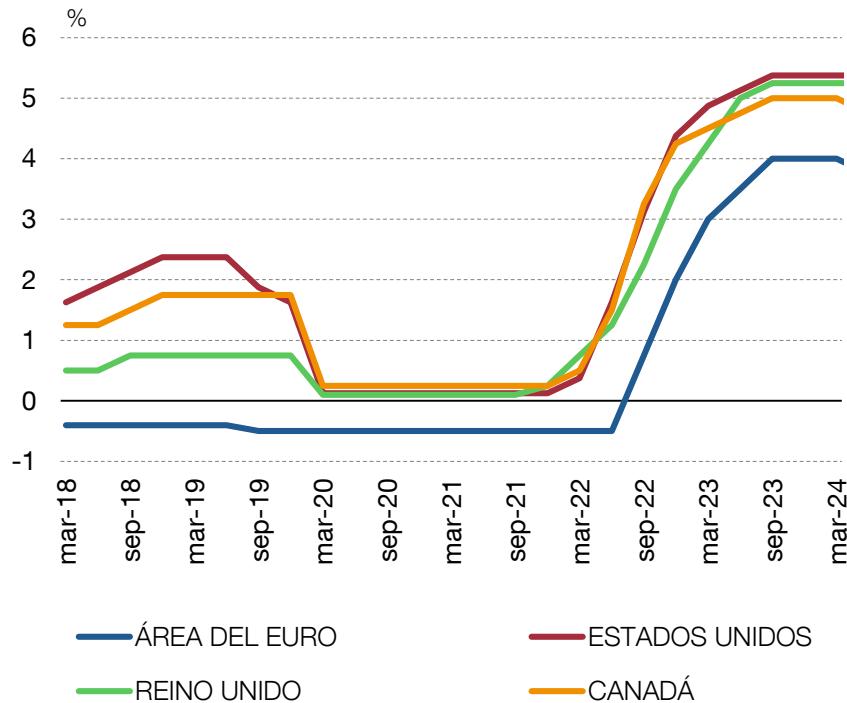
Fuentes: FRED St Louis, Eurostat, Banco de España y cálculos propios.

Notas: Descomposición histórica (desviaciones de la media) basadas en un modelo VAR estructural utilizando datos trimestrales de Estados Unidos (II TR 1990-IV TR 2023) y del área del euro (I TR 2007-IV TR 2023) de las siguientes variables: PIB real, IAPC/IPC, precio al contado (spot) del petróleo (WTI o Brent), tipo de interés efectivo de los fondos federales de Estados Unidos o tipo de la facilidad de depósito del BCE (DFR) y los índices de cuellos de botella presentados en Burriel et al. (2024). Las perturbaciones estructurales se identifican mediante exclusión y restricciones de signo, véase Katarinyuk, Martínez-Martin, Pappa y Rast, 2024 (de próxima publicación). Las perturbaciones estructurales de demanda agregan perturbaciones de demanda y de política monetaria, mientras que las perturbaciones de oferta agregan perturbaciones de costes, de petróleo y de cuellos de botella. Los casos de COVID-19 se introdujeron en el modelo como exógenos en línea con Serena Ng (2021).

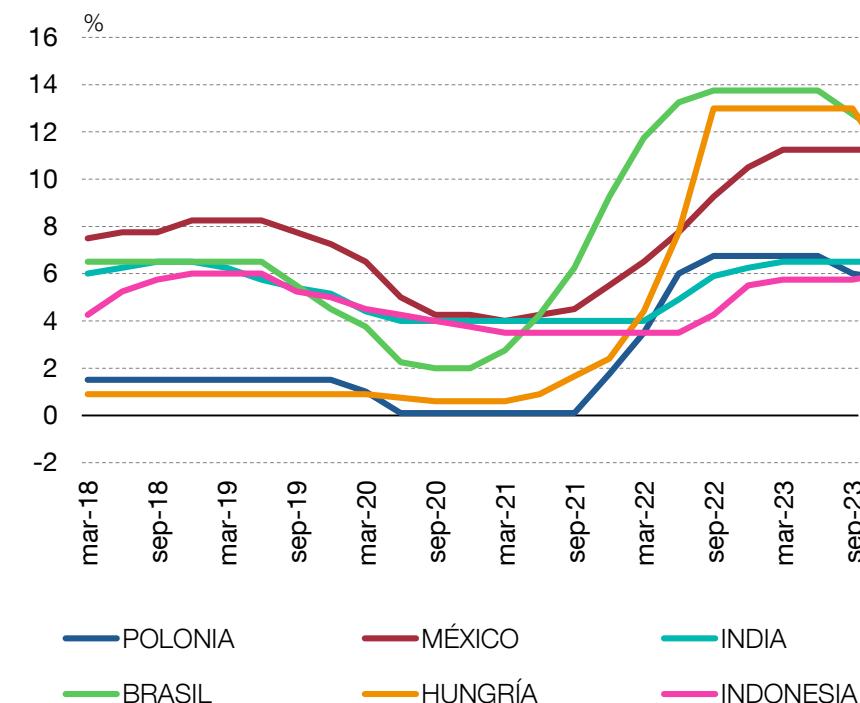
# EN RESPUESTA AL ACUSADO INCREMENTO DE LAS TASAS DE INFLACIÓN, LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES MUNDIALES ENDURECIERON MUY SENSIBLEMENTE SUS POLÍTICAS MONETARIAS ...

- ... con una intensidad, velocidad y grado de sincronía que no tienen precedentes históricos

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



Fuentes: Bancos Centrales nacionales.

# MÁS ALLÁ DEL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES, LA REACCIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO AL EPISODIO INFLACIONISTA TAMBIÉN HA INCORPORADO OTROS ELEMENTOS RELEVANTES

## Función de reacción

- 14 de abril de 2022: **opciones abiertas, gradualidad y flexibilidad** en la ejecución de la política monetaria
- 9 de junio de 2022: **dependencia de los datos**
- 21 de julio de 2022: **las decisiones sobre los tipos de interés se adoptan reunión a reunión**
- 16 de marzo de 2023: se explicita que las decisiones sobre los tipos de interés estarán basadas en:
  - la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros,
  - la dinámica de la inflación subyacente, y
  - la intensidad de la transmisión de la política monetaria

## *Transmission Protection Instrument (TPI)*

- 21 de julio de 2022: se aprueba el ***Transmission Protection Instrument (TPI)***, que podrá activarse para contrarrestar dinámicas de mercado no justificadas por los fundamentos económicos que constituyan una amenaza para la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro

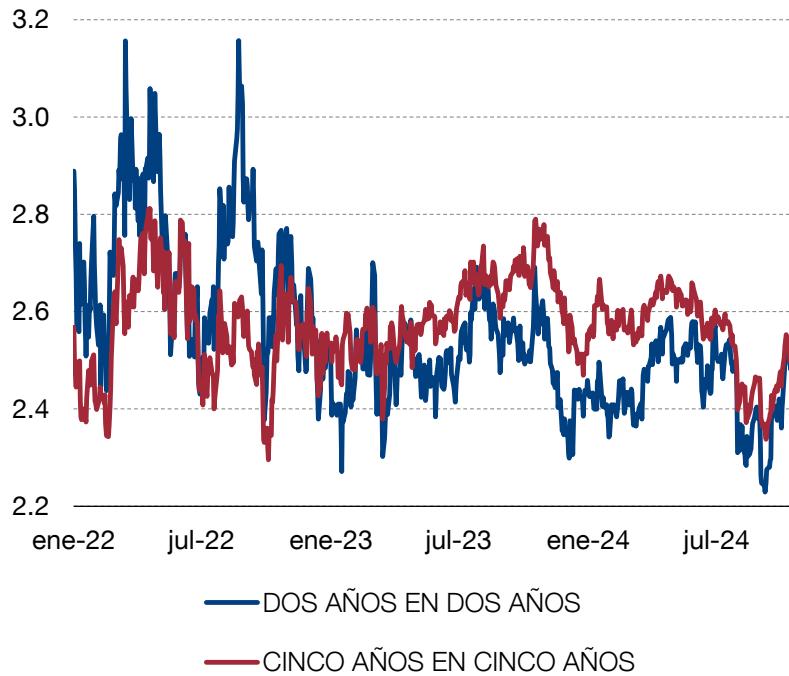
## Programas de compras de activos

- En varias fechas, se acuerda reducir el **ritmo de compras netas** del PEPP y del APP. En la actualidad, ya no hay compras netas
- En varias fechas, se anuncia el fin de las **reinversiones** totales del PEPP y del APP, y se anuncian distintas fases de reinversiones parciales. Las reinversiones del APP ya han terminado y las del PEPP terminarán a finales de 2024

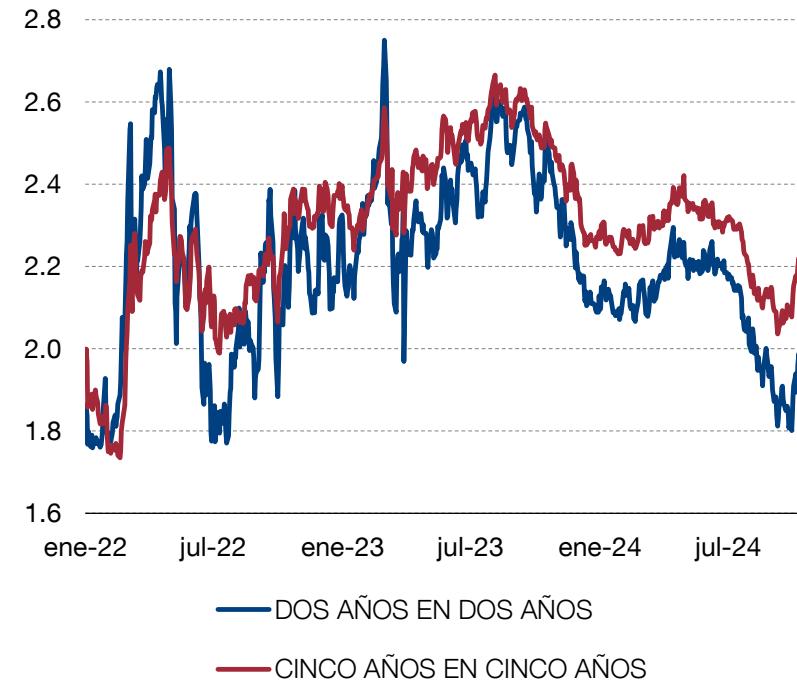
# ESTA REACCIÓN DECIDIDA DE LA POLÍTICA MONETARIA A ESCALA GLOBAL FUE FUNDAMENTAL PARA EVITAR UN DESANCLAJE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A MEDIO PLAZO ...

- ... que hubiera supuesto, a través de efectos de segunda ronda vía salarios y excedentes, un coste sobre la actividad económica mucho mayor del observado

**COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN (%). EEUU  
(SWAPS DE INFLACIÓN)**



**COMPENSACIÓN POR INFLACIÓN (%). UEM  
(SWAPS DE INFLACIÓN)**



Fuente: Bloomberg Data License. Último dato: 04/11/2024.



# ÍNDICE

## 1. ¿De dónde venimos?

- El repunte de la inflación en 2021-2022 y sus determinantes
- La reacción de política monetaria a escala global
- Detalles adicionales de la reacción del Banco Central Europeo (BCE)

## 2. ¿Dónde estamos?

- Los efectos de una política monetaria restrictiva y ...
- ... una reversión apreciable de las perturbaciones negativas de oferta iniciales ...
- ... han conducido a una desinflación aparentemente “inmaculada” ...
- ... lo que ha dado lugar a un nuevo cambio de tono en la política monetaria global
- **Situación actual en la UEM**

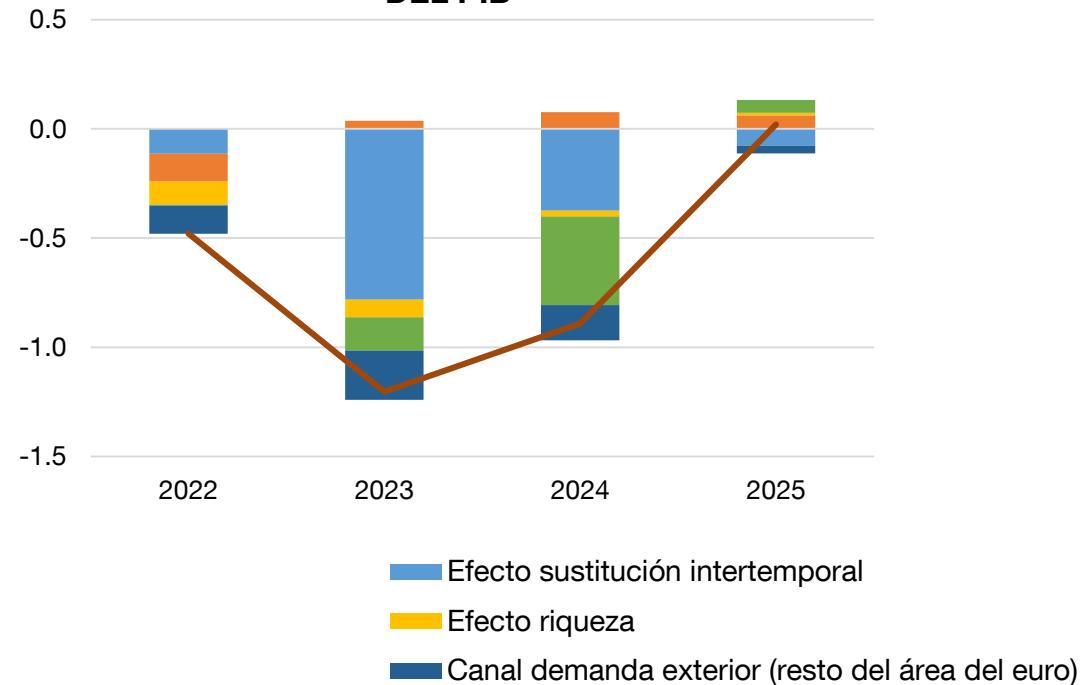
## 3. ¿A dónde vamos?

## ADEMÁS DE CONTRIBUIR A MANTENER ANCLADAS LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN, EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA SE HA IDO FILTRANDO A LA ACTIVIDAD Y LOS PRECIOS

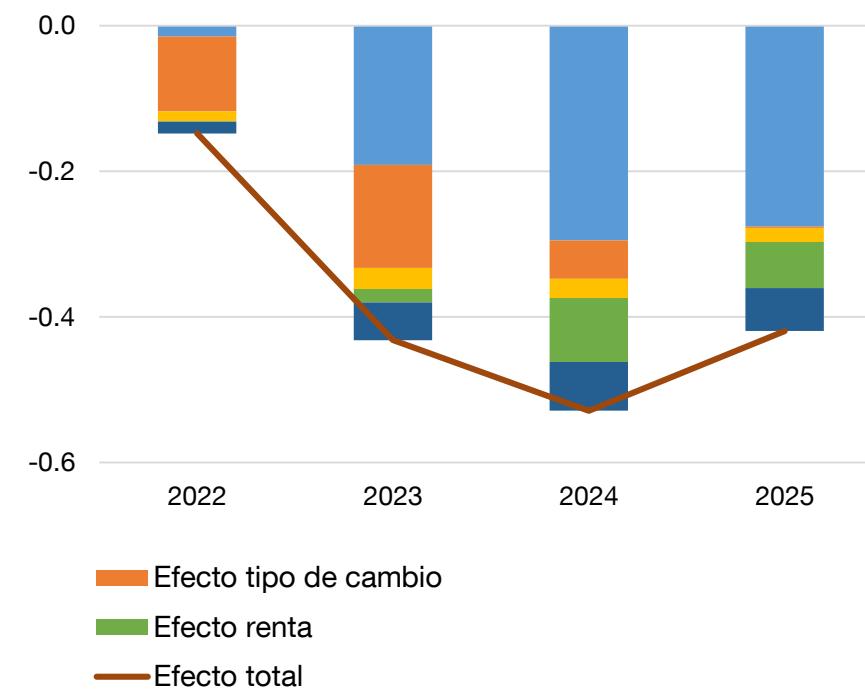
- Un endurecimiento de la política monetaria se traslada a los mercados financieros con relativa rapidez, pero su impacto máximo sobre la actividad real (a la baja) y sobre la inflación (también a la baja) solo se materializa con un cierto retardo

### EFECTOS DEL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE LA ACTIVIDAD Y LA INFLACIÓN EN ESPAÑA

#### EFECTO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL PIB



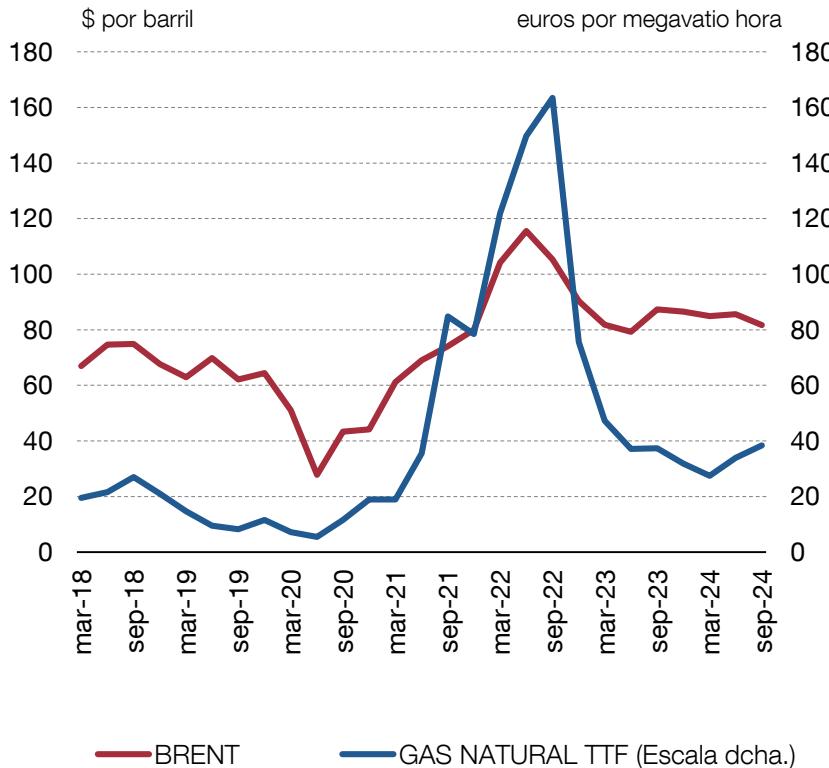
#### EFECTO SOBRE LA INFLACIÓN (IAPC)



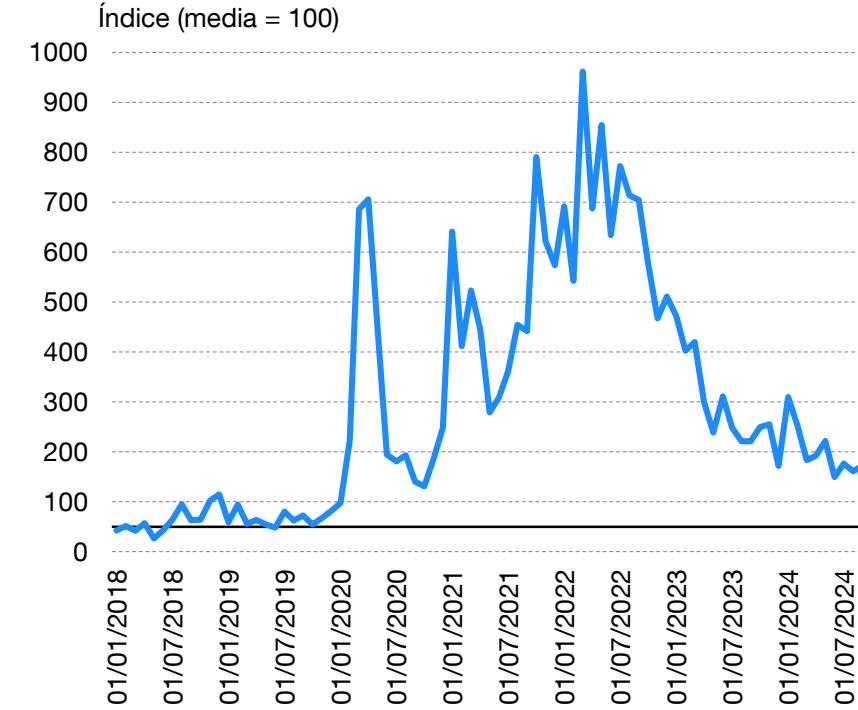
Fuente: Banco de España.

# DESDE MEDIADOS DE 2022, TAMBIÉN SE HA OBSERVADO UNA NOTABLE REVERSIÓN DE LAS PRINCIPALES PERTURBACIONES DE OFERTA QUE PROPICIARON EL REPUNTE INICIAL DE LA INFLACIÓN

## PETRÓLEO Y GAS: PRECIOS



## UEM. ÍNDICE DE CUELLOS DE BOTELLAS EN LOS SUMINISTROS

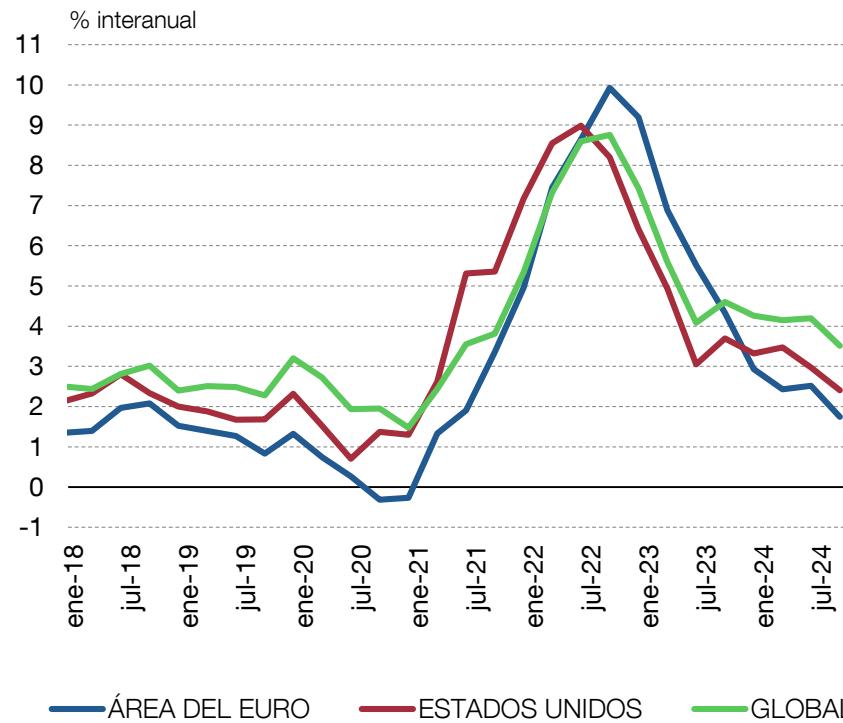


Fuentes: Refinitiv y Banco de España.

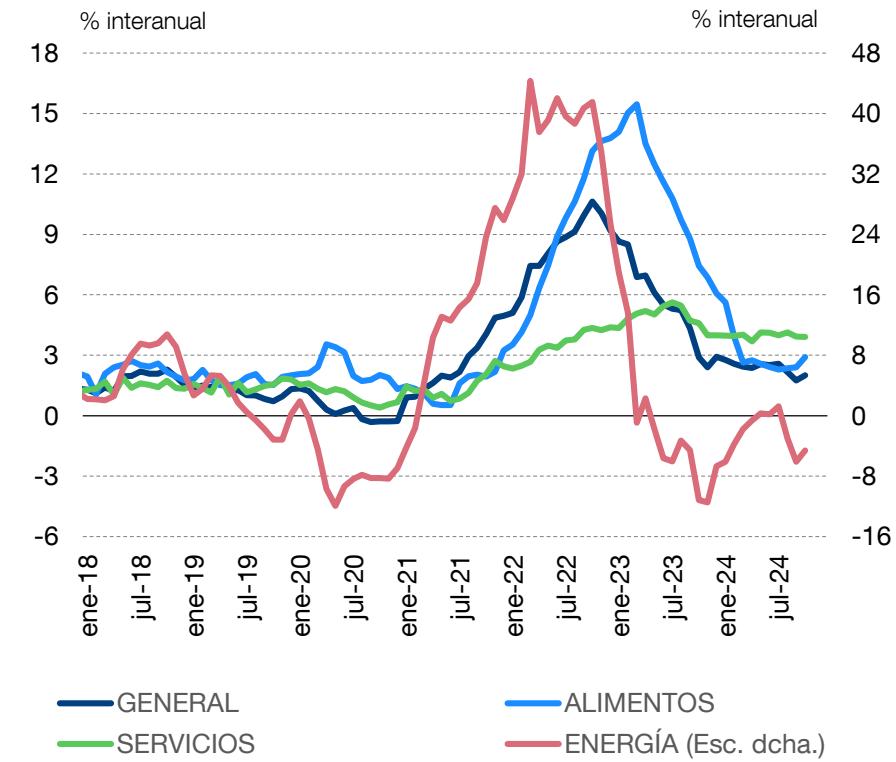
# TODO ELLO HA CONDUCIDO A UNA CONSIDERABLE DESACELERACIÓN EN LAS TASAS DE INFLACIÓN A ESCALA GLOBAL ...

- ... que es más evidente en los componentes más volátiles de la cesta de consumo de los hogares (energía y alimentos) que en los servicios o en otros indicadores de presiones inflacionistas domésticas

## INFLACIÓN GENERAL



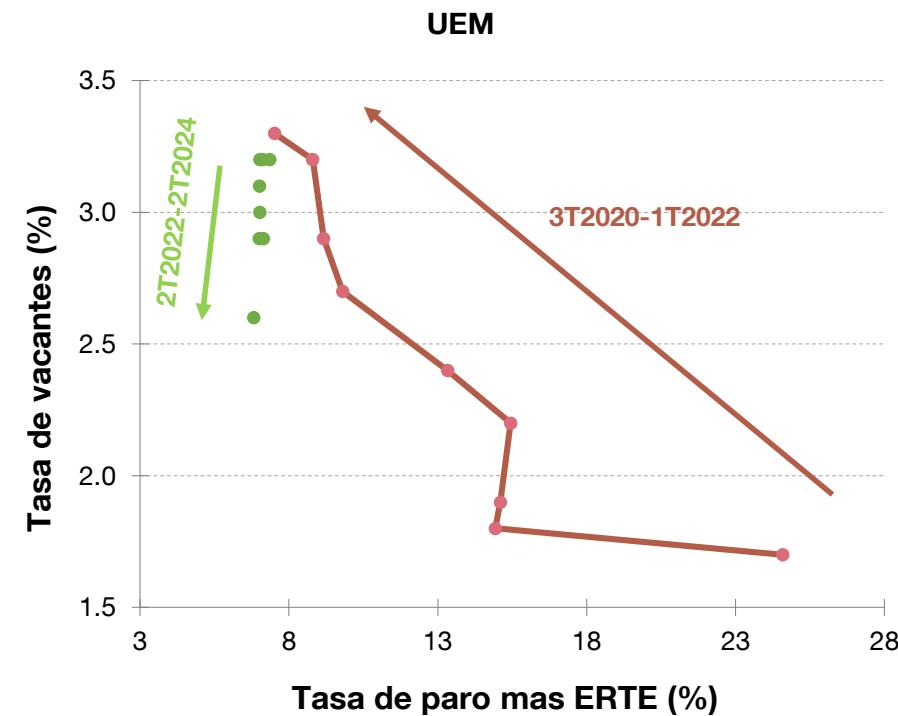
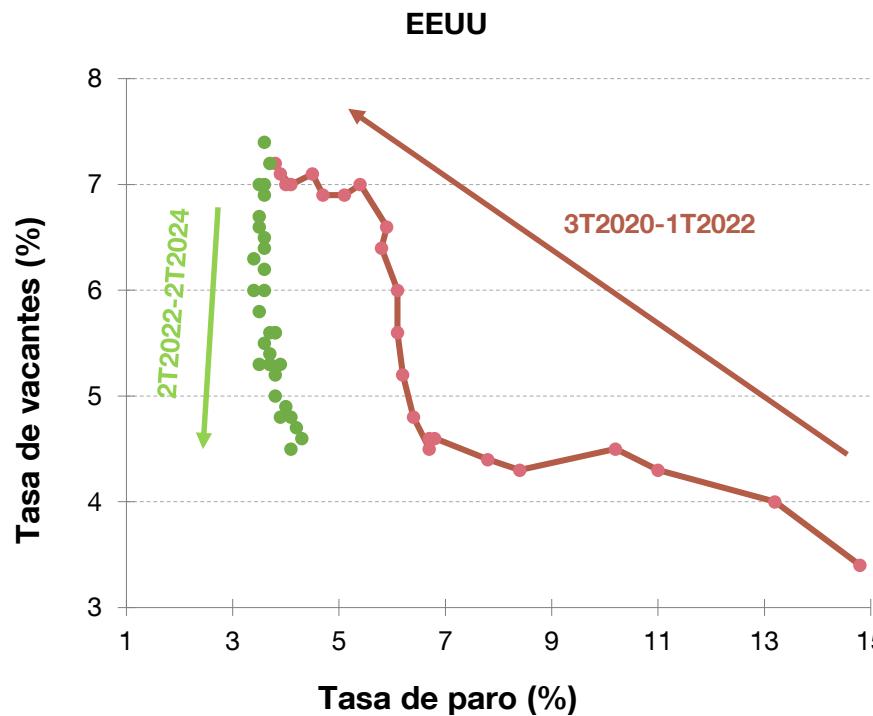
## UEM. INFLACIÓN



Fuentes: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

# **POR EL MOMENTO, PARECE QUE SE ESTÁ PRODUCIENDO UN PROCESO DE DESINFLACIÓN “INMACULADO” O DE “ATERRIZAJE SUAVE” ...**

- ... en el que, a escala global, está siendo posible conciliar una reducción relativamente rápida de las tasas de inflación con el mantenimiento de un cierto dinamismo de la actividad económica y de un notable vigor en los mercados de trabajo

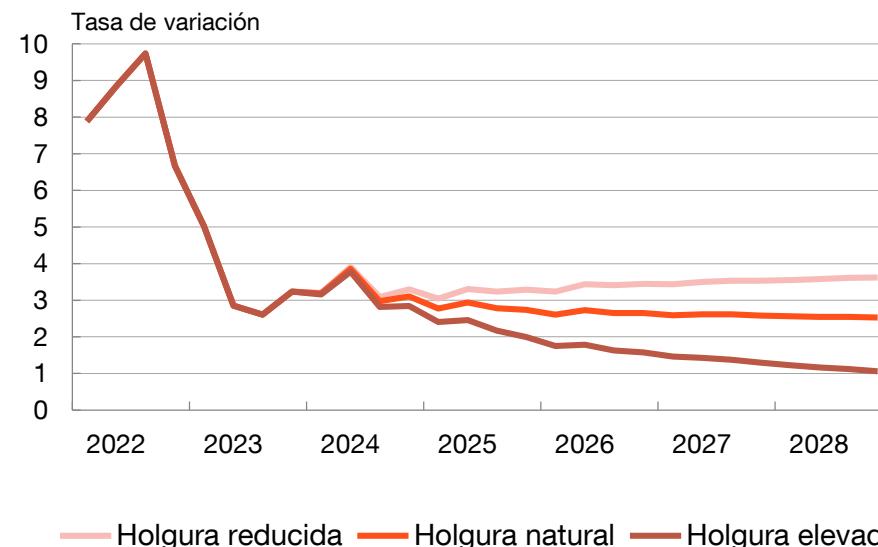


Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

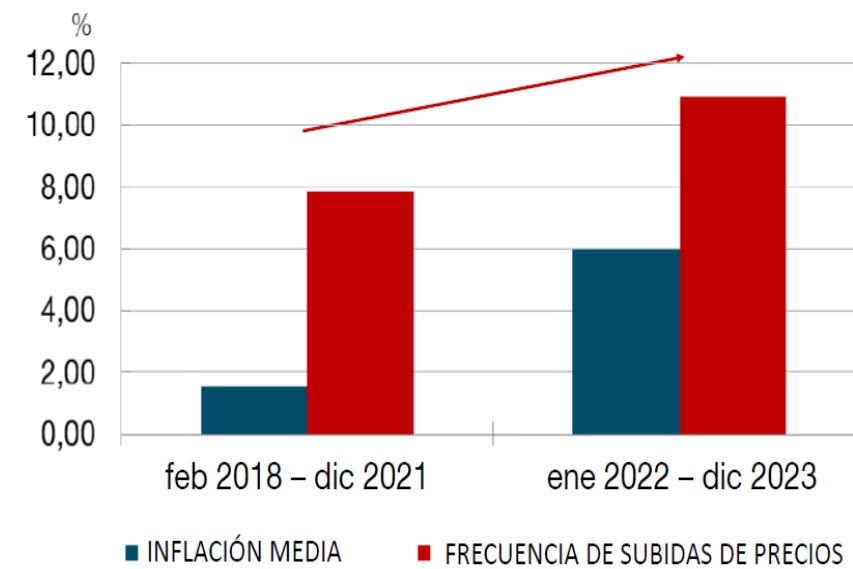
# LAS CAUSAS QUE PUEDEN ESTAR DETRÁS DE UNA “TASA DE SACRIFICIO” RELATIVAMENTE REDUCIDA, COMO LA REGISTRADA HASTA EL MOMENTO, ESTÁN SIENDO OBJETO DE ESTUDIO

- Algunos trabajos sugerían que, para reducir las tasas de inflación desde sus máximos, sería necesario inducir un “enfriamiento” en los mercados de trabajo mayor que el que se está observando
- Ante esta evidencia, varios estudios recientes apuntan a una mayor pendiente de la curva de Philips en el contexto actual. Por ejemplo, debido a un cambio en la frecuencia con la que las empresas ajustan sus precios o a la presencia de cuellos de botella generalizados a nivel sectorial en un contexto de demanda elevada

**ESCENARIOS SIMULACIÓN PARA LA SENDA DE INFLACIÓN EN ESPAÑA BASADOS EN EL MODELO DE BLANCHARD Y BERNAKE (a)**



**FRECUENCIA DE CAMBIOS EN EL PRECIO DE LOS PRODUCTOS EN ESPAÑA**

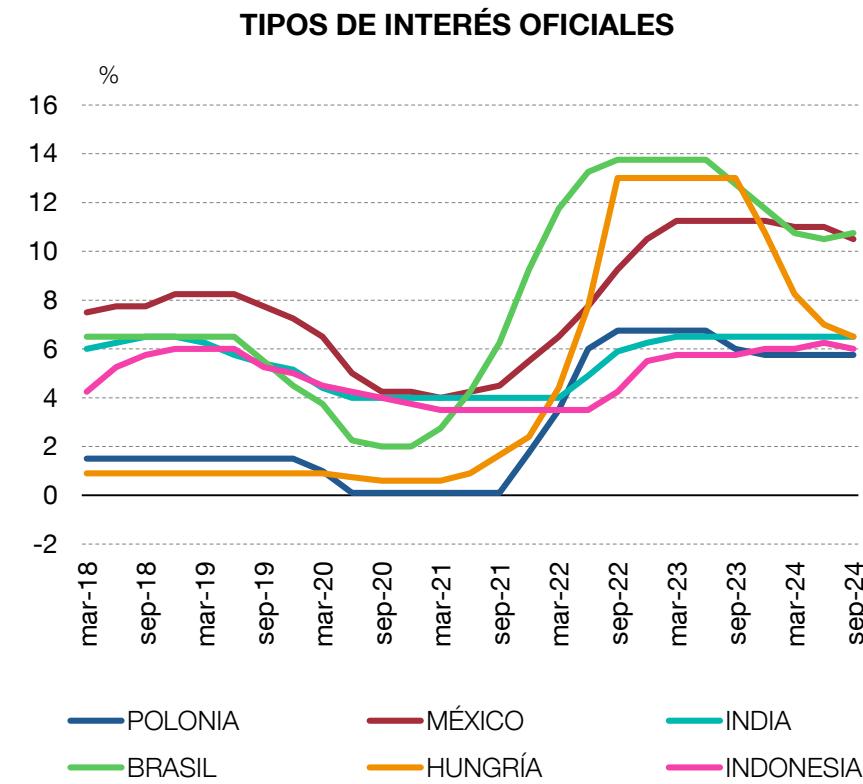
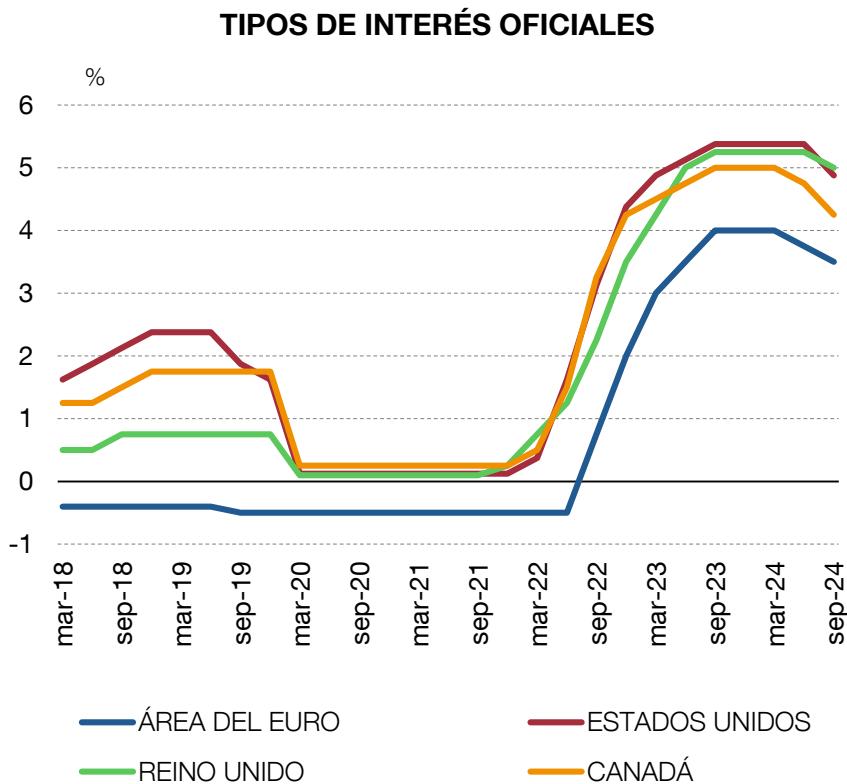


Fuente: Ghomi et al. (2024), “[Análisis de la Dinámica Reciente de la Inflación en España. Un Enfoque Basado en el Modelo de Blanchard y Bernanke](#)”, Documento Ocasional #2404 del Banco de España; y Gutiérrez y Roldán (2024), “[El repunte inflacionario en España entre 2021 y 2023: evidencia con microdatos](#)”, Artículo de Boletín #5 2024/T1 del Banco de España.

(a) Se consideran tres escenarios sobre el grado de holgura del mercado laboral a futuro. En el primero, se asume que la holgura (ratio de vacantes sobre desempleados) permanece en su nivel de II TR 2023 (mercado tensionado, «holgura reducida»); en el segundo, esta ratio retorna a su nivel pre-COVID hacia mediados de 2025 («holgura natural»); y, en el tercero, esta ratio se reduce hasta alcanzar hacia mediados de 2025 su nivel mínimo registrado durante el período pre-COVID («holgura elevada»).

# A LA LUZ DE ESTAS DINÁMICAS DE ACTIVIDAD E INFLACIÓN, LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES MUNDIALES COMENZARON HACE UNOS MESES A REDUCIR SUS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES ...

- ... si bien estos se mantienen aún cerca de sus máximos recientes y en terreno restrictivo

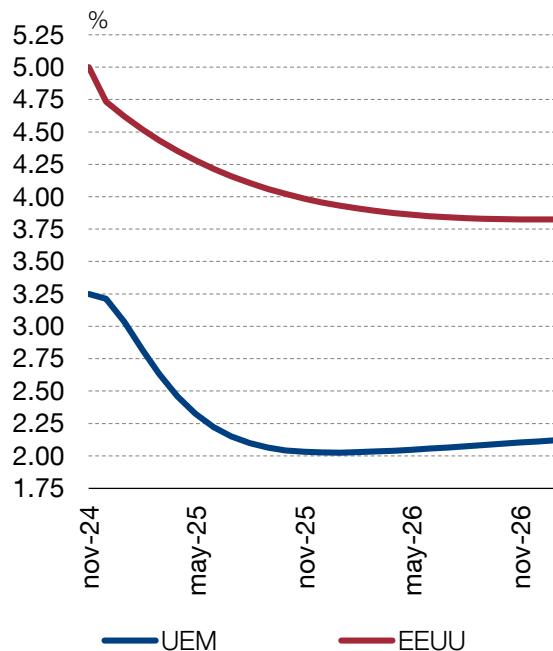


Fuentes: Bancos Centrales nacionales.

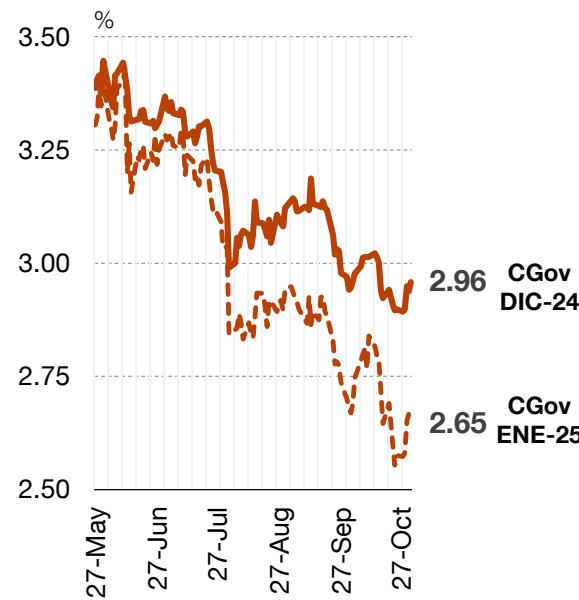
# LOS MERCADOS FINANCIEROS ANTICIPAN QUE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES SEGUIRÁN DISMINUYENDO EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES ...

- ... aunque estos permanecerían, en el medio plazo, por encima de los niveles registrados antes del comienzo de la pandemia
- En cualquier caso, estas expectativas de los mercados financieros han venido mostrando una considerable volatilidad en los últimos trimestres

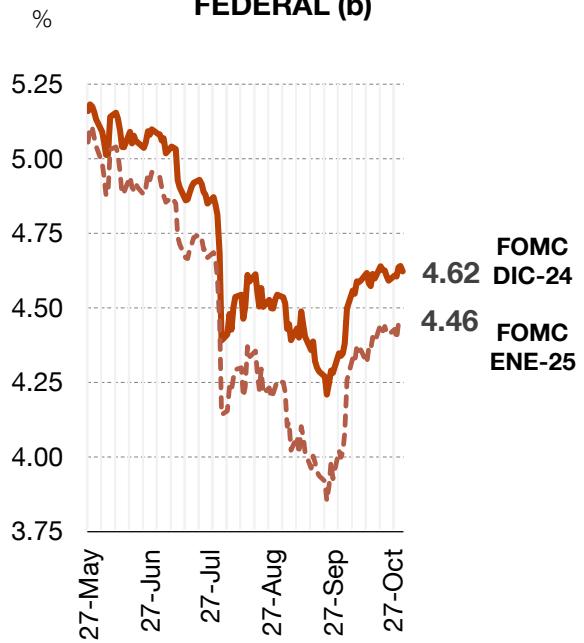
OIS FORWARD INSTANTÁNEO  
EL 01/11/2024 (a)



UEM: TIPO ESPERADO DE LA FACILIDAD  
DE DEPÓSITO (b)



EEUU: TIPO ESPERADO DE LA RESERVA  
FEDERAL (b)



Fuentes: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Último dato: 01/11/2024.

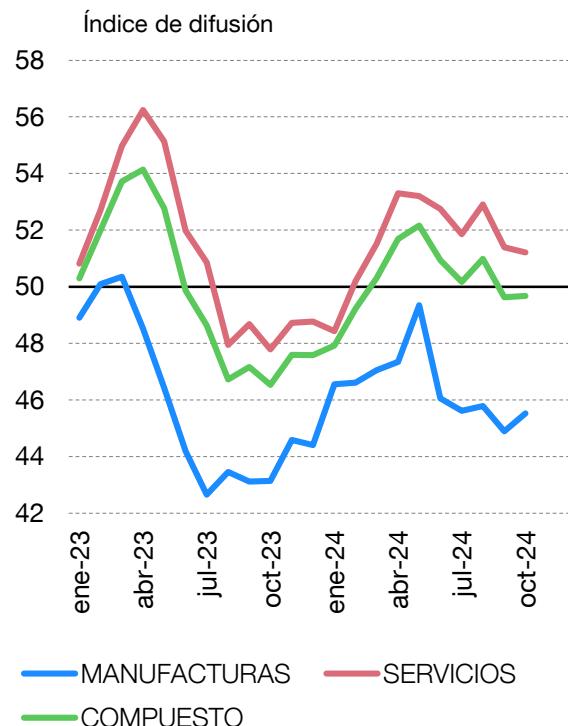
(a) Curvas ajustadas por el diferencial entre el €STR y la facilidad de depósito (UEM) y por el diferencial entre el límite superior del Fed Fund rate objetivo y el efectivo (EEUU).

(b) Información calculada por Bloomberg a partir de los precios de los OIS del euro y dólar. En EEUU, el tipo esperado es el límite superior del rango objetivo de los Fondos federales.

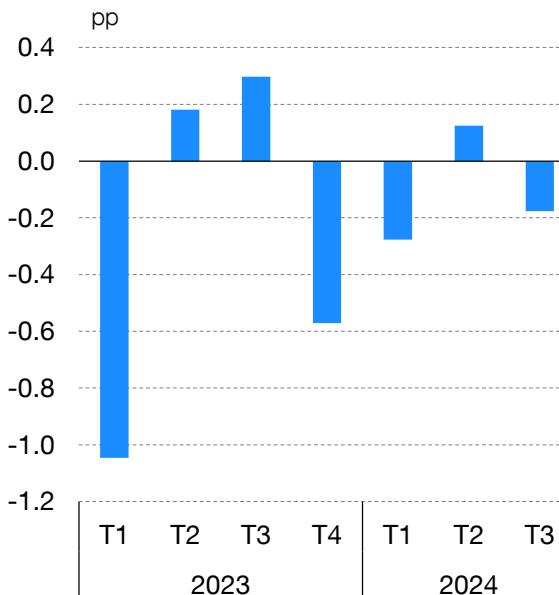
# EN TODO CASO, EN UNA COYUNTURA AÚN MUY INCERTA, LAS PRÓXIMAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SEGUIRÁN SIENDO DEPENDIENTES DE LOS DATOS

- Por un lado, la actividad económica en el área del euro aún muestra signos de debilidad, al tiempo que los últimos datos de inflación han tendido a sorprender a la baja
- Por otro lado, la inflación de los servicios y las presiones inflacionistas domésticas siguen siendo elevadas en la región, y aún persiste una considerable incertidumbre en cuanto al comportamiento futuro de márgenes empresariales y salarios

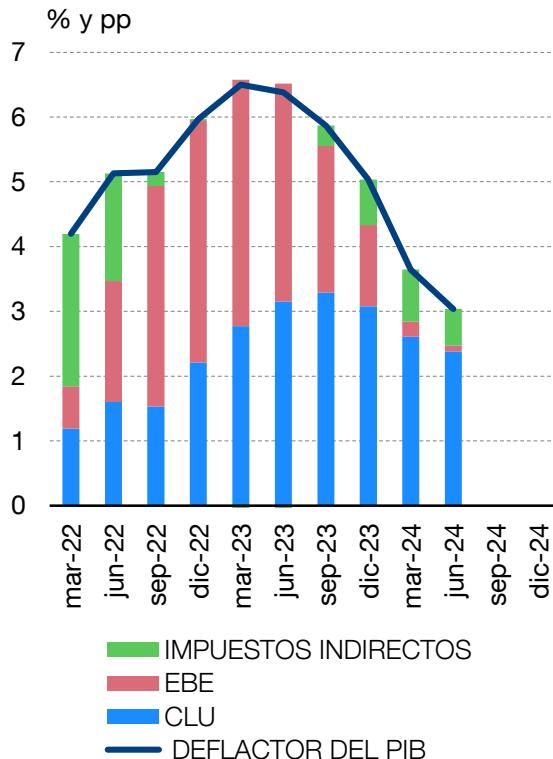
UEM. PMI



UEM. INFLACIÓN. ERRORES DE PREVISIÓN

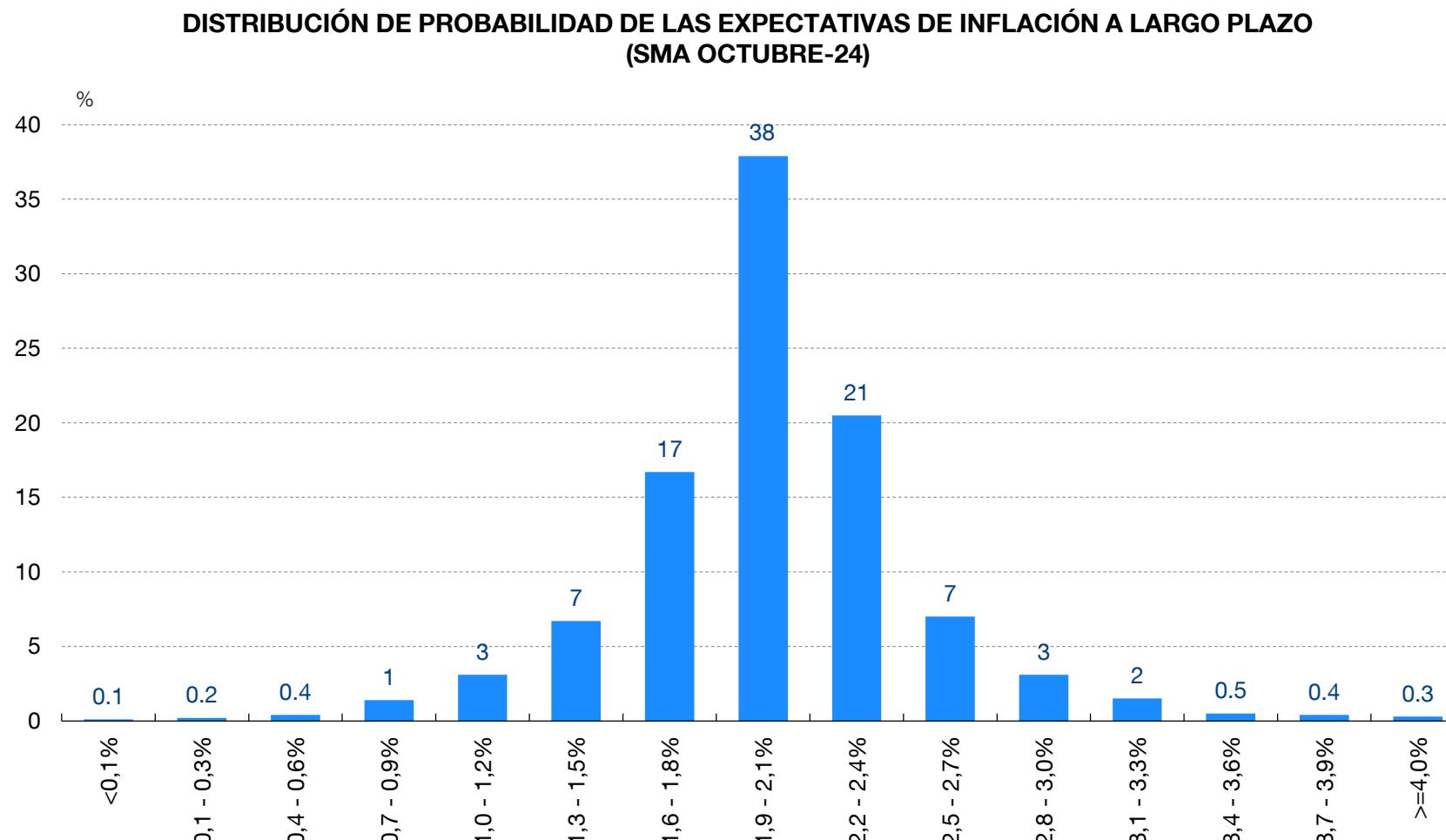


UEM. DEFLACTOR DEL PIB



Fuentes: Eurostat y Banco de España. Último dato: Octubre (PMI), 2024 T3 (Inflación) y 2024 T2 (Deflactor del PIB).

AHORA MISMO, LOS MERCADOS ASIGNAN UNA PROBABILIDAD MUY SIMILAR A LA POSIBILIDAD DE UN *UNDER-SHOOTING* O DE UN *OVER-SHOOTING* DE LA INFLACIÓN OBJETIVO EN EL MEDIO PLAZO



Fuente: Banco Central Europeo.



# ÍNDICE

## 1. ¿De dónde venimos?

- El repunte de la inflación en 2021-2022 y sus determinantes
- La reacción de política monetaria a escala global
- Detalles adicionales de la reacción del Banco Central Europeo (BCE)

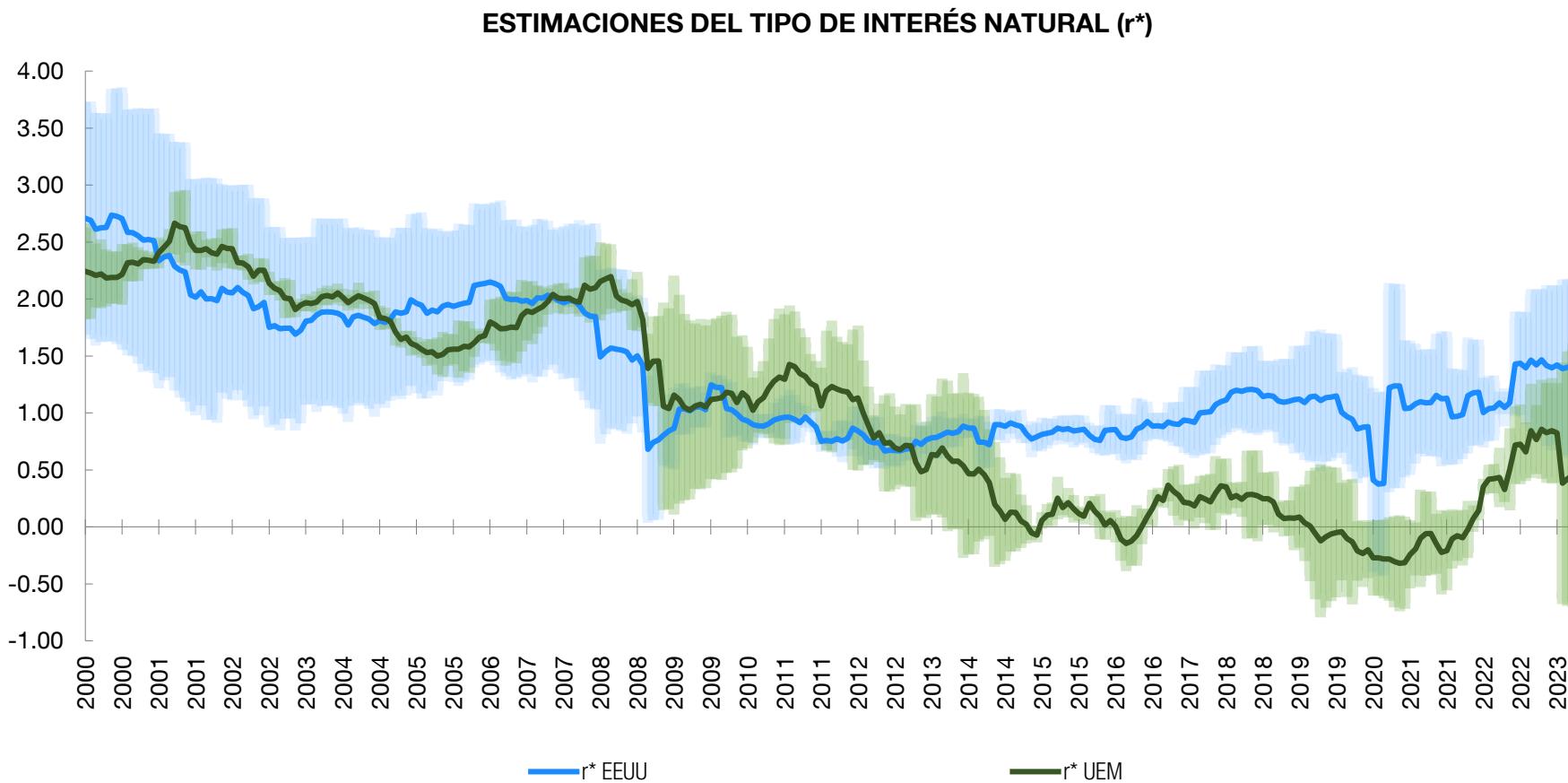
## 2. ¿Dónde estamos?

- Los efectos de una política monetaria restrictiva y ...
- ... una reversión apreciable de las perturbaciones negativas de oferta iniciales ...
- ... han conducido a una desinflación aparentemente “inmaculada” ...
- ... lo que ha dado lugar a un nuevo cambio de tono en la política monetaria global
- Situación actual en la UEM

## 3. ¿A dónde vamos?

- **¿Cuál es el nivel del  $r^*$ ?**
- **¿Cómo reaccionar a perturbaciones de oferta más frecuentes?**
- **Una nueva revisión de la estrategia de política monetaria del BCE**
- **Un nuevo marco operativo**

# EL TIPO DE INTERÉS NATURAL ( $r^*$ ): UN CONCEPTO MUY ATRACTIVO PERO DIFÍCIL DE UTILIZAR EN LA CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN TIEMPO REAL

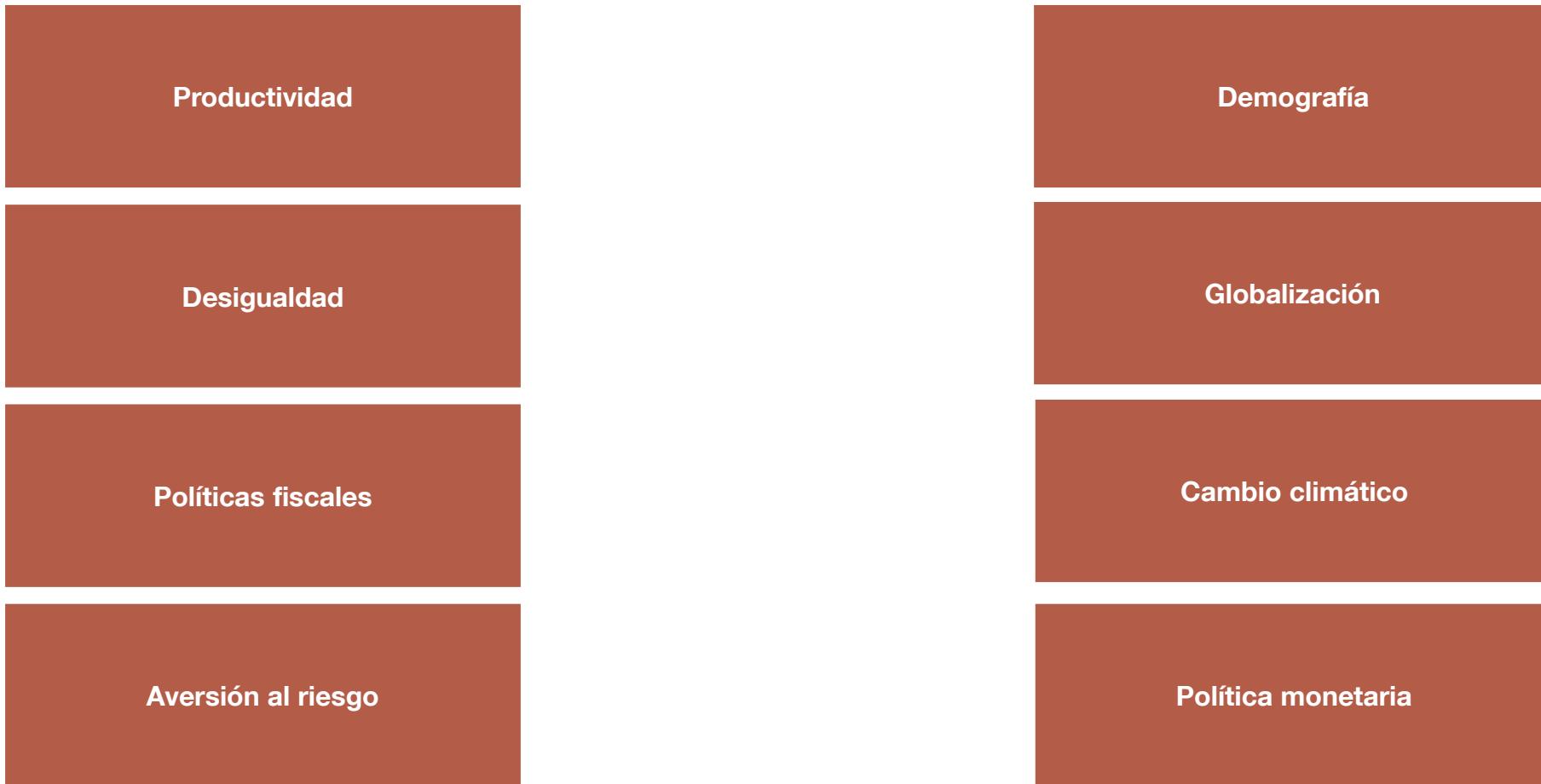


Fuentes: Benigno et al. (2024) y cálculos propios.

Nota: Las líneas sólidas se refieren a la estimación promedio entre distintos modelos (Hördahl y Tristani, 2014; Holston et al., 2023; Lubik y Matthes, 2015) y las áreas sombreadas corresponden con la desviación estándar de estos modelos en cada momento del tiempo.

# UNA SERIE DE FACTORES ESTRUCTURALES, SOBRE LOS QUE EXISTE UNA CONSIDERABLE INCERTIDUMBRE, INDICEN EN DIRECCIONES OPUESTAS Y CON DISTINTAS INTENSIDADES SOBRE EL $r^*$

- El tipo de interés natural se ve afectado por múltiples factores que condicionan el equilibrio entre ahorro e inversión a nivel agregado



# ALGUNAS DINÁMICAS RECIENTES SUGIEREN QUE, DE CARA AL FUTURO, LAS PERTURBACIONES DE OFERTA SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PODRÍAN SER MÁS FRECUENTES Y PERSISTENTES

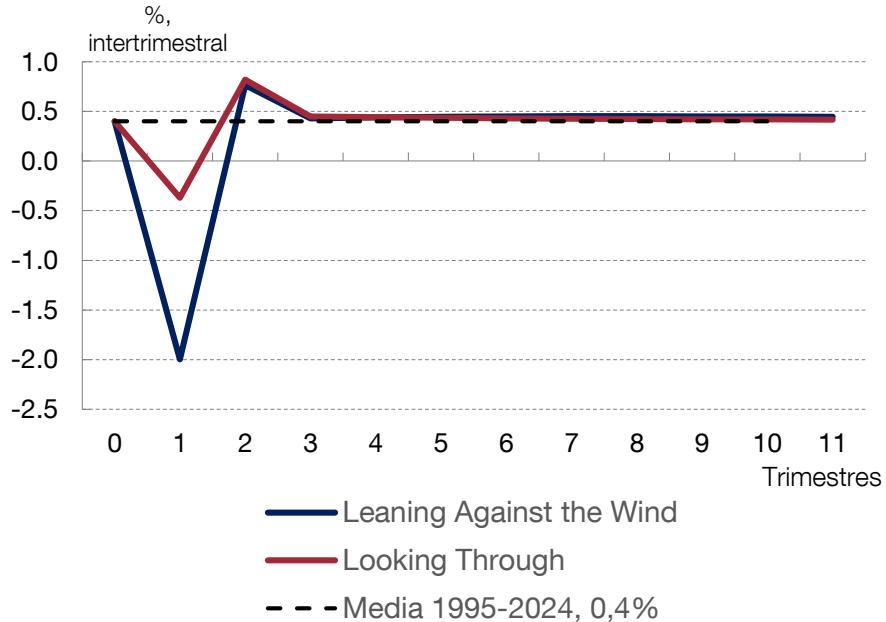
- En los próximos años, las perturbaciones de oferta podrían ser más frecuentes y persistentes que en las últimas décadas –debido, por ejemplo, al cambio climático, a los avances tecnológicos y a los conflictos geopolíticos–, y la economía, a escala global, podría tener una menor capacidad para absorberlas
- Esto supondrá un reto para la política monetaria, que deberá profundizar en el análisis de la naturaleza y grado de persistencia de las perturbaciones, y ponderar el “trade-off” que existe entre actividad e inflación cuando se materializan shocks de oferta –a diferencia de lo que sucede con las perturbaciones de demanda para encontrar el equilibrio adecuado entre “*looking through*” y “*leaning against the wind*”

**COMPORTAMIENTO DEL PIB Y DE LA INFLACIÓN ANTE UN SHOCK DE OFERTA NEGATIVO (EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO)  
EN FUNCIÓN DE LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA**

**INFLACIÓN GENERAL**



**CRECIMIENTO DEL PIB**



Fuente: Aguilar, Domínguez-Díaz, Gallegos y Quintana (2024). “The Transmission of Foreign Shocks in a Networked Economy”. Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación.

# EL EUROSISTEMA ESTÁ TRABAJANDO EN UNA NUEVA REVISIÓN DE SU ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA –TRAS LA FINALIZADA EN 2021–. SE ANUNCIARÁ A MEDIADOS DE 2025

**No se revisará**

- Se mantendrá el objetivo de inflación simétrico del 2% a medio plazo

**Desarrollos económicos acontecidos desde la pandemia**

- Análisis de los factores cíclicos y estructurales que han protagonizado el reciente episodio inflacionario, así como de su evolución futura y sus implicaciones para la estabilidad de precios
- Revisión de las herramientas analíticas existentes, incluidas las de previsión

**Implicaciones para la política monetaria**

- Revisión de las lecciones aprendidas durante los períodos de alta/baja inflación y del papel desempeñado por los distintos instrumentos de política monetaria en cada fase del ciclo
- Inclusión del riesgo y de la incertidumbre en el análisis de las decisiones de política monetaria y en su comunicación

# EN MARZO, EL BCE ANUNCIÓ CAMBIOS EN EL MARCO OPERATIVO DEL EUROSISTEMA, QUE GUÍA LA IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

## STANCE

- El Consejo de Gobierno del BCE continuará guiando la **orientación de la política monetaria mediante el ajuste del tipo de interés de la facilidad de depósito**

## CARACTERÍSTICAS DEL MARCO OPERATIVO

- **Demand-driven:** Las operaciones de financiación (MRO y LTRO) serán el centro de la provisión de liquidez
- **Mix de instrumentos:** Las operaciones de financiación a corto plazo se complementarán con nuevas operaciones de financiación a plazo más largo y con una nueva cartera estructural de bonos
- **Sistema soft floor con un pasillo estrecho:** El spread MRO-DFR se redujo en septiembre de 50 pb a 15 pb, mientras que el spread ML-MRO se mantiene en 25 pb

## REVISIÓN

- **El Consejo de Gobierno del BCE revisará los parámetros de su nuevo marco operativo en 2026**, pero está dispuesto a ajustar el diseño y parámetros del mismo antes si fuese necesario

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA- BANCO DE ESPAÑA

